

Scanfil

Seurannan aloitus

5/2015

Kannattava kasvaja

Aloitamme sopimusvalmistaja Scanfilin seurannan tavoitehinnalla **2,80 euroa** ja lisää-suosituksella. Sopimusvalmistuksen toimiala-dynamiikka ja arvoketjuasema on haastava, mutta Scanfil on historiallisesti osoittanut pystyvänsä hyödyntämään vahvuuksiaan ja operoimaan kannattavasti lähes markkinoista riippumatta. Yhtiöllä on mielestämme myös hyvä kasvualusta markkinoiden ja vahvojen avainasiakkaidensa mukana. Scanfilin tase on selvästi ylikapitalisoitunut, joten yhtiöllä on lähivuosina varaa kasvun kiihdyttämiseen yritysostoin tai osinkovirran kasvattamiseen.

Vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja, joka on keskittynyt elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin yhdeksi tuotekokonaisuudeksi. Yhtiön liiketoiminta keskittyy neljään asiakas-segmenttiin, jotka ovat Energia ja Automaatio, Medtec- ja Life Science ja Tieto-liikenne ja Kaupungistumisen Sovellukset. Yhtiön asiakkaat ovat näiden alueiden globaaleja kärkiyrityksiä, joita Scanfil palvelee neljältä Euroopassa ja kahdelta Kiinassa sijaitsevalta tehtaaltaan. Asiakkaille Scanfil tarjoaa mahdollisuuden ulkoistaa tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydinliiketoimintoihinsa, jota voi olla valmistuksen sijaan esimerkiksi tuotekehitys, myynti ja markkinointi ja asiakaspalvelu. Tämä antaa asiakkaille myös joustavuutta kulurakenteisiin. Näin ollen Scanfil täyttääkin yhden merkittävän osan asiakkaan arvoketjua sinällään melko yksinkertaisella ja perinteisellä liiketoimintamallillaan. Yhtiön vahvuudet ovatkin kuitenkin mielestämme itse liiketoimintamallin sijaan sen toteuttamisessa eli kilpailukykyisessä ja kustannustehokkaassa tuotetarjonnassa, pitkissä avainasiakkuuksissa sekä tuotannon joustavuudessa ja ketteryydessä.

Kasvupotentiaalia sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti

Globaali elektroniikkamarkkina kasvaa elektroniikan yleistymisen myötä arviomme mukaan noin BKT:n kasvuvauhtia, minkä lisäksi sopimusvalmistajien kasvua tehostaa hieman tuotannon ulkoistamisasteen nousu. Mielestämme Scanfil on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä yhtiö operoi pääosin ammattielektroniikassa, jossa pienet tuotantoerät ja lyhyet toimitusajat mahdollistavat pienemmillekin yhtiöille kannattavan toiminnan. Ammattielektroniikassa ulkoistamisaste ei ole saavuttanut täyttä potentiaaliaan, minkä myötä Scanfililla on näkemysmme mukaan markkinoita paremmat kasvunäkymät. Lisäksi yhtiön jo ylikapitalisoitunut tase mahdollistaa kasvun tehostamisen epäorgaanisesti merkittävinkin yritysostoin, mikä on mielestämme kiinnostava optio sijoittajille. Vaihtoehtona pääomarakenteen optimoinnissa on osinkovirran kasvattaminen, joten sijoittajien kannalta kyseessä on ehdottomasti positiivinen ongelma.

Arvostustaso on kohtuullinen

Ennustamme Scanfilin lähivuosien tuloksen parantuvan etenkin liikevaihdon kasvun ajamana, sillä hyvällä tasolla olevien marginaalien nousupotentiaali on mielestämme rajallinen. Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2015-2017 ovat noin 11x-10x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 6x-5x. Pidämme arvostusta houkuttelevana absoluuttisesti sekä suhteessa Helsingin pörssiin, vaikka suhteessa sopimusvalmistuksen haastavan toimialadynamiikan takia matalalle arvostettuun vertailuryhmään osake ei ole edullinen. Yhtiön merkittävimpinä riskeinä pidämme riippuvuutta keskeisistä asiakkaista, rajallista hinnoitteluvoimaa ja kysynnän vaihtelua.

Analyytikko

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



Suositus

Lisää



Tavoitehinta: 2,80 €



Eilisen päätös

2,51 EUR

12 kk vaihteluväli

1,58-3,38 EUR

Potentiaali

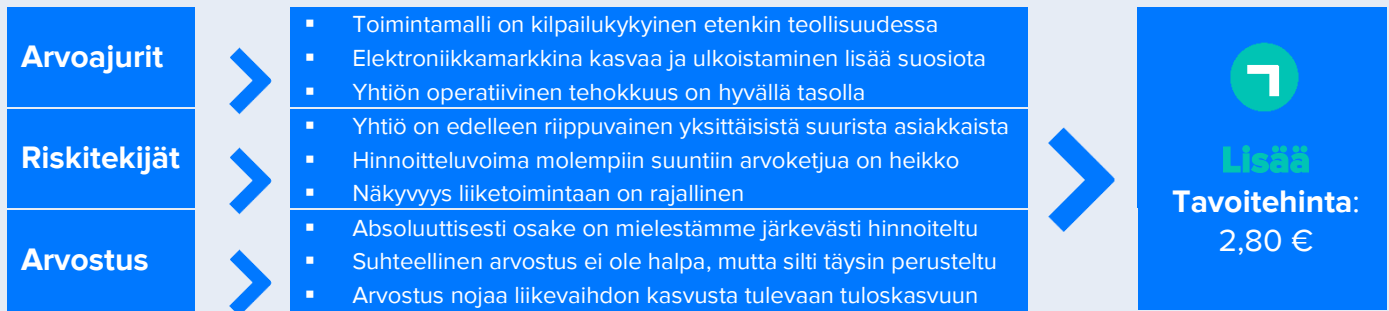
11 %

Avainluvut

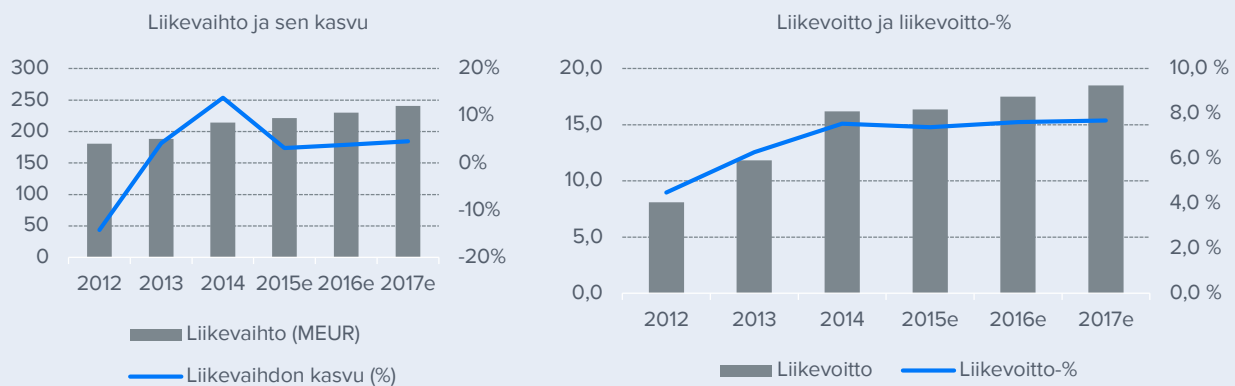
	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	215	221	230
Kasvu-%	13,8 %	3,2 %	3,9 %
EBIT	16,2	16,4	17,5
EBIT-%	7,6 %	7,4 %	7,6 %
Tulos ennen veroja	15,9	16,9	17,5
Nettotulos	12,3	13,2	13,5
EPS (oik.)	0,21	0,23	0,23
Osinko	0,07	0,08	0,09
Jakosuhde	33 %	35 %	39 %
P/E	11,5	11,0	10,7
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/S	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,3	5,8	5,1
EV/EBIT	8,2	7,6	6,6
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,2 %	3,6 %

Yhteenveto

Sijoitusnäkemys



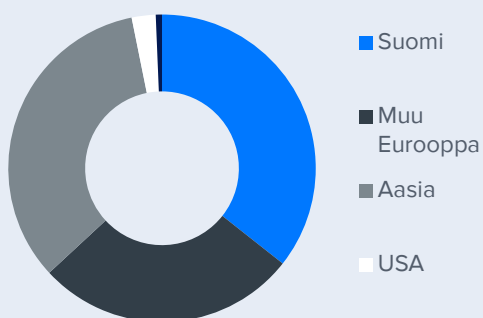
Liiketoiminnan kehitys



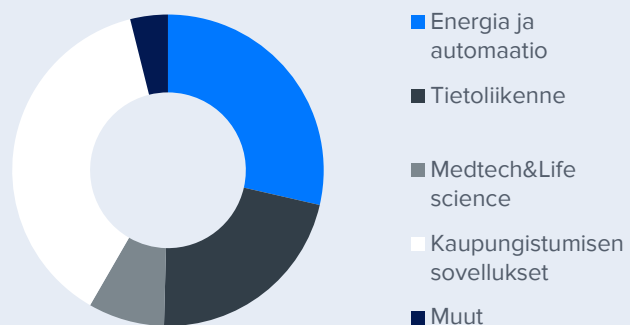
Lähde: Scanfil

Liiketoimintarakenne

Myynti asiakkaiden sijainnin mukaan 2014

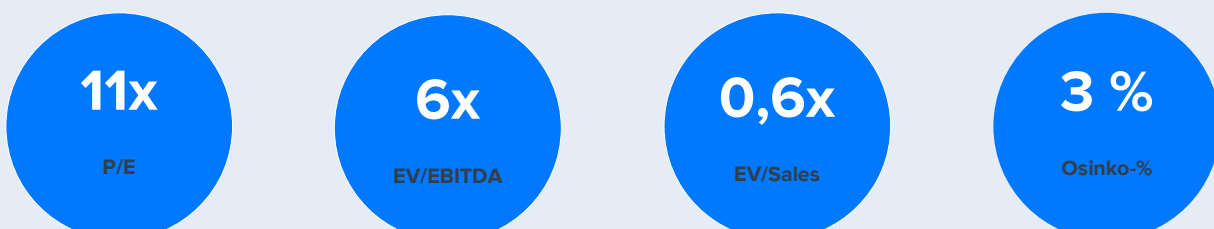


Myynti asiakassegmenteittäin 2014



Lähde: Scanfil

Arvostus 2015e



Sisällysluettelo

Yhteenveto	3
Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys	5
Scanfilin liiketoiminta	10
Toimiala	11
Scanfilin markkinat	14
Kilpailukenttä	15
Scanfilin kilpailijoiden historiallinen kehitys	18
Strategia, kilpailuedut ja riskit	19
Scanfilin strategia	22
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	23
Scanfilin kustannusrakenne ja taseasema	27
Tulosennusteet	28
Scanfilin tulosennusteet	31
Arvostustaso	32
Scanfilin absoluuttinen ja suhteellinen arvostustaso	34
Tuloslaskelma ja tase	35
Vastuuvapauslauseke	36

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja, joka on keskittynyt elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin yhdeksi tuotekokonaisuudeksi. Yhtiön liiketoiminta keskittyy neljään asiakassegmenttiin, jotka ovat energia ja automaatio, Med tech- ja Life Science, kaupungistumisen sovellukset ja tietoliikenne. Yhtiön asiakkaat ovat näiden alueiden globaaleja yrityksiä, joita Scanfil palvelee kuudelta Euroopassa ja Kiinassa sijaitsevalta tehtaaltaan. Yhtiön vahvuuksia kireässä kilpailussa ovat mielestämme tiukasti kokonaistoimituksiin pohjautuva toimintamalli, pitkä kokemus sopimusvalmistusliiketoiminnasta sekä tuotannon nopeus ja joustavuus. Yhtiöllä on myös hyvä historiallinen track-record, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja

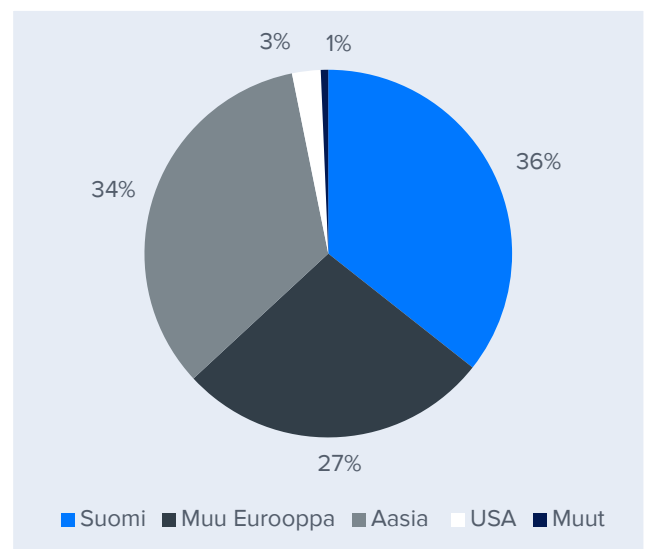
Scanfil on vertikaalisesti integroitunut elektroniikan sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja. Yhtiö on keskittynyt etenkin elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin tuotekokonaisuudeksi. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että Scanfil valmistaa asiakkaan tuotteen tai osan asiakkaan suuremmasta tuotteesta.

Scanfilin tuotteita käytetään etenkin tietoliikenteen, energiasektorin ja automaation, medtech&life science-segmentin ja kaupungistumisen sovelluksissa. Kolme jälkimmäistä sektoria kuuluvat tiivistettynä ammattielektroniikkaan, joka vuoteen 2014 asti ollut Scanfilin toinen asiakassegmentti tietoliikennesektorin ohella. Tyypillisiä Scanfilin tuotteita ovat mobiili- ja tietoliikeverkkolaitteet, automaatiojärjestelmien moduulit, taajuusmuuttajat, hissien ohjausjärjestelmät, analysaattorit, peli- ja itsepalveluautomaatit ja säähavaintolaitteet.

Asiakkaina Scanfililla on omien sektoreidensa kansainvälisiä kärkiyrityksiä, joilla on vahva markkina-asema omilla ydinalueillaan. Esimerkkeinä Scanfilin asiakkaista voidaan mainita esimerkiksi Metso, ABB (energia- ja automaatio), Nokia, Ericsson (tietoliikenne), Vaisala, Thermofisher (med tech&life science) RAY ja Kone (kaupungistumisen sovellukset). Lukumääräisesti asiakkaita Scanfililla on asiakkaita todennäköisesti joitakin kymmeniä, mutta myynti painottuu silti kohtuullisen voimakkaasti tiettyihin avainasiakkuuksiin. Esimerkiksi kolme suurinta asiakasta tuovat Scanfilin liikevaihdosta noin 45 %, kun taas 15-20 avainasiakkaan osuus on arviolta noin 80-90 % Scanfilin myynnistä. Globaalisti operoivan asiakaskunnan myötä Scanfilin maantieteellisiä päämarkkina-alueita ovat Eurooppa ja Aasia, joissa Scanfilin kuusi tuotantolaitosta sijaitsevat.

Euroopassa myös Suomen painoarvo on merkittävä, mutta luonnollisesti kotimarkkinoille Scanfilin Suomen myynnistä jää vain rajallinen osa, sillä yhtiön asiakkaat ovat pääosin vientiyhtiöitä.

Scanfilin myynnin jakauma asiakkaiden sijainnin mukaan 2014



Lähde: Scanfil

Asiakkaille Scanfil ja muut sopimusvalmistajat tarjoavat mahdollisuuden keskittyä omiin ydinliiketoimintoihinsa, joita voivat varsinaisen tuotteiden tai niiden osien valmistuksen sijaan olla esimerkiksi tuotekehitys, myynti ja markkinointi ja asiakaspalvelu. Näin ollen Scanfil täyttääkin yhden merkittävän osan asiakkaidensa arvoketjua sinällään melko yksinkertaisella ja perinteisellä liiketoimintamallillaan. Valmistuksen ulkoistamisen myötä asiakkaat saavat käyttöönsä joustavasti tehokasta (sopimusvalmistajan ydinosaaamista) valmistuskapasiteettia sitomatta lainkaan pääomia tehtaisiin. Ulkoistettu valmistus antaa asiakkaille myös joustoa kulurakenteeseen, sillä sen myötä tuotteen tai osien valmistuskustannukset ovat lähes kokonaan

muuttuvia ja asiakas saa siirrettyä kysynnän vaihtelun tuomat riskit osin sopimusvalmistajan kannettavaksi. Näistä syistä valmistuksen täysivaltainen tai osittainen ulkoistaminen onkin ollut 1990-luvulla ja 2000-luvulla trendinomaisessa kasvussa. Emme myöskään näe trendin katkeavan myöskään tulevaisuudessa Scanfilin ydinsegmenteissä.

Scanfil pyrkii pitkiin asiakassuhteisiin, joissa yhtiön liiketoimintamallin vahvuudet pääsevät parhaiten esiin. Yhtiö onkin onnistunut tässä erittäin hyvin, sillä avainasiakastason asiakkuuksia Scanfil ei ole menettänyt käytännössä koskaan. Scanfilin asiakkaiden menestyminen omissa liiketoiminnoissaan onkin mielestämme erittäin tärkeää Scanfilin kannalta, sillä se avaa yhtiölle mukavan kasvumahdollisuuden vahvojen asiakasyhtiöiden rinnalla.

Scanfilin liiketoiminnan vertikaalinen integroituminen tarkoittaa sitä, että Scanfil tarjoaa asiakkailleen kokonaisvaltaisen tuotanto- ja palvelukokonaisuuden sekä toimitusketjun hallinnan tuotteen koko elinkaaren ajaksi. Seitsenportainen kokonaistoimitusmalli alkaa valmistusprosessien ja teknologioiden suunnittelulla (1), kun Scanfil osallistuu asiakkaidensa tuotekehitysprosesseihin tuomalla mukaan oman valmistusosaamisensa. Asiakas säilyttää luonnollisesti osittain yhteisen kehitystyön myötä syntyvien tuotteiden tuoteoikeudet täysin itsellään, mutta Scanfil voi myös hyödyntää niitä yhteistyön aikana. Toisessa vaiheessa Scanfil vastaa komponenttien valinnasta asiakkaiden vaatimusten pohjalta spesifioituihin tuotteisiin, ostohinnoista, materiaaalivirtojen ohjauksesta sekä komponenttitoimittajien valvonnasta (2). Osana tähän vaiheeseen liittyy olennaisesti myös uusien tuotteiden prototyyppisarjojen valmistus, analysointi ja testaus (3). Neljännessä vaiheessa Scanfilin hankintaorganisaatio valitsee kustannustehokkaimmat komponenttitoimittajat ja organisoi komponenttien logistiikan (4). Viides vaihe on teollinen tuotanto (5), jonka Scanfilin globaali tehdasorganisaatio hoitaa joustavasti asiakkaan läheisyydessä. Kuudennessa vaiheessa Scanfil vastaa tuotteiden logistiikasta päättyen aina lopputuotteen toimituksiin asiakkaan toimipisteeseen (6). Ketju päättyy jälkimarkkina-palveluihin, jotka sisältävät varaosa- ja logistiikkapalveluita, viallisten tuotteiden korjauksia ja tuotetiedon hallintaa (7).

Scanfilin kokonaistoimitusmalli



Lähde: Scanfil

Scanfilin asiakastoimialoilla (ammattielektroniikka ja tietoliikennetekniikka) tyypillinen tuotesykli on vaihtelee joistakin vuosista jopa 20-30 vuoteen. Teollisten toimialojen verrattain pitkien tuotesykliden (vrt. esim. lyhyen tuotesyklin kuluttajaelektroniikka) takia, kehitys on kuitenkin jossain määrin jatkuvaa ja pienempiä uudistuksia tuotteisiin tehdään useammin. Näin ollen kyseessä on mielestämme selvästi dynaaminen prosessi.

Kokonaistoimitusmallin avulla Scanfil pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan rajusti kilpaillulla sopimusvalmistusmarkkinalla. Arviomme mukaan kokonaistoimitukset tuovat Scanfilin liikevaihdosta yli puolet ja näissä toimituksissa yhtiön asema nykyisten asiakkaidensa keskuudessa on varsin vahva, sillä konseptin kattaa merkittävän osan asiakkaiden arvoketjua. Toisaalta huomioitavaa on, että Scanfil on fokusoitunut toimintamallistaan huolimatta varsin tiukasti sopimusvalmistajaksi ja jättänyt esimerkiksi tuotetoimituksiin integroitavien lisäarvopalvelujen (esim. kehityspalvelut) tarjonnan pienelle painoarvolle. Pidämme tätä toistaiseksi järkevänä lähestymistapana, sillä lisäarvopalveluiden kehittäminen vaatii etupainoitteista kulurakenteen kasvattamista, jonka taloudellinen kannattavuus on jäänyt monissa tapauksissa kyseenalaiseksi. Arvioimme kuitenkin, että Scanfililla on valmius lisätä lisäarvopalveluiden tarjontaan tulevaisuudessa, jos yhtiön avainasiakaskunnasta ilmenee tähän riittävän vahvaa kysyntää.

Kokonaistoimituskonseptin lisäksi Scanfilin vahvuuksia ovat mielestämme tuotannon nopeus ja joustavuus, laatu ja toimitusvarmuus. Yhtiö on myös erittäin vakavarainen, minkä myötä se on taloudellisesti erittäin matalariskinen partneri asiakkaiden näkökulmasta suuriinkin toimituksiin.

Tuotantoa Euroopassa ja Aasiassa

Scanfilin liiketoiminta jakautuu kahteen maantieteelliseen segmenttiin, jotka ovat Eurooppa ja Aasia. Eurooppa-segmenttiin kuuluu neljä tehdasta (Suomi, Viro, Unkari ja Saksa) ja Aasia-segmenttiin kaksi Kiinassa sijaitsevaa tehdasta. Scanfilin strategiaan kuuluu globaali tuotanto ja yhtiö allokoii tilaukset keskusjohtoisesti asiakastarpeiden ja asiakkaan maantieteellisen sijainnin mukaan tehtaille. Tämä on mahdollista, sillä Scanfililla on sekä mekaniikka-, elektroniikka-, integrointi- ja testauskapasiteettia molemmissa maantieteellisissä segmenteissä. Lähtökohtana toimitusprosessissa kuitenkin on, että kukin tehdas hoitaa tilauksensa alusta loppuun. Scanfilin tehdasportfolio on mielestämme kohtuullisen tasapainoinen myös kustannusperspektiivistä tarkasteltuna, sillä kuudesta tehtaasta neljä sijaitsee henkilöstökustannuksiltaan edullisen kustannustason kehittyvissä maissa.

Työntekijöitä yhtiöllä oli vuoden 2014 lopussa 1782, joista 767 henkeä työskenteli Kiinassa. Scanfil on siis vahvasti läsnä Aasiassa, jonne yhtiön keskeiset asiakkaat ovat viime vuosina siirtäneet tuotantoaan. Yhtiö on myös sitoutunut toimimaan asiakkaidensa lähellä, joten pidämme mahdollisena, että yhtiön avainasiakkaiden tarpeiden niin vaatiessa Scanfil pystyy siirtämään tuotantoa tai kasvattamaan sitä uusilla maantieteellisillä alueilla. Näistä tällä hetkellä potentiaalisimpia ovat mielestämme Intia ja Yhdysvallat. Lähtökohtaisesti uskomme Scanfilin toteuttavan mahdollisen laajentumisen yritysostovetoisesti, sillä greenfield-investoinneissa volyymien riittävän nopea täyttäminen muodostuu usein haasteeksi vanhojen asiakkaiden volyymien kasvaessa asteittain. Tehtaan tai tehtaita ostamalla mukana tulee taas asiakkauksia, jotka nopeuttaisivat uuden liiketoiminnan ylösajoa merkittävästi.

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten liiketoiminnassa on vaikea hankkia etumatkaa kilpailijoihin pääomainvestoinneilla. Sen sijaan varsin henkilöstöintensiiviset tuotantoprosessit ja etenkin prosesseja käyttävät ihmiset ovat muuttuvia tekijöitä. Scanfilin vertikaalisesti integroitunut toimintamalli asettaa myös henkilöstön osaamiselle korkean vaatimustason. Uskomme kuitenkin, että Scanfilin pitkä toimintahistoria sopimusvalmistuksessa on muokannut yhtiön tuotantoprosessit ja henkilöstön osaamistason kilpailukykyiseksi suhteessa kilpailijoihin ja asiakkaiden vaatimustasoon.

Historiallinen kehitys

Nykymuotoinen Scanfil syntyi vuonna 2012

Nykymuotoisen Scanfilin historia alkaa vuoden 2012 alusta, jolloin yhtiö irtosi Sievi Capitalista osittaisjakautumisessa ja listautui Helsingin Pörssin päälistalle. Osittaisjakautumisessa sopimusvalmistusliiketoimintaa harjoittava alakonserni Scanfil EMS Oy sekä sopimusvalmistusliiketoiminnan varat

ja velat siirtyivät uuteen perustettavaan yhtiöön. Yhtiön nimeksi tuli Scanfil Oyj, joka aloitti itsenäisenä Helsingin pörssiin listattuna yhtiönä 1.1.2012. Sen sijaan 2000-luvulla Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan tuottamien rahavarojen sijoittamisesta konsernin sisällä alkanut sijoitusliiketoiminta sekä sen varat ja velat jäivät Sievi Capitaliin.

Pidämme osittaisjakautumista erittäin loogisena ja järkevänä ratkaisuna, sillä sopimusvalmistus- ja sijoitusliiketoiminnoilla ei ollut liiketoimintasynergioita tai käytännössä muuta yhteistä kuin pääomistajat. Jakautumisessa täysin itsenäiset liiketoiminnot eriytettiin, minkä myötä molempien liiketoimintojen kehittäminen puhtaasti fokusoidun strategian pohjalta tuli mahdolliseksi ja toisaalta johdon resurssien käyttö fokusoitui. Jakautumisen myötä sijoittajat pystyvät myös allokoimaan sijoituksensa suoraan heitä kiinnostavaan liiketoimintaan. Kokonaisuutena uskomme, että jakautuminen paransi Scanfilin toimintaedellytyksiä ja loi sitä kautta omistaja-arvoa.

Taustalla on kuitenkin pitkät perinteet sopimusvalmistuksesta

Vaikka nykymuotoisen Scanfilin historia on melko lyhyt, Scanfililla on 40 vuoden kokemus sopimusvalmistuksesta. Yhtiön juuret ovat vuodessa 1976, kun Scanfilin nykyinen hallituksen jäsen ja merkittävä omistaja Jorma J. Takanen perusti Scanfil Oy:n, joka aloitti elektroniikkateollisuuden mekaniikkatoimittajana. Elektroniikan valmistuksen ja testauksen Scanfil aloitti ensimmäisten yritysjärjestelyiden yhteydessä vuonna 1980, mistä lähtien yhtiö on toiminut sopimusvalmistusliiketoiminnassa.

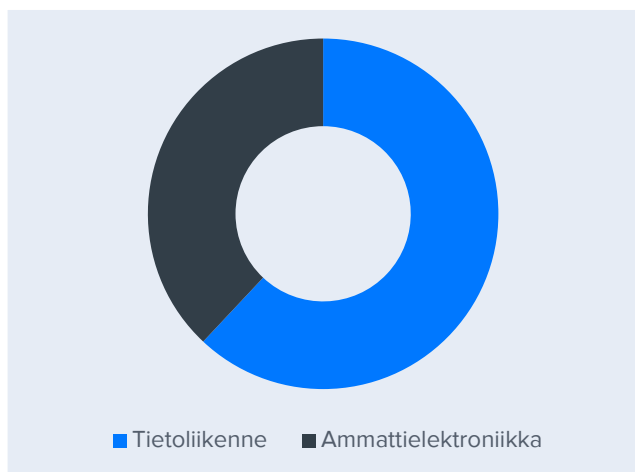
1980-luvulla yhtiön toiminta oli vielä mittakaavaltaan pientä ja 1990-luvun alussa yhtiön liikevaihto oli vain noin 5 MEUR. 1990-luvulla Scanfil alkoi kasvaa nopeasti lähinnä Suomesta käsin erittäin vahvasti kasvaneen Nokia-asiakkuuden ansiosta ja vuonna 2001 yhtiön liikevaihto oli noussut jo noin 220 MEUR:oon.

2000-luvulla painopisteen siirto tietoliikennesektorista ammattielektroniikkaan

2000-luvun alkupuolella Scanfil jatkoi vahvaa kasvuaan etenkin hyvin kehittyneen tietoliikennesektorin vedossa. Tässä vaiheessa Scanfil olikin erittäin vahvasti tietoliikennesektoriin profiloitunut toimija, sillä Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan liikevaihdosta noin 70-80 % tuli sektorin asiakkailta (etenkin Nokia, Ericsson ja Alcatel). Scanfil myös kansainvälistyi voimakkaasti ja siirsi painopistettään alempien kustannustasojen maihin Itä-Eurooppaan ja Aasian orgaanisen kasvun ja yrityskauppojen myötä. Vuonna 2005 Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminta teki ennätysliike-vaihtonsa 321 MEUR ja -liiketuloksensa 27 MEUR.

Vuosina 2006-2007 volatiiliin tietoliikennesektorin kysyntä heikkeni silloisen verkkosukupolven toimitusten valmistuttua ja toisaalta sektorilla tehtiin suuria yritysjärjestelyitä. Nämä tekijät ja verkkoyhtiöiden tuotekehityksen eteneminen heijastuivat yhä voimakkaammin sopimusvalmistajien kautta kulkeneen materiaaalivirran määrään ja arvoon (edullisemmat tuote- ja toimitusrakenteet), minkä takia Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan liikevaihto ja kannattavuus kääntyivät laskuun vuonna 2006. Tähän Scanfil reagoi kohtuullisen nopeasti ja alkoi kasvattaa ammattielektroniikan osuutta tuoteportfoliossaan. Yhtiö myös supisti liiketoimintansa laajuutta korkean kustannustason Suomessa hyvissä ajoin 2000-luvulla, mikä osoittautui oikeaksi päätökseksi tietoliikennesektorin hiipuvan trendin jatkuttua.

Scanfilin myynti asiakassegmenteittäin 2008

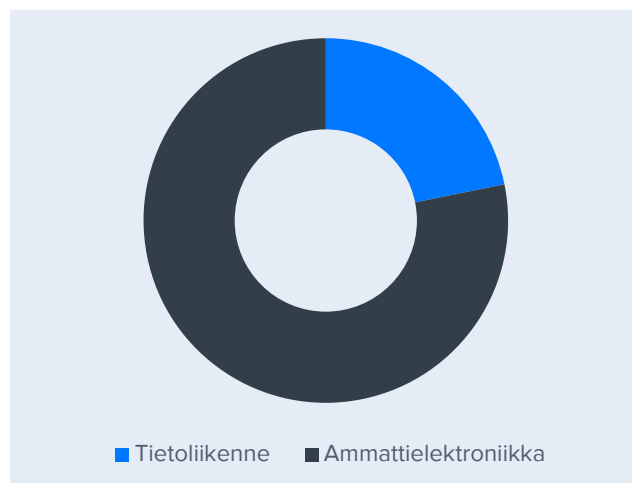


Lähde: Scanfil

Ammattielektroniikan osuuden trendinomaisesta kasvusta huolimatta yhtiön liikevaihto koki selvät notkahdukset vuosina 2008-2009 finanssikriisin ja vuosina 2011-2012 eurokriisin sekä toisaalta heikon verkkosyklin takia. Jälkimmäinen notkahdus rokotti myös Scanfilin suhteellista kannattavuutta selvästi, sillä Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan liikevaihto laski alle 190 MEUR:n, kun taas liikevoittomarginaali putosi hieman alle 5 %:n vuosina 2011-2012.

Kuitenkin vuosina 2013-2014 Scanfilin liikevaihto kääntyi nousuun ammattielektroniikan osuuden trendinomaisen kasvun ja tietoliikennesektorin kysynnän elpymisen myötä. Kuitenkin myös 2000-luvun puolivälissä alkanut tietoliikennesektorin toimitusten arvon lasku jatkui, mikä rajoitti liikevaihdon kasvua. Liikevaihdon kasvu ja toisaalta yhtiön sisäiset tehostustoimet paransivat näinä vuosina myös Scanfilin suhteellista kannattavuutta selvästi.

Scanfilin myynti segmenteittäin 2014



Lähde: Scanfil

Vuonna 2014 Scanfil teki 214,5 MEUR:n liikevaihdolla 16,2 MEUR:n liike tuloksen, mikä vastasi 7,6 %:n liike tulomarginaalia. Viime vuonna Scanfil sai muutaman vuoden tauon jälkeen tukea myös epäorgaanisesta kasvusta, kun Q2'14:n alussa toteutettu Schaltex Systems- yritysosto paransi sekä Scanfilin liikevaihtoa että tulosta. Vuonna 2014 yhtiön asiakassegmentit olivatkin jo verrattain hyvin tasapainossa, sillä tietoliikennesektorin osuus liikevaihdosta laski noin 22 %:iin, kun taas kolme merkittävintä ammattielektroniikan segmenttiä toivat Scanfilin liikevaihdosta yhteensä noin 75 %. Maantieteellisesti Euroopasta liikevaihdosta tuli 60 % ja Aasiasta 40 %. Yhtiön liikevoitto jakautui sen sijaan karkeasti puoliksi Aasian ja Euroopan välille.

Kokonaisuutena Scanfilin track-record 2000-luvulta on varsin vahva, kun huomioidaan ajanjaksolle osuneet tietoliikennesektorin rakenteelliset muutokset, kehittyvien maiden kilpailupaineen nousun aiheuttama sopimusvalmistussektorin murros (Aasian painoarvon kasvu) sekä makrotalouden kriisit. Esimerkkinä voidaan myös mainita, että Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminta ei ole tehnyt koko historiansa aikana yhtenäksään vuonna liike tappiota, kun taas monet kilpailijat ovat kärsineet kroonisista kannattavuusvaikeuksista lähes koko 2000-luvun. Tämä kuvastaa mielestämme yhtiön strategian toimivuutta ja toisaalta Scanfilin kilpailukykyä. Scanfilin vahva historiallinen track-record onkin arvioissamme osakkeen riskiprofiilia laskeva tekijä myös tulevaisuutta ajatellen.

Scanfil on yhä "yrittäjätarina"

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. Jorma J. Takanen, hänen

perheenjäsenensä (puoliso ja lapset), heidän hallinnoimansa säätiö sekä Jorma J. Takasen veli Martti Takanen omistavat Scanfilin osakkeista yhä yli 50 %. Kymmenen suurimman osakkeenomistajan hallussa on noin 77 % Scanfilin osakkeista. Sijoittajille tämä heijastuu luonnollisesti rajallisena vapaasti vaihdettavien osakkeiden määränä ja sitä kautta rajallisena osakkeen likviditeettinä olettaen, että pääomistajat eivät ole luopumassa omistuksistaan.

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 diplomi-insinööri Petteri Jokitalo, mutta hallituksessa pääomistajaperheestä riippumattomia jäseniä on vain kaksi viidestä jäsenestä. Kokonaan pääomistajista riippumattomia jäseniä hallituksessa on vain yksi. Tämä ei mielestämme ole optimaalinen ratkaisu globaalia liiketoimintaa harjoittavalle pörssiyhtiölle, vaikka varsinkin pääomistajista riippuvaisilla hallituksen jäsenillä onkin kiistatta pitkä kokemus Scanfilistä ja sopimusvalmistusliiketoiminnasta.

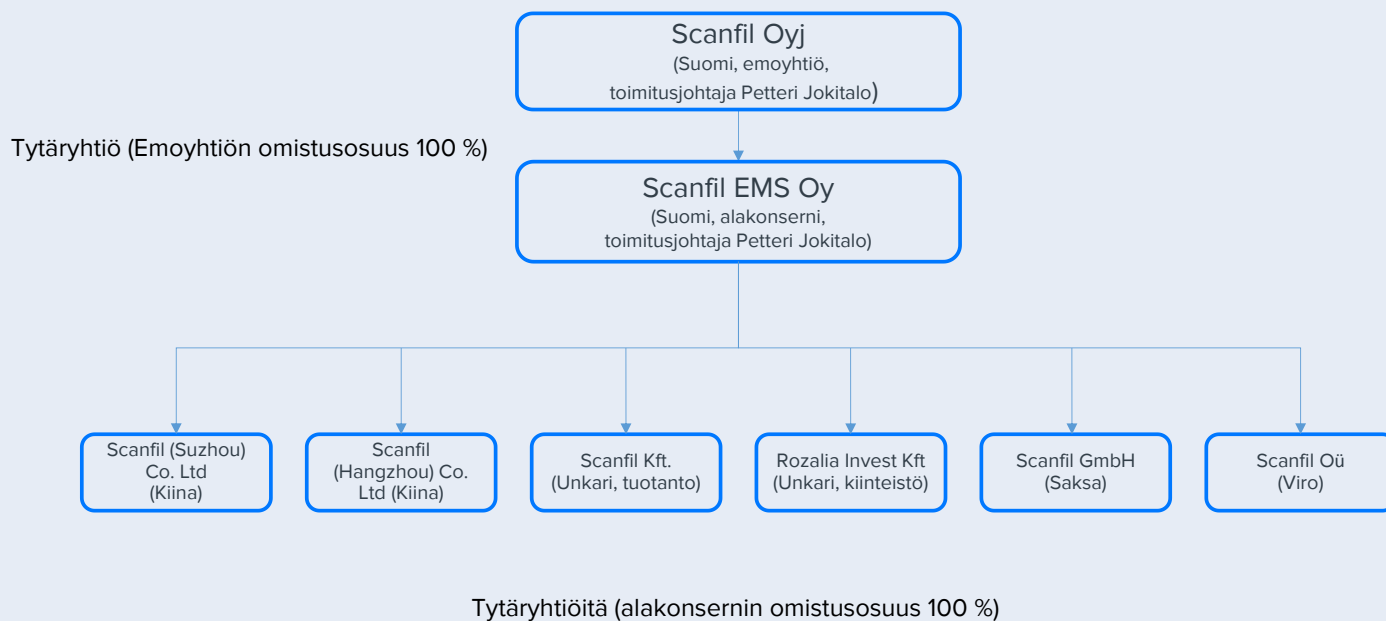
Kokonaisuutena Scanfil profiloituukin mielestämme edelleen jossain määrin Takasten perheyriitykseksi, joten sijoitus Scanfiliin vaatii sijoittajilta vahvaa uskoa pääomistajiin ja heidän kykyyn luotsata yhtiötä oikeaan suuntaan yhdessä operatiivisen johdon kanssa. Toisaalta hallituksen jäsenten ja osittain myös operatiivisen johdon merkittävät henkilökohtaiset osakeomistukset takaavat mielestämme sen, että liiketoimintaa johdetaan omistaja-arvoa maksimoiden ja toisaalta liiallista riskinottoa vältellen, mitä pidämme perheyriitysprofiilin keskeisinä hyötyinä.

	Omistaja	Omistusosuus (%)
1	Harri Takanen	16,9 %
2	Jarkko Takanen	14,3 %
3	Varikot Oy	12,6 %
4	Jorma Takanen	10,2 %
5	Jonna Tolonen	5,6 %
6	Reijo Pöllä	5,4 %
7	Mikko Laakkonen	4,4 %
8	Martti Takanen	3,4 %
9	Riitta ja Jorma J. Takasen säätiö	3,3 %
10	Riitta Takanen	1,7 %
	10 suurinta yhteensä	77,9 %

Lähde.: Scanfil

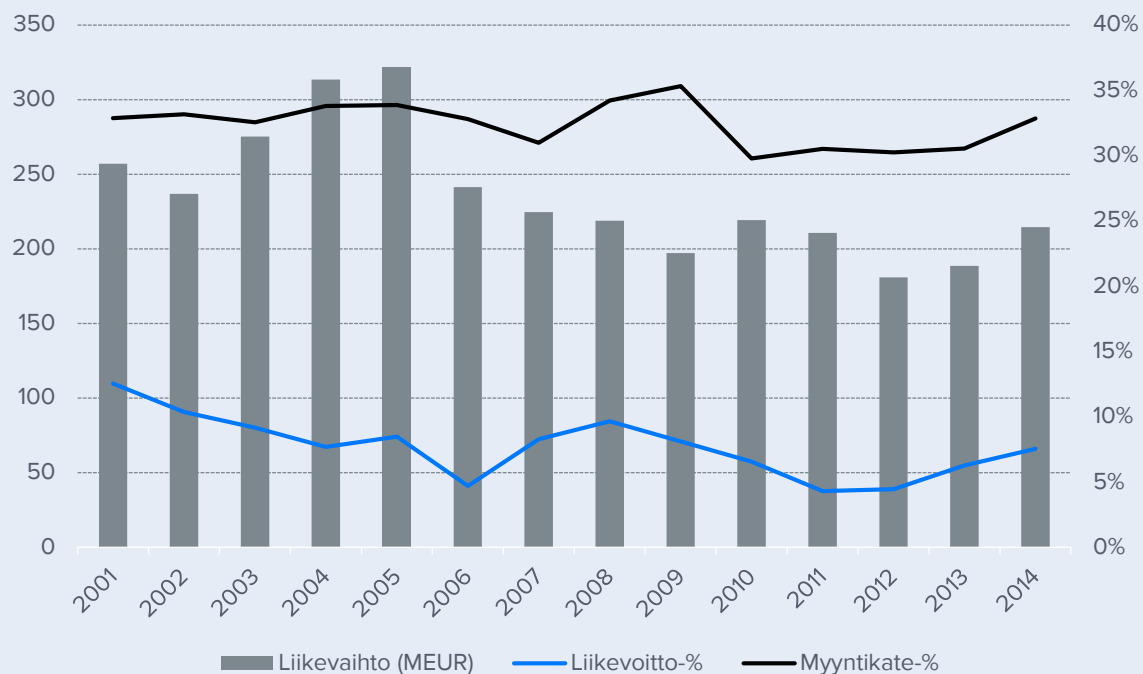
Scanfilin liiketoiminta

Scanfilin konsernirakenne



Lähde: Scanfil, Inderes

Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan historiallinen kehitys 2001-2014



Lähde: Scanfil, Sievi Capital

Toimiala

Useampaan segmenttiin jakautuva globaali elektroniikkamarkkina on valtava aasialaisten dominoima markkina, jonka tuotanto jakautuu lopputuotteen myyjän omamerkkivalmistajille ja niiden ulkoistamille valmistajille. Kokonaisuutena markkina kasvaa elektroniikan yleistymisen myötä globaalisti noin BKT:n kasvuvauhtia, minkä lisäksi sopimusvalmistajien kasvu vauhdittaa tuotannon ulkoistamisasteen nousu. Mielestämme Scanfil on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä yhtiö operoi pääosin ammattielektroniikassa, jossa pienemmät tuotantoerät ja lyhemmät toimitusajat mahdollistavat pienemmillekin yhtiöille kannattavan toiminnan. Ammattielektroniikassa myöskään ulkoistamisaste ei ole saavuttanut täyttä potentiaaliaan, minkä myötä Scanfililla on näkemysmme mukaan yleistä markkinaa paremmat kasvunäkymät.

Aasia dominoi valtavaa globaalia elektroniikkamarkkinaa

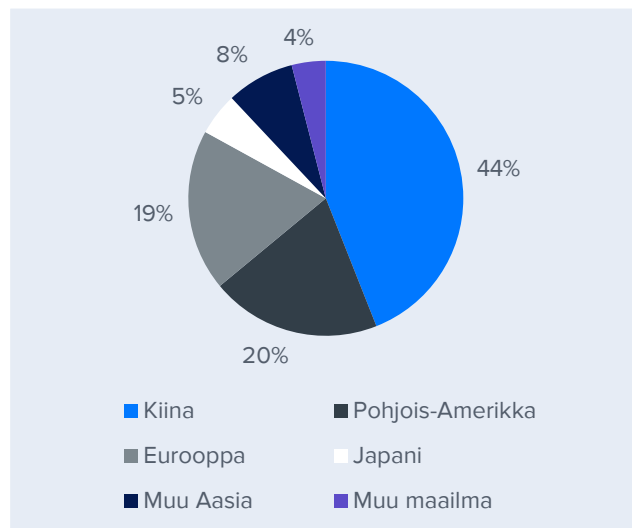
Globaali elektroniikkamarkkina oli markkinatutkimusyhtiö Custer Consulting Groupin mukaan vuonna 2013 noin 2025 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoinen. Kyseessä on Scanfilin kokoluokka (liikevaihto hieman yli 200 MEUR) huomioiden valtava markkina. Huomioitavaa tosin on, että markkina jakautuu lopputuotteen myyjän omamerkkivalmistukseen (OEM), ulkoistettuun suunnitteluun ja valmistukseen (ODM) ja sopimusvalmistukseen (EMS). Erilaiset toimintamallit kilpailevat kuitenkin keskenään globaalilla elektroniikkamarkkinalla, joten mielestämme myös sopimusvalmistusliiketoimintaan keskittyneen Scanfilin perspektiivistä on relevanttia tarkastella koko elektroniikkamarkkinan kehitystä.

Omamerkkivalmistuksessa lopputuotteen myyjä vastaa itse tuotteen spesifioinnista, suunnittelusta, valmistuksesta ja myynnistä. Kaksi jälkimmäistä toimintamallia pohjautuvat toimitusketjun osaprosessien ulkoistukseen. Ulkoistetussa suunnittelussa ja valmistuksessa lopputuotteen myyjä ulkoistaa valmistuksen lisäksi myös tuotteen suunnittelun partnerille ja keskittyy vain markkinoimaan muiden suunnittelemaa ja valmistamaa lopputuotettaan omalla brändillään. Sopimusvalmistuksessa lopputuotteen myyjä ulkoistaa tuotteen valmistuksen siihen fokuksituneelle partnerille. Scanfil on fokuksitunut juuri sopimusvalmistukseen, sillä yhtiöllä ei ole merkittävää itsenäistä ja asiakkaista riippumatonta tuotekehitystä.

Maantieteellisesti globaaleja elektroniikkamarkkinoita dominoi etenkin Kiina, jossa valmistettiin yli 40 % kaikesta maailman elektroniikasta vuonna 2013. 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. Myös Itä-Euroopan kustannuspositio on kohtuullinen palkkojen ollessa noin 30-40 % länsimaiden palkoista. Liiketoiminnan henkilöstöintensitiivisen luonteen ja

kehittyvien maiden ylivoimaisen kustannusposition takia emme odota muutoksia trendiin myöskään tulevaisuudessa vaan etenkin Aasian painoarvo sektorilla tulee erittäin suurella todennäköisyydellä pysymään kasvussa myös jatkossa.

Elektroniikkatuotannon jakautuminen maantieteellisesti 2013



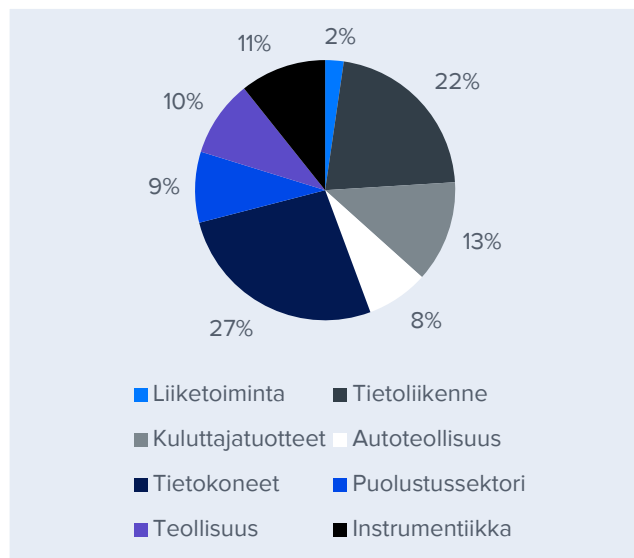
Lähde: Cluster Consulting Group

Markkina jakautuu useampaa erilaiseen segmenttiin

Elektroniikkamarkkinan segmenttejä tarkasteltaessa sijoittajien on olennaista ymmärtää niiden erilainen luonne. Etenkin kuluttajaelektroniikkasegmentissä (tietokoneet ja matkapuhelimet) toimituserät ovat valtavia (esim. iPhoneen kaltaiset massatuotteet). Siten suuret ja kustannustehokkaat sopimusvalmistajat dominoivat suurien segmenttien kilpailukenttää, sillä ne voivat mittakaavaetujensa avulla painaa pitkissä tuotantosarjoissa tuotteiden yksikkökustannukset erittäin alas. Kuluttajasegmenttien lisäksi tähän massatuotekategoriaan kuuluvat myös autoteollisuus ja osittain myös tietoliikennesektori.

Scanfilille tärkeässä ammattielektroniikassa, joka jakautuu useampaan pienempään segmenttiin (esim. teollisuus ja instrumenttiikka) toimituserät ovat huomattavasti pienempiä (ml. prototyypisarjat) ja toimitusajat nopeampia. Lisäksi tuotesykliä ovat pidempiä ja myös myynnin jälkeisen asiakaspalvelun tarve on massatuotteita suuremmassa roolissa. Tämä tekee kilpailukentästä erilaisen etenkin kuluttajaelektroniikkaan verrattuna, minkä myötä myös fokuoituneemmille pienemmillä pelureille jää toimintatilaa pienemmissä segmenteissä, jotka ovat kuitenkin Scanfilin liiketoiminnan mittakaavaan suhteutettuna erittäin suuria.

Globaalin elektroniikkamarkkinan segmentit 2013



Lähde: Custer Consulting Group

Globaalin elektroniikkamarkkinan kysyntää ajavat sähkölaitteiden yleistymisen, joka on taas seurausta väestön kasvun, elintason nousun, kaupungistumisen megatrendeistä. Näiden tekijöiden tukemana globaali elektroniikkamarkkina on kokonaisuutena kasvanut viime vuosina eri markkinalähteiden 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 kohtuullisen valoisalta. Omissa ennusteissamme odotamme globaalin elektroniikkamarkkinan kasvavan noin linjassa BKT:n kanssa, mikä tarkoittaa arviomme mukaan Eurooppaan noin 1-2 %:n ja Aasian noin 5-6 %:n markkinakasvua. Lähtökohtaisesti odotamme myös Scanfilin kaikkien asiakassegmenttien kasvavan suurin piirtein samaa vauhtia, sillä niitä tukevat samat mainitut megatrendit. Tietoliikennesektorin kysyntä tulee todennäköisesti kuitenkin myös jatkossa olemaan ammattielektroniikkaa huomattavasti volatiilimpaa verkkosukupolvien vaihteitaisten valmistumisaikataulujen takia.

Trendinä ulkoistamisen kasvu

Viime aikoina 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 tuotantoinvestointeja vähentämällä. Tästä syystä myös sopimusvalmistajien ja ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajien markkinakasvu on ollut viime vuosina 1-2 %-yksikköä yleistä elektroniikkamarkkinan kasvua voimakkaampaa. Arvioimme tämän trendin jatkuvan lähivuosien osalta viime vuosien tapaisena.

Sijoittajien kannalta huomioitavaa on, että segmenttien erilainen luonne on vaikuttanut myös tuotannon ulkoistamisasteeseen. Toistuvat ja suuret toimituserät on verrattain yksinkertaista ulkoistaa, minkä myötä kuluttajaelektroniikassa ulkoistamisaste on noussut varsin suureksi. Esimerkiksi ammattielektroniikassa ulkoistamisaste on matalampi pienempien, vaihtelevampien ja jatkuvampaa tuotekehitystä vaativampien toimituserien takia. Uskomme kuitenkin, että ulkoistamisen hyötyjen myötä ulkoistaminen kasvattaa suosiotaan myös matalamman ulkoistamisasteen segmenteissä, kun taas korkeamman ulkoistamisasteen segmenteissä sopimusvalmistajien markkinakasvu tulee todennäköisesti hakeutumaan nopeammin lopputuotteiden kysynnän kasvun tasolle.

Scanfilin painopistealueilla ammattielektroniikassa 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. Ammattielektroniikassa tuotekehitys kuuluu mielestämme lopputuotteen myyjän ydintoimintoihin, 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 sektorin trendeihin

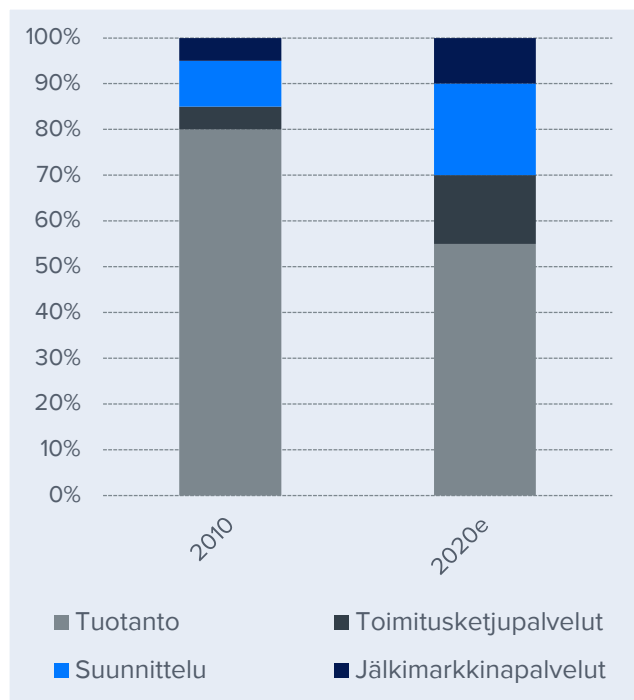
Scanfil on näkemyksemme mukaan asemoitunut markkinoille hyvin, sillä ammattielektroniikassa kasvun pitäisi vielä lähivuosina ylittää yleinen elektroniikkamarkkinan kasvu ulkoistamisasteen noustessa. Toisaalta huomautamme, että Scanfil on sille relevanttien markkinoiden kokoluokka huomioiden marginaalinen peluri toimialalla eikä yhtiön kasvupotentiaali ole suoranaisesti riippuvainen markkinoiden kasvusta.

Korostamme kuitenkin, että globaalin elektroniikkamarkkinan kasvun jatkuminen olisi mielestämme positiivista myös Scanfilin kannalta, sillä kokonaiskakun kasvaessa suuremmilta pelureilta jää

”katveeseen” helpommin niche-taskuja, joissa Scanfilin kaltaiset pienemmät yhtiöt pääsevät operoimaan kannattavasti. Lisäksi markkinakasvun hyötyminen olisi näkemyksemme mukaan melko todennäköisesti myös seurausta maailman yleisen talouskehityksen heikentymisestä, joka taas todennäköisesti vaikuttaisi Scanfilin nykyisten asiakkaiden tuotteiden kysyntään ja sitä kautta myös Scanfilin volyymeihin.

Arvioimme myös, että Scanfilin kokonaistoimituksiin painottuvan kattavan toimintamallin kasvattavan suosioitaan, sillä se avaa asiakkaille laajempia mahdollisuuksia keskittyä ydintoimintoihinsa ja optimoida resurssejaan kuin pelkkä tuotteiden kokoonpanon ulkoistaminen sopimusvalmistajalle. Näkemyksemme mukaan tämä korostuu juuri ammattielektronikassa, jossa tuotesykli ovat perinteisesti jossain määrin kuluttajasektoria pidempiä ja tuotekehitystarve jatkuvampaa. Näin ollen Scanfil on mielestämme asemoitunut elektroniikkamarkkinalla vallitseviin trendeihin nähden varsin hyvin. Lisäksi uskomme, että yhtiöllä on edellytyksiä laajentaa tarjontaansa myös lisäarvopalveluita kohti, jos asiakkaiden kysyntä sitä edellyttää.

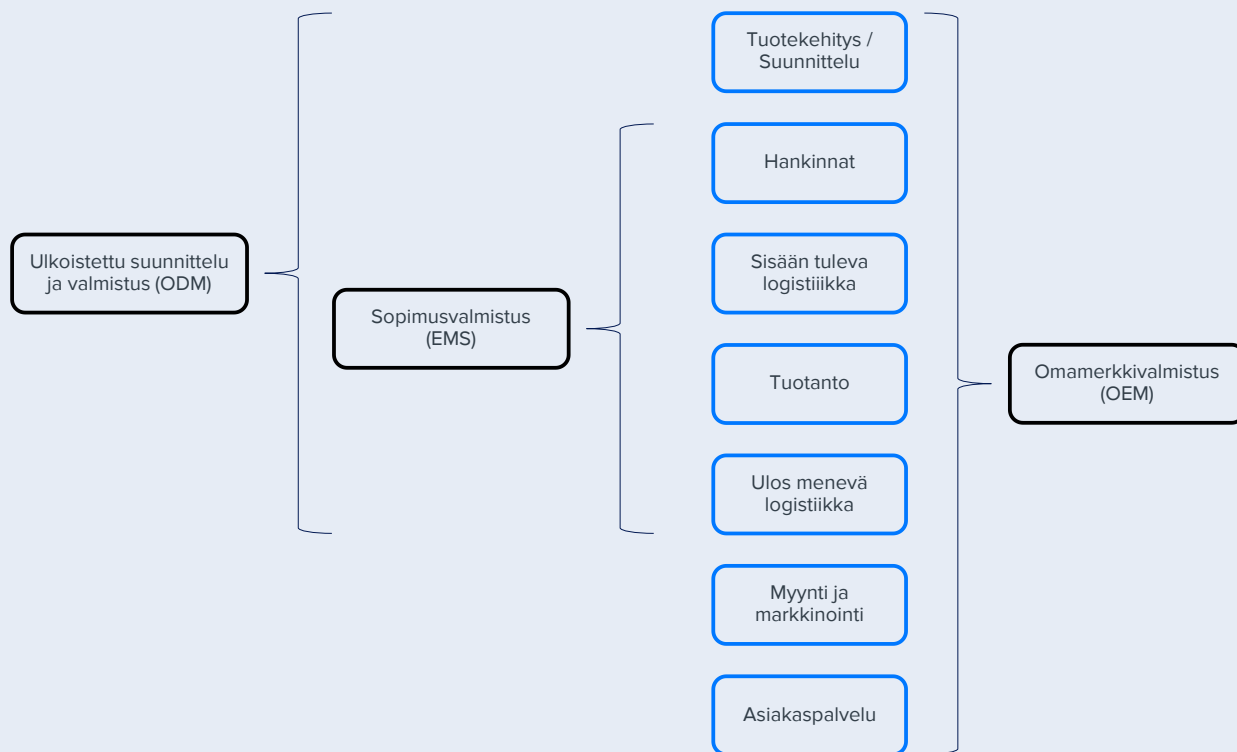
Sopimusvalmistajien tulojen jakautuminen



Lähde: Frost&Sullivan 360 degree on EMS, Partnertech, Inderes

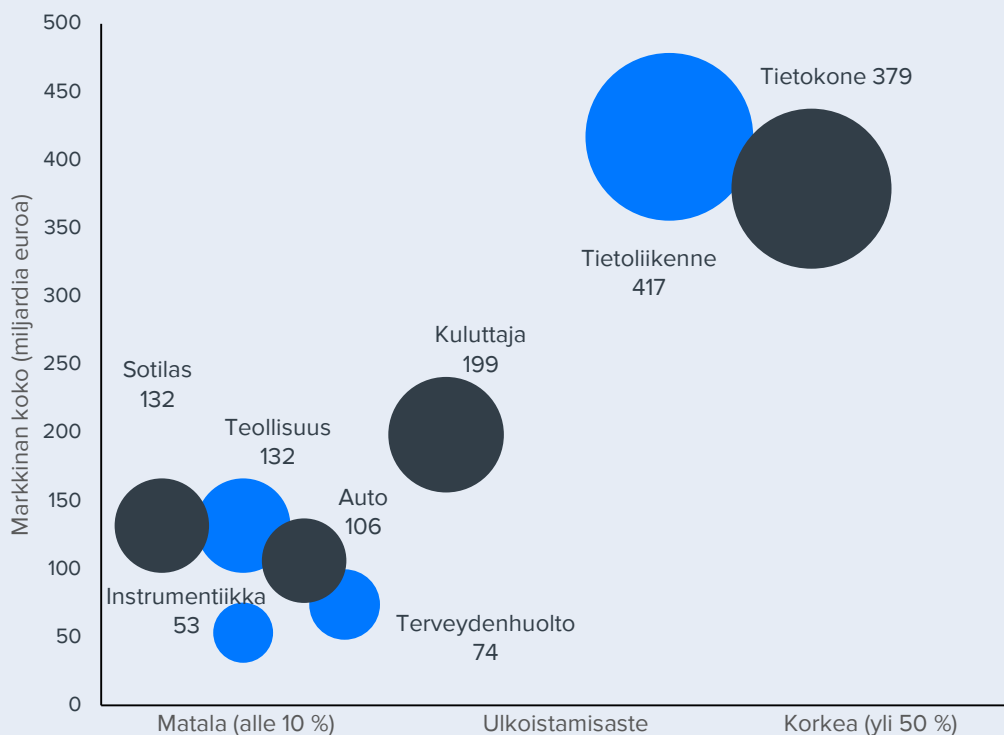
Scanfilin markkinat

Elektroniikan arvoketju



Lähde: Inderes

Elektroniikkamarkkinoiden jakautuminen segmentteihin



Lähde: Inderes

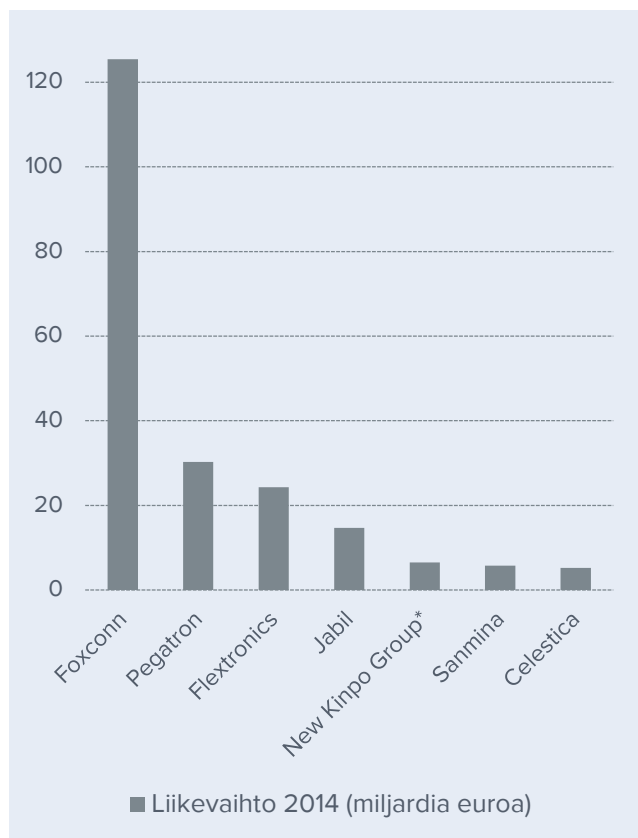
Kilpailukenttä

Sopimusvalmistajien fragmentoituneella kilpailukentällä toimii globaalien jättien takana satoja pieniä ja keskisuuria yhtiöitä. Globaalit jätit dominoivat mittakaavaetujensa turvin suuria tuotesegmenttejä, kun taas joustavammat pienet ja keskisuuret toimijat fokusoituvat pienempiin segmentteihin. Scanfilin pääkilpailijat ovatkin mielestämme juuri pieniä ja keskisuuria yhtiöitä, joilla on kuitenkin globaali toimintamalli. Kokonaisuutena kilpailutilanne on liiketoiminnan luonne huomioiden raadollinen, mutta kuten esimerkiksi Scanfil on viime vuosina osoittanut, tehokkaat ja hyvin fokusoituneet toimijat pysyvät tekemään markkinalla hyvää tulosta tästäkin huolimatta.

Suuret pelurit dominoivat kokonaismarkkinalla

Globaali ulkoistetun elektroniikkavalmistuksen toimijat jaetaan tyypillisesti kolmeen kategoriaan liikevaihdon perusteella. Ensimmäisessä kategoriassa ovat alan globaalit jätit, joiden liikevaihto on vähintään miljardi euroa. Tähän ryhmään kuului Market Manufacturing Insidersin mukaan vuonna 2014 noin 10-15 yhtiötä. Maailman suurimpia sopimusvalmistajia tai ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tuottajia vuonna 2014 olivat taiwanilainen Foxconn, taiwanilainen Pegatron, singaporelainen Flextronics, amerikkalainen Jabil ja taiwanilainen New Kinpo Group.

Maailman suurimmat sopimusvalmistajat



Lähde: CapitalIQ

Nämä yhtiöt ja muut globaalit suurpelurit toimivat lähes kaikilla elektroniikanmarkkinan segmenteillä. Yhteneväistä kuitenkin on, että suuryhtiöt omaavat paljon tuotantokapasiteettia eri mantereilla matalankustannustason maihin painottuen, minkä myötä ne saavat mittakaavaetuja massatuotannosta. Lisäksi suuryhtiöillä on laajat taloudelliset resurssit prosessikehitykseen sekä investointeihin, minkä myötä niiden teknologinen kyvykkyys on yleisesti korkealla tasolla. Suurpelurien heikkous on vastaavasti tuotannon ja rakenteiden tietty jäykkyys, minkä takia suuryhtiöiden kilpailuedut hupenevatkin eräkköjen pienentyessä.

Suuryhtiöt eivät ole Scanfilin relevantteinta kilpailijakuntaa, mutta täysin niitäkään ei mielestämme voi sulkea pois yhtiön kilpailijakenttää tarkasteltaessa. Tämä koskee etenkin tietoliikennesektoria, jossa esimerkiksi Foxconn on läsnä. Toisaalta esimerkiksi vuonna 2014 noin 4 miljardin dollarin liikevaihdon tehnyt Flextronicsin Industrial&Emerging Industries-divisioona sisältää yli 20 eri asiakassegmenttiä. Divisioonan pienimmät asiakassegmentit, jotka todennäköisesti sisältävät useita asiakkaita, ovat joitakin prosentteja divisioonan liikevaihdosta. Näin ollen divisioonan suurimmat asiakkaat ovat periaatteessa samassa kokoluokassa Scanfilin suurimpien asiakkaiden kanssa. Toistaiseksi Scanfil ei kuitenkaan ole vielä ammattielektroniikan puolella kohdannut kilpailussa alan jättiläisiä, mikä kuitenkin olisi yllä olevan esimerkin valossa mielestämme periaatteessa täysin mahdollista tulevaisuudessa. Arviomme mukaan yhä pienempien asiakkuuksien haaliminen vaatisikin suuryhtiöiltä etenkin ajatusmallimuutoksia, sillä teknisiä rajoituksia tähän ei käsityksemme mukaan ole.

Suuryhtiöiden takana on paljon pieniä ja keskisuuria pelureita

Toiseen kategoriaan kuuluvat näkemyksemme mukaan noin 200-1000 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevät yhtiöt, joilla on suuryhtiöitä pienemmästä koosta huolimatta globaali toimintamalli. Tässä kategoriassa yhtiöt ovat pääsääntöisesti keskittyneet johonkin tai joihinkin elektroniikkamarkkinan tuotesegmentteihin. Kuluttajille suunnatut massatuotteet ovat kuitenkin pääosin niiden toimitus- ja kustannuskilpailukyvyyn rajojen ulkopuolella. Tässä

kategoriassa yhtiöt ovat vielä riittävän joustavia pienempiin toimituseriin ja räätälöityyn asiakaspalveluun, mutta niillä on silti riittäviä resursseja globaalien asiakkaiden palvelemiseen. Näin ollen yhtiöt ovat tyypillisesti suuryhtiöitä enemmän läsnä asiakkaiden tuotekehitysprosesseissa ja kokonaistoimitukset ovatkin tyypillinen liiketoimintamallin runko tässä kategoriassa. Mielestämme Scanfil, joka oli Manufacturing Market Insiderin mukaan vuonna 2014 liikevaihdolla mitattuna maailman 48. suurin sopimusvalmistaja, kuuluu tähän kategoriaan. Myös Scanfilin relevanteimmat kilpailijat löytyvät tästä kategoriasta.

Kolmannessa kategoriassa ovat alle 200 MEUR:n liikevaihtoa tekevät paikalliset tai korkeintaan alueellisesti levittäytyneet tuottajat, joiden fokus on niin ikään jossakin tai korkeintaan muutamassa tuotesegmentissä. Kolmannen kategorian yhtiöiden resurssit ovat tyypillisesti suurempia yhtiöitä rajallisemmat, joten niiden tarjoama kokonaisuus on usein toisen kategorian yhtiöitä suppeampi. Kilpailussa pieniyhtiöt joutuvat hakemaan etunsa keskisuurten yhtiöiden tavoin joustavuudesta, ketteryudesta, erikoistuuksista ja nopeista läpimenoajoista, mikä edellyttää läsnäoloa asiakkaan lähellä. Scanfil kilpailee mielestämme myös tämän kategorian pelureiden kanssa etenkin Euroopassa.

Kokonaisuutena sopimusvalmistusmarkkina on erittäin fragmentoitunut, sillä pelkästään Euroopassa alalla toimii kymmeniä yhtiöitä. Aasiassa lukumäärä on luonnollisesti vielä reilusti suurempi ja globaalisti sopimusvalmistajien lukumäärä mitataankin sadoissa kappaleissa. Näin ollen markkina on kokonaisuutena erittäin fragmentoitunut, mikä tulee arviomme mukaan johtamaan tulevaisuudessa konsolidaatioon, kun alan vahvimmat pelurit pyrkivät parantamaan markkina-asemaansa ja hakemaan mittakaavaetuja.

Scanfilin pääkilpailijat ovat pieniä ja keskisuuria yhtiöitä

Scanfilin pääkilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan pienet ja keskisuuret toimijat sekä Euroopassa että Aasiassa. Huomattavaa on kuitenkin, että liiketoiminnan globaalista luonteesta huolimatta asiakassuhteissa paikallisuus on säilynyt toimialalla. Tästä syystä Scanfililla on esimerkiksi varsin paljon asiakkaitaan suomalaisia teknologiayhtiöitä, kun taas esimerkiksi ruotsalaisten kilpailijoiden asiakasportfolioissa on vahva Ruotsi-painotus. Arviomme mukaan tämä on seurausta erittäin pitkäaikaisista asiakassuhteista ja alhaisesta asiakasvaihuvuudesta, mikä taas johtuu asiakkaiden perspektiivistä suurista kustannuksista, joita vakiintuneen valmistajapartnerin vaihto voi aiheuttaa. Näin ollen sopimusvalmistussektorilla ei perinteisesti olekaan vaihdettu toimittajia kuin erityisen vakavien perustein (laatu- tai toimitusvarmuusongelmat tai kilpailukyvyyn menettäminen). Tämä taas vaikeuttaa kaikkien alan kaikkien pelurien kannalta uusasiakashankintaa, mutta toisaalta pienentää riskiä menettää nykyiset asiakkaat.

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

Scanfilin kilpailukentän pelureita

Yhtiö	Liikevaihto (MEUR)	Käyttökate-%	Omistus
Foxconn	126000	5,1	Listattu
Flextronics	24500	4,1	Listattu
Jabil	14800	5,0	Listattu
Sanmina	5800	5,0	Listattu
Celestica	5300	4,0	Listattu
Zollner*	860	9,9	Yksityinen
Enics*	417	4,5	Yksityinen
Neways	265	3,9	Listattu
Partnertech	237	0,1	Listattu
Scanfil	215	9,7	Listattu
Kitron	190	3,4	Listattu
BMK Group*	145	2,6	Yksityinen
Connect Group	125	3,1	Listattu
Hanza	110	1,1	Listattu
GPV*	98	6,9	Yksityinen
Note	96	4,1	Listattu
Hanpro*	60	-1,0	Yksityinen
Orbitone*	44	0,5	Yksityinen
Inission*	30	2,9	Yksityinen
Mediaani		4,0	

Listattujen yhtiöiden luvut vuodelta 2014, listaamattomien vuodelta 2013

Lähde: CapitalIQ, Reed Electronics Research

Scanfilin kannattavuustaso on kilpailijakentän selvästi parasta luokkaa, mikä kertoo mielestämme yhtiön laadusta ja kilpailukyvyistä. Yleisesti alan eurooppalaisten pienten ja keskisuurten pelurien kannattavuustaso on marginaaleilla mitattuna varsin heikko, mikä on mielestämme osaltaan seurausta sopimusvalmistuksen vaikeasta arvoketjuasemasta ja rajusta kilpailusta. Toisaalta heikkoihin kannattavuuksiin löytyy todennäköisesti myös sisäisiä syitä yhtiöiden omista rakenteista. Lisäksi huomautamme ohuita marginaaleja tarkasteltaessa, että sopimusvalmistus sitoo vain rajallisesti pääomia. Näin ollen kohtuullisen ohuetkin marginaalit saattavat riittää kaksinumeroiseen sijoitetun pääoman tuottoon, mikä on mielestämme tämän tyyppisille teollisuusyhtiöille jo kohtuullinen taso.

Scanfilin kannattavuus on erittäin hyvä myös alan suuryhtiöihin verrattuna, mutta huomautamme, että liiketoiminnan skaalan ja sektorien kasvaessa kannattavuus helposti laimentuu. Tämä johtuu siitä, että yleensä kannattavuusmarginaaleilla mitattuna kannattavimpia toimituksia ovat pienet ja/tai nopeasti toimitettavat erät, joihin suuryhtiöillä ei ole toimituskykyä tai -halua. Suuryhtiöiden tavoite onkin arviomme mukaan maksimoida

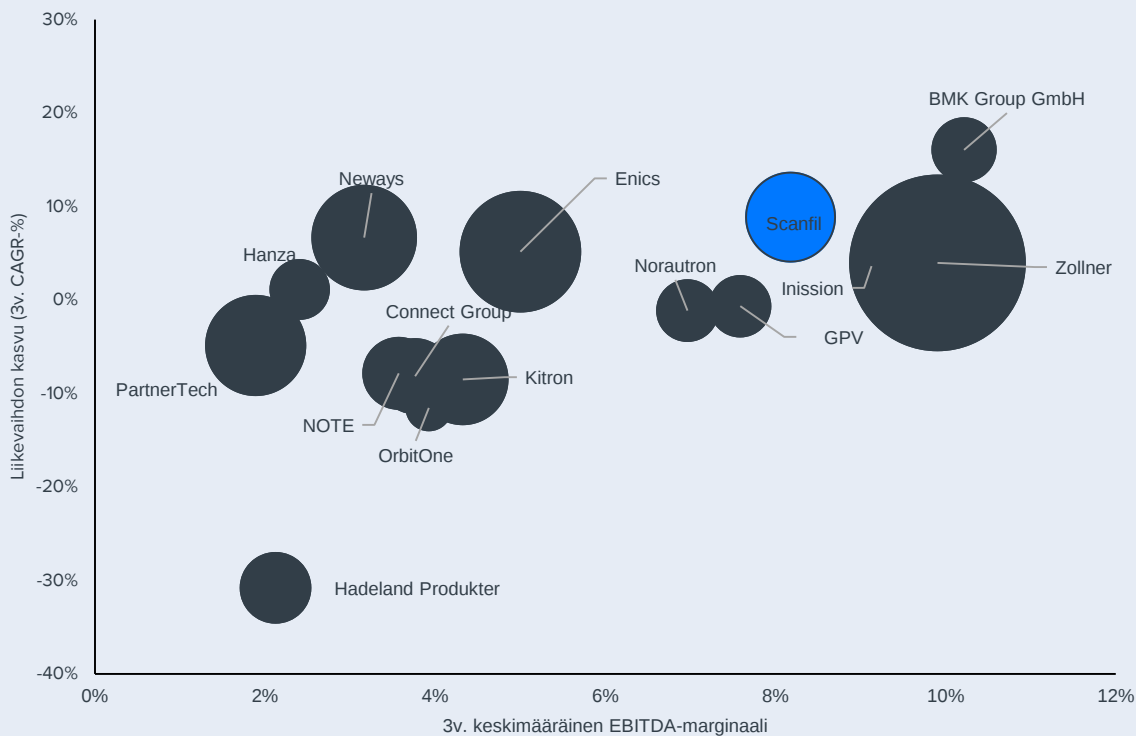
liikevaihdon ja tuloksen absoluuttista määrää sekä sitä kautta pääoman tuottoa, joka onkin mielestämme mittari, jolla Scanfiliä tulisi verrata alan suurpelureihin.

Kokonaisuutena sopimusvalmistusmarkkinan kapasiteetti on mielestämme kohtuullisien hyvin tasapainossa kysynnän kanssa eikä alalla ole merkittävää ylikapasiteettia. Tästä on pitänyt huolen elektroniikan kasvu-uralla pysynyt lopputuotekysyntä ja toisaalta ulkoistamistrendi, joka on vauhdittanut sopimusvalmistajien kasvumahdollisuuksia. Toisaalta myös tuotantolaitosten sulkeminen on verrattain yksinkertaista ja edullista, koska toimiala ei ole erityisen pääomaintensiivinen ja käyttökelpoiset koneet ja laitteet ovat varsin helposti siirrettävissä. Etenkin kehittyvillä markkinoilla myös työvoimasta eroon hankkiutuminen on verrattain helppoa ja edullista. Nämä tekijät estävätkin mielestämme osittain kroonisen ylikapasiteettiongelman syntymistä alalle, sillä yhtiöt voivat lakkauttaa elinkelpoisuutensa menettäneitä yksiköitä verrattain helposti.

Kokonaisuutena arvioiden Scanfilille relevanttien sopimusvalmistussektorien kilpailutilanne on mielestämme raadollinen eikä markkinalta ole saatavissa mitään ilmaiseksi. Toisaalta markkinatilanne ei estä hyvän tuloksen tekemistä, minkä muun muassa Scanfil on viime vuosina osoittanut. Arvioimme markkinatilanteen ison kuvan pysyvän pitkälti tämän kaltaisena myös jatkossa.

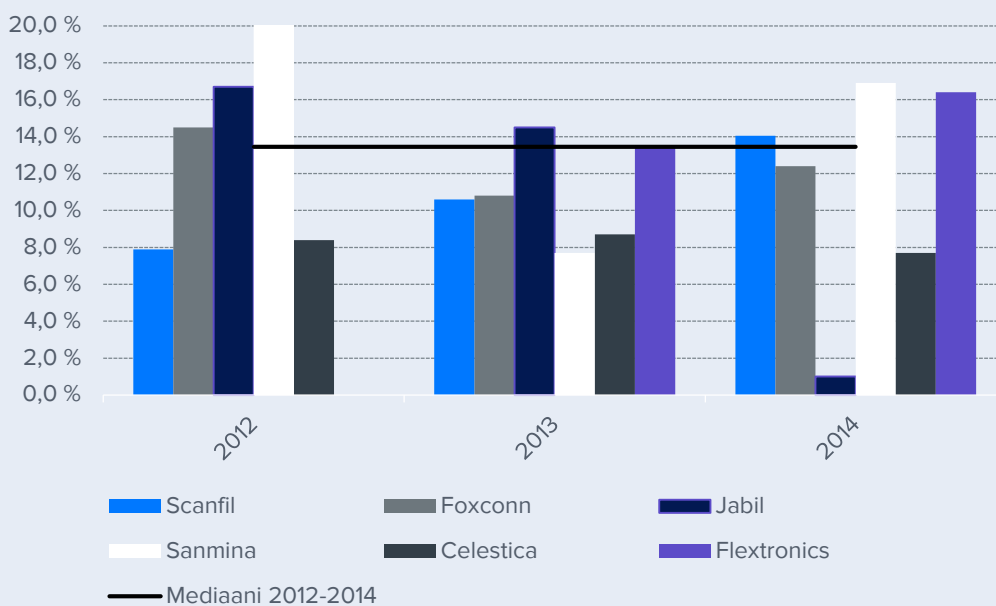
Scanfilin kilpailijoiden historiallinen kehitys

Scanfilin kilpailijoiden kannattavuuskehitys



Lähde: Inderes

Scanfilin ja globaalien EMS-jättien oman pääoman tuotto 2012-2014



Lähde: CapitalIQ

Strategia, kilpailuedut ja riskit

Scanfilin strategisena päämääränä on kannattava kasvu, mikä tarkoittaa arviomme mukaan markkinakasvua nopeampaa vuotuista kasvua ja sektorin parasta kannattavuustasoa. Kasvulle pohjan luo orgaaninen kasvu markkinoiden ja vahvojen avainasiakkaiden mukana, mutta myös epäorgaaninen laajentuminen yritysostoin kuuluu Scanfilin työkalupakkiin. Kasvu- ja kannattavuustavoitteiden kannalta Scanfilin keskeisiä kilpailuetuja ja vahvuuksia ovat mielestämme vertikaalisesti integroitunut kokonaistoimituskonsepti, tuotannon joustavuus ja tehokkuus sekä teknologinen osaaminen. Scanfilin suurimpina riskeinä pidämme vastaavasti keskittynyttä asiakaskuntaa, rajallista hinnoitteluvoimaa ja kysynnän vaihtelua.

Strategia

Yhtiö hakee kannattavaa kasvua

Strategiseksi päämääräkseen Scanfil mainitsee kannattavan kasvun. Koska yhtiöllä ei ole taloudellisia tavoitteita (pl. osinkopolitiikka) päämäärää on vaikea kääntää numerotasolle. Arviomme kuitenkin, että yhtiö pyrkii markkinakasvua nopeampaan vuotuiseseen kasvuun ja toimialan parhaaseen suhteelliseen kannattavuuteen. Näkemyksemme mukaan 10 %:n käyttökatemarginaali (EBITDA-%) on realistinen tavoite sektorin parhaille toimijoille, kun huomioidaan sopimusvalmistajien haastavan arvoketjuaseman myötä heikko hinnoitteluvoima sekä toisaalta liiketoiminnan rajalliset pääomavaatimukset.

Scanfilin strategian keskiössä ovat pitkäaikaiset asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa sekä vertikaalinen integraatio, jonka avulla Scanfil voi kattaa mahdollisimman suuren osan asiakkaan arvoketjusta. Pidämme valittua lähestymistapaa järkevänä, sillä se asemoi Scanfilin hieman kauemmas suoraviivaisesta kokoonpanotoiminnasta, jossa hinta on mielestämme merkittävin kilpailuvaltti. Toisaalta rajallinen lisäarvopalveluiden tarjonta on mielestämme perusteltua, sillä taloudellisesti kannattavia lisäarvopalvelumalleja on ainakin toistaiseksi ollut vaikea löytää. Arviomme mukaan Scanfil pystyy kuitenkin laajentamaan lisäarvopalveluihin verrattain nopeasti, jos asiakaskentästä löytyy niille todellista kysyntää.

Scanfil on sitoutunut kasvustrategiassaan globaalkiksi toimijaksi. Näkemyksemme mukaan maantieteellisen peiton laajentaminen ei ole kuitenkaan yhtiölle itsetarkoitus vaan lähinnä mahdollisuus, jos sen nykyiset asiakkaat laajentavat toimintaansa uusille alueille avaten uutta kasvualustaa myös Scanfilille. Potentiaalisimpia uusia alueita olisivat arviomme mukaan etenkin Intia ja Yhdysvallat, joihin laajentuminen voisi tulla kyseeseen etenkin keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä. Lyhyellä tähtäimellä yhtiöllä on arviomme mukaan mahdollisuuksia laajentaa toimintaansa myös nykyisillä tehtaillaan niiden lattiapinta-ala huomioiden, mikä onkin pääoman käytön kannalta kustannustehokas vaihtoehto. Nykyisiä tehtaita laajentamalla kasvu painottuisi

luonnollisesti Aasiaan ja Eurooppaan (etenkin Keski-Eurooppa).

Orgaaninen kasvu luo kasvulle pohjan

Orgaanista kasvua Scanfil hakee sekä uusilta että nykyisiltä asiakkailtaan. Mielestämme tämä on hyvä lähestymistapa, sillä yhtiöllä on asiakkaina alojensa huipputyhtiöitä, joiden mukana kasvaminen on houkutteleva mahdollisuus Scanfilille. Toisaalta pidämme kuitenkin myös uusasiakashankintaa tärkeänä, sillä yhtiön nykyinen asiakasportfolio on yhä varsin keskittynyt (kts. riskit), vaikka Scanfil on jo vuosia pyrkinyt kasvattamaan asiakkaidensa lukumäärää ja laventamaan sitä kautta myös liikevaihtojakaumaansa. Korostamme kuitenkin, että uusasiakashankinta on sektorin hyvän asiakaspysyvyyden takia haastavaa eikä siitä ole mielestämme odotettavissa erityisen nopeita tuloksia. Kolmantena elementtinä kasvustrategiaan kuuluu epäorgaaninen kasvu yritysostojen kautta.

Yritysostot kuuluvat strategiaan

Viime vuosina Scanfil on tehnyt yhden yritysoston, kun yhtiö osti saksalaisen Schaltex Systems GmbH:n huhtikuussa 2014. Kauppahinta (EV) pienten erikoissarjojen ja etenkin Life Science ja Medtech-segmenttiin tarjottavien tuotteiden valmistukseen ja testaukseen erikoistuneen Schaltex Systemsin liiketoiminnasta asettui 5,8 MEUR:oon. Vuonna 2013 Schaltex Systemsin liikevaihto oli 20,8 MEUR ja arviomme mukainen liikevoitto noin 1 MEUR. Näin ollen kauppahinta vastaa EV/S-kerrointa 0,3x ja arvioitua EV/EBIT-kerrointa 6x. Pidämme arvostustasoa erittäin edullisena ja kauppaa kokonaisuutena järkevänä Scanfilin kannalta, sillä se laajensi yhtiön liiketoimintaa Life Science ja Medtec-segmentissä (etenkin ThermoFisher-asiakkuus) ja toisaalta vahvisti yhtiön asemaa tärkeällä Saksan markkinalla. Korostammekin, että kyseessä oli etenkin liiketoimintaportfoliota laajentava kauppa, sillä Schaltexin liiketoiminnan integrointi Scanfilin ei tarjonnut merkittäviä kustannuspuolen synergioita.

Vaikka yritysostojen lopullinen järkevyys määräytyy toki tapauskohtaisesti ja se on olennaisesti riippuvainen liiketoiminnan laadusta sekä kauppahinnasta, suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti Scanfilin epäorgaaniseen

laajentumiseen. Perustelemme näkemystämme kolmella tekijällä: 1) yritysostojen kautta laajentuminen hajauttaa automaattisesti yhtiön edelleen kohtuullisen keskittynyttä asiakaskuntaa ja avaa uusia markkinoita 2) edullisen ostoksen integrointi preemiohinnoiteltuun Scanfilin luo potentiaalisesti omistaja-arvoa (ks. kappale arvostustaso) 3) velkavetoiset yritysostot auttaisivat yhtiötä pääomarakenteen optimoinnissa (ks. kappale kustannusrakenne ja taloudellinen asema). Myös fragmentoitunut sopimusvalmistusmarkkina tarjoaa mielestämme hyvät lähtökohdat epäorgaaniseen laajentumiseen.

Lähtökohtaisesti arvioimme, että etenkin maantieteellisen laajentumisen Scanfil tulee toteuttamaan yrityskauppavetoisesti. Tämä johtuu siitä, että yritysoston kautta mukana tulee automaattisesti asiakkuuksia, minkä lisäksi Scanfil voisi täyttää ostettavan tehtaan tai tehdaskokonaisuuden kapasiteettia tuomalla volyymejä kasvavilta avainasiakkailta. Vastaavasti greenfield-investoinnissa uuden tehtaan työkuorma voisi jäädä aluksi ainoastaan vanhojen avainasiakkuuksien kasvun myötä helposti liian matalaksi, mikä taas johtaisi pitkään tuotannon ylösajoprosessiin. Tämä aiheuttaisi aikaviiveen investointikustannusten ja liiketoiminnan tuottamien positiivisten kassavirtojen ajoittumisen väliin. Näin ollen suhteessa Scanfilin oman liiketoiminnan kokoluokkaan maltillinen yritysostovetoinen laajentuminen olisi mielestämme tehdasinvestointia, joka vaatisi arviolta 10-20 MEUR:n panostuksen, matalariskisempi vaihtoehto.

Kilpailuedut

Kilpailuetu toimintamallin toteuttamisessa

Koska Scanfil on sopimusvalmistusliiketoiminnan mittakaavat huomioiden pieni yhtiö, sen pitää hakea kilpailuetunsa joustavuudesta ja ketteryydestä. Scanfilin kilpailuetu on mielestämme parhaimmillaan vaativissa ja toistuvissa mutta kuitenkin verrattain pienissä toimitussarjoissa, joissa yhtiö pääsee soveltamaan kokonaistoimitusmalliaan. Muistutamme, että Scanfilin tarjoama kokonaistoimitusmalli ei ole sinällään ainutlaatuinen vaan myös keskeisillä kilpailijoilla on pääpiirteiltään vastaavia malleja. Näin olleen itse toimintamalli ei ole mielestämme kestävä kilpailuetu vaan Scanfilin vahvuudet ovat etenkin mallin toteuttamisessa.

Vaativissa kokonaistoimituksissa Scanfilin tuotantosarjojen volyymi ei ole riittävän houkutteleva suurempien kilpailijoiden perspektiivistä. Toisaalta kaikki pienemmät ja lokaalimmat kilpailijat eivät ole Scanfilin tavoin vertikaalisesti integroituneita. Integroiduissa kokonaistoimituksissa Scanfilin tuotteeseen luoma arvo on korkeimmillaan ja tätä kautta yhtiö kokonaistoimituksissa useamman marginaalin (esim. hankinta, valmistus, integrointi ja testaus). Tämä tekee niiden marginaaliprofilista suppeampia toimituksia

houkuttelevamman. Lisäksi arvioimme, että Scanfil pystyy verrattain pienissä, vaativissa ja toistuvissa toimitussarjoissa rakentamaan pitkäaikaisia asiakassuhteita strategiansa mukaisesti. Tämän myötä yhtiö pystyy siirtämään asiakkaan fokusta yksikkökustannuksista kohti tuotteen pitkän aikavälin kokonaiskustannuksia. Tämä on mahdollista etenkin useampaan pienempään asiakassegmenttiin jakautuvassa ammattielektroniikan sektorilla, jonne yhtiö on näkemyksemme mukaan järkevästi asemoitunut. Pitkällä aikavälillä kestävä kilpailuetu sopimusvalmistussektorilla on kuitenkin mielestämme haastavaa luoda rajallisten differentioitumismahdollisuuksien takia.

Mielestämme Scanfilin kilpailuedut ja vahvuudet voidaan tiivistää seuraavasti:

- Vertikaalisesti integroitunut kokonaistoimituskonsepti
- Kilpailukykyinen kokonaistarjonta
- Tuotannon joustavuus, ketteryyden ja kustannustehokkuus
- Teknologinen osaaminen

Pitkä historia luo liiketoiminnalle vahvan pohjan

Lisäksi Scanfilin eduksi voidaan mielestämme todeta se, että yhtiöllä on pitkä yli 40 vuoden kokemustoimialalta, jonka aikana Scanfil on pystynyt rakentamaan vakaan toimittaja-aseman useiden avainasiakkaiden keskuudessa. Yleensä toimittaja-aseman parantumisen sopimusvalmistuksesta avaintoimittajaksi, kumppaniksi, systeemitoimittajaksi ja valmistusyhteistyöpartneriksi voi viedä jopa 10-15 vuotta. Tämä rajoittaa jossain määrin kilpailua ja vaikeuttaa etenkin uusien pelurien pyrkimyksiä päästä Scanfilin markkinasegmentteihin tai avainasiakkuuksiin. Näin ollen yhtiön pitkä historia yhdessä tehokkaan kustannusrakenteen kanssa luovat Scanfilin liiketoiminnalle vahvan perustan, mutta näiden tekijöiden merkitystä on vaikea arvottaa numeerisesti.

Merkittävimmät riskit

Keskeisen asiakkaan menettäminen on mielestämme yksi Scanfilin tärkeimmistä riskeistä. Vaikka yhtiö on viime vuosina pyrkinyt systemaattisesti laajentamaan asiakaskuntaansa, vuonna 2014 Scanfilin suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta vielä 24 %, toiseksi suurin 11 % ja kolmanneksi suurin 10 % (kolme suurinta yhteensä 45 %). Vastaavasti yhtiön 10-15 avainasiakasta toivat liikevaihdosta arviolta 80-90 %. Näin ollen Scanfilin asiakaskunta on kiistatta yhä erittäin keskittynyt, mikä pitää asiakasriskin korkeana. Suuren asiakkaan äkillinen menettäminen aiheuttaisikin merkittävän loven Scanfilin liikevaihtoon. Tätä yhtiön olisi vaikea paikata nopeasti ja toisaalta kulurakenteissa on rajallisesti joustovaraa lyhyellä

tähtäimellä, joten liikevaihdon putoaminen pilaisi todennäköisesti myös yhtiön tuloksen joksikin aikaa. Muistutamme myös asiakkaiden menettämisen lisäksi on riski, että Scanfilin merkittävät asiakkaat kohtaavat vaikeuksista omissa liiketoiminnoissaan, mikä voi heijastua niin ikään negatiivisesti Scanfilin. Korostamme kuitenkin, että Scanfil on onnistunut rakentamaan pitkäaikaisia asiakassuhteita eikä yhtiö ole koskaan menettänyt avainasiakkaita. Näin olleen yhtiön track-record on tässä suhteessa erittäin hyvä, mutta riskin aiheuttamat vaikutukset olisivat kiistatta suuret.

Hinnoitteluvoima on mielestämme riski Scanfilille, sillä yhtiö sijaitsee arvoketjussa haastavassa paikassa suurten komponenttitoimittajien ja teknologia-yhtiöiden välissä. Näin ollen yhtiön hinnoitteluvoima on molempiin suuntiin arvoketjua heikko, minkä myötä yhtiöllä voisi olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, jos lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat laskupaineita tai komponenttien ja raaka-aineiden hinnat nousupaineita. Historiallisesti Scanfilin myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, mikä lisää luottamustamme myös tulevaisuuden suhteen. Lisäksi Scanfil on suojautunut hinnoitteluriskiä vastaan jossain määrin myös sopimusteknisin klausulein.

Kysynnän vaihtelu on sopimusvalmistussektorilla tyypillistä, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia puskuroimaan oman loppukysyntänsä vaihtelua, joka voi johtua esimerkiksi makrotalouden kehityksen ennakoinnista muutoksista. Avainasiakkaidensa kanssa Scanfililla on pitkän aikavälin puitteet määrittävät runkosopimukset, jotka tarkentuvat ei-sitoviksi vuosi- ja kuukausitasen ennusteiksi ja sitoviksi tilauksiksi yleensä vasta 4-6 viikkoa ennen toimitusta. Komponentit Scanfil joutuu kuitenkin hankkimaan ennen ennusteiden muuttumista tilauksiksi. Vaikka runkosopimusten ehtojen mukaan asiakkaat kantavatkin lyhyen aikavälin ennusteiden pohjalta tehtyjen etupainotteisten raaka-aineostoihin liittyvää riskiä ennusteiden pettäessä (ts. asiakas sitoutuu ostamaan komponenttivaraston), Scanfilin omien resurssien (esim. henkilöstö) suhteen kysynnän vaihtelun riski on täysin yhtiön kannattavana. Näin ollen kysynnän vaihtelut voivatkin vaikuttaa Scanfilin kannattavuuteen negatiivisesti.

Scanfilin asiakassegmenteistä kysynnän vaihtelu on perinteisesti ollut rajuinta tietoliikennesektorilla, jonka pienentynyt paino portfolioissa rajoittaa myös Scanfilin altistumista tälle riskille. Pidemmällä tähtäimellä Scanfilillä on mielestämme kohtuulliset mahdollisuudet sopeuttaa kulurakennettaan kysynnän muutoksiin, mistä kertoo mielestämme se, että yhtiö ei ole vajonnut koskaan liiketappiolle vuositasona. Näin ollen kysynnän vaihtelu on mielestämme etenkin lyhyen tähtäimen riski.

Muutokset kilpailukentässä voivat näkemyksemme mukaan lisätä kilpailua Scanfilin kannalta houkuttelevimmissa asiakassegmenteissä. Tähän ajurina voisi olla esimerkiksi monien sopimusvalmistajien kroonisesti heikko kannattavuus, mikä voi pakottaa heikompia pelureita asemoitumaan uusiin liiketoimintoihin.

Toisaalta kilpailupaineen kasvua voi tulla myös sektorin globaaleilta jäteiltä, jotka voisivat pyrkiä tulevaisuudessa yhä voimakkaammin Scanfilin ydinsegmenttiin ammattielektroniikkaan. Nämä muutokset kilpailukentässä taas voisivat laskea hintoja ja volyymejä Scanfilin asiakassegmentissä, mikä olisi negatiivista yhtiölle.

Toisaalta kilpailukenttä Euroopassa voisi muuttua myös, jos Scanfilin eurooppalaiset asiakkaat siirtäisivät tuotannon painopistettään entistäkin voimakkaammin ja nopeammin kehittyville markkinoille (etenkin Aasia). Tämä voisi vaikuttaa Scanfilin Euroopan toimintojen kannattavuuteen, vaikka Aasian tehtaiden kasvava kysyntä paikkaisikin tilannetta jossain määrin konsernitasolla. Lähtökohtaisesti emme kuitenkaan odota suuria ja äkillisiä muutoksia kilpailukentässä lähivuosina, joten siinä mielessä tämä riski on mielestämme rajallinen.

Kehittyviin markkinoihin liittyvät tyypilliset

liiketoimintariskit (esim. lainsäädäntö, työvoiman hinta ja saatavuus) koskettavat mielestämme myös Scanfilia, sillä yhtiön liikevaihdosta 40 % tulee Kiinasta. Mielestämme Scanfilin riskejä tässä kategoriassa rajoittaa kuitenkin merkittävästi se, että yhtiön asiakkaat ovat pääosin vakiintuneita länsimaisia toimijoita. Lisäksi Scanfilillä ei myöskään ole merkittäviä valuuttariskejä (ml. translaatio- ja transaktioriskit) poiketen monista muista kehittyvissä maissa toimivista yhtiöistä. Siten pidämme kehittyviin markkinoihin liittyvää riskiä suhteellisen pienenä Scanfilille.

Komponenttien saatavuus on Scanfilin liiketoiminnan kannalta olennaista, sillä yhtiö ei valmista itse komponenttejaan. Poikkeustilanteissa (esim. luonnonkatastrofit) komponenttien saatavuus voisi heikentyä, mikä saattaisi aiheuttaa Scanfilille ongelmia komponenttien saatavuuden, laadun ja hinnan suhteen. Lähtökohtaisesti pidämme kuitenkin tämän riskin todennäköisyyttä pienenä ja vaikutusaikaa rajallisena, joten emme näe riskiä erityisen suurena Scanfilin kannalta.

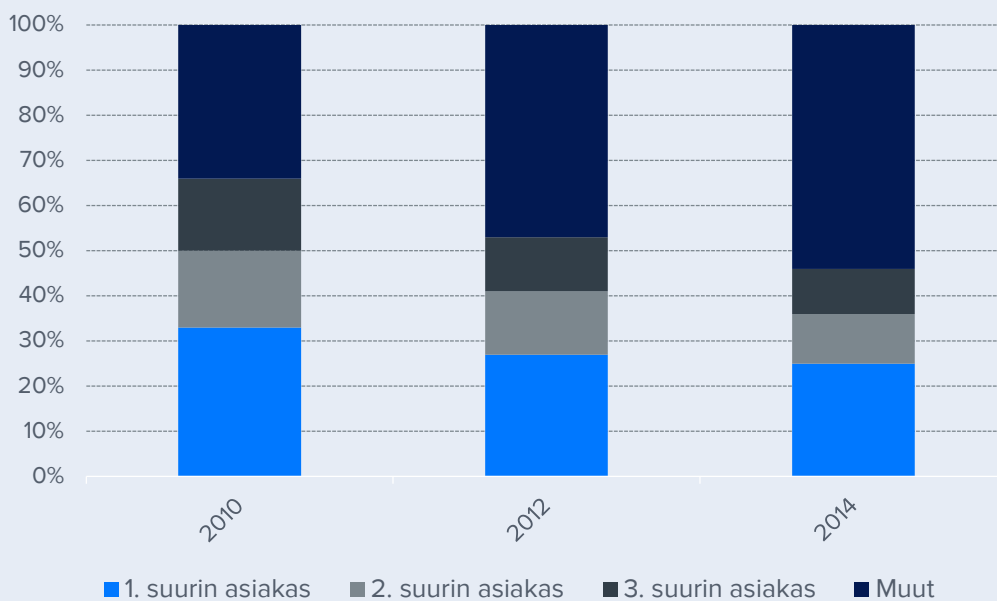
Scanfilin strategia

Scanfilin kasvuajurit



Lähde: Inderes

Scanfilin asiakasrakenteen kehitys 2010-2014



Lähde: Scanfil

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

Sopimusvalmistusliiketoiminta on verrattain henkilöintensiivistä, mikä näkyy Scanfilin kulurakenteessa korkeana myyntikatteena ja suurina kiinteinä kuluina. Arviomme mukaan kustannusrakenteen skaalautuvuus on kuitenkin rajallinen, sillä liikevaihdon kasvu edellyttää myös henkilömäärän kasvattamista. Kokonaisuutena Scanfilin kulurakenne on mielestämme erittäin kilpailukykyinen ja se on yksi yhtiön vahvuuksista. Myös yhtiön rahoitusasema on erittäin vahva ja tase on mielestämme ylikapitalisoitunut, minkä myötä Scanfililla on erinomaiset mahdollisuudet joko yrityskauppavetoiseen kasvuun tai osingonjakosuhteen tuntuvaan nostoon lähivuosina.

Kustannusrakenne

Kolme merkittävää kuluerää

Scanfilin käteiskulujen rakenne jakautuu kuuteen erään, jotka ovat aineiden ja tarvikkeiden käyttö, henkilöstökulut, liiketoiminnan muut kulut, liiketoiminnan muut tuotot, valmistus omaan käyttöön ja valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varaston muutos. Lisäksi liike tulosta rasittavat luonnollisesti poistot, mutta tämä erä on luonnollisesti laskennallinen eikä sillä ole kassavirtavaikutusta. Tutkimukseen ja tuotekehitykseen Scanfil käyttää lähinnä henkilöresursseja ja jossain määrin ohjelmistoja, joten sitä ei ole erikseen huomioitu kulurakenteessa. Mielestämme tämä on täysin normaalia, kun huomioidaan liiketoiminnan luonne, jossa tuotekehitystä tehdään etenkin yhteistyössä asiakkaiden kanssa.

Kustannuksista Scanfil raportoi kvartaalitasolla vain kulut (sis. aineet ja tarvikkeet, henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut), mikä tekee kustannusrakenteen läpinäkyvyydestä erittäin heikon kvartaalitasolla. Näin ollen keskitymmekin kustannusrakenteen tarkastelussa vuositaseeseen, josta on saatavissa tilinpäätöksen liitetietojen kautta melko yksityiskohtaista tietoa.

Scanfilin kustannusrakenteessa on käytännössä kolme merkityksellistä erää eli aineiden ja tarvikkeiden käyttö, henkilöstökustannukset ja liiketoiminnan muut kulut. Valmistus omaan käyttöön on ollut viime vuosina nollaerä eikä varaston muutoksella lähtökohtaisesti pitäisi olla vuositaseella konsernin mittakaavassa merkitystä. Kvartaalituloksiin varaston arvonmuutos voi kuitenkin vaikuttaa, sillä Scanfil varautuu Q2:n ja Q3:n kausiluontoisesti parempaan kysyntään Q1:llä ja Q2:n aikana. Näin ollen varaston arvonmuutos on historiallisesti parantanut hieman H1:n tulosta, mutta vuositaseella sen vaikutus on jäänyt pääosin neutraaliksi H2:n tasoitavan vaikutuksen takia. Liiketoiminnan muita tuottoja Scanfil on saanut erinäisistä lähteistä viime vuosina varsin tasaisesti alle 0,5 MEUR vuodessa (pl. vuosi 2012, jolloin yhtiö sai

suuremman vahingonkorvauksen Ojala-Yhtymältä sulautumissopimuksen peruuntumisesta), joten niiden merkitys konsernin tuloksen kannalta on hyvin rajallinen. Näin ollen keskitymmekin yhtiön kulurakenteen tarkastelussa aineisiin ja tarvikkeisiin, henkilöstökuluihin, liiketoiminnan muihin kuluihin sekä poistoihin, jotka ovat kattaneet viime vuosina Scanfilin liiketoimintakulut (liikevaihdon ja liike tuloksen erotus) käytännössä kokonaan.

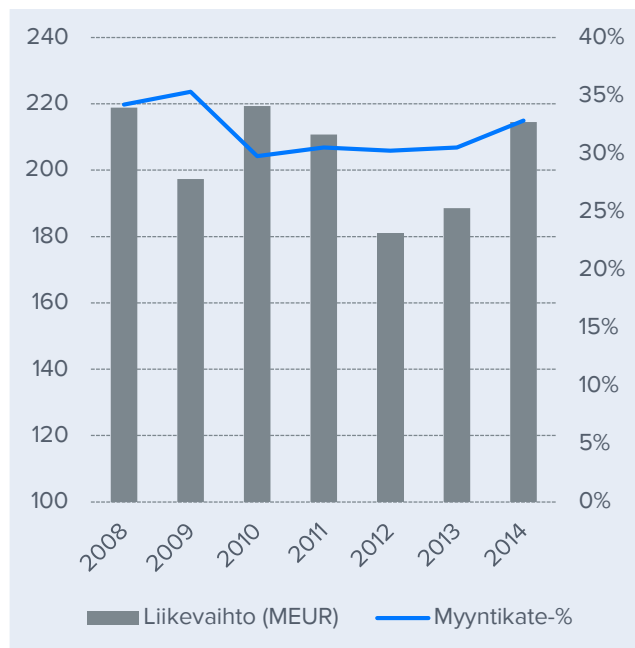
Vakaa myyntikate arvoketjuasemasta huolimatta

Selvästi suurin erä Scanfilin kulurakenteessa on aineiden ja tarvikkeiden käyttö, joka on muuttuva eli liikevaihdon määrästä riippuvainen kuluerä. Aineiden ja tarvikkeiden käyttö on historiallisesti ollut noin 65-70 % Scanfilin liikevaihdon eli käänteisesti Scanfilin myyntikate (ts. Scanfilin luoma lisäarvo) on vuosien 2001-2014 aikana liikkunut 30-35 %:n välillä. Vuonna 2014 Scanfilin myyntikate nousi lähes 2,5 %-yksikköä 32,8 %:iin, mikä johtui näkemyksemme mukaan lievistä tuotemixin organisesta parantumisesta (integroitavien tuotteiden osuuden kasvu) ja toisaalta Schaltex-yritysoston kautta tulleesta todennäköisesti korkean myyntikatteen "high mix low volume"-osuuden kasvusta.

Pidämme Scanfilin historiallista myyntikatetasoa varsin korkeana, minkä myötä yhtiön kulurakenteessa pitäisi periaatteessa olla jonkun verran skaalautuvuutta, jos yhtiö pystyy kasvattamaan liikevaihtoaan. Perinteisesti myyntikatteeseen voi vaikuttaa tämän tyyppisessä liiketoiminnassa etenkin hinnoittelulla, mitä kuvaa mielestämme se, että Scanfilin myyntikate on ollut verrattain vakaa pitkällä aikavälillä liikevaihdon melko suurista vaihteluista huolimatta. Sen sijaan historiallisen datan perusteella työkuorma ei vaikuta olennaisesti materiaalien käytön tehokkuuteen ja siten myyntikatteeseen sopimusvalmistuksessa toisin kuin esimerkiksi kapasiteetin käyttöaste prosessiteollisuudessa.

Toinen keino myyntikatteen nostamiseen on tuotemixin painottaminen kohti korkeamman lisäarvon tuotteita, joiden myyntikate on yleensä korkeampi. Scanfilin tapauksessa tämä tarkoittaisi käytännössä integroitavien tuotteiden osuuden kasvattamista. Arviomme tämän olevan Scanfilin tapauksessa lähinnä jatkuva prosessi, jonka suhteen yhtiö toteuttaa hetkellisten liiketoimintamahdollisuuksien mukaan.

Scanfilin liikevaihto ja myyntikate 2007-2014



Lähde: Scanfil

Scanfilin arvoketjuasema suurien komponenttitoimittajien ja toisaalta yhtiötä selvästi isompien ja keskittyneempien asiakkaiden välissä on kiistatta haastava eikä se mielestämme tarjoa merkittävää hinnoitteluvoimaa hintojen tai toisaalta maksuehtojen suhteen kumpaankaan suuntaan arvoketjua. Lisäksi sopimusvalmistuksessa kilpailu on rajua ja differentioitumismahdollisuudet rajalliset, mikä laskee hinnoitteluvoimaa entisestään suhteessa tavarantoimittajiin ja asiakkaisiin. Tätä taustaa vasten ei ole yllättävää, että Scanfil on tehnyt korkeimmat myyntikatteensa 2000-luvun alkupuolella tietoliikennesektorin vahvoina vuosina, kun kilpailu oli rajallisempaa ja hinnoittelu siten helpompaa. Korostamme kuitenkin, että hinnoittelun haastavista lähtökohdista huolimatta korkean ja etenkin yllättävän vakaan myyntikatteen myötä, Scanfilillä näyttää olevan kohtuullinen asema asiakkaiden ja tavarantoimittajien välissä ruuvipenkissä. Luotamme myös yhtiön pystyvän säilyttämään myyntikatteensa jatkuvista hintapaineista huolimatta historiallisilla tasoillaan 32-34 %:ssa, kunhan yhtiö pystyy uudistumaan ja pitämään pitkällä aikavälillä tuotemixinsa lisäarvon vähintään nykyisellä tasolla.

Sopimusvalmistus on henkilöstöintensiivistä

Vaikka sopimusvalmistajien tuotantolinjoilla automaation määrä on kasvanut, sitoo tuotanto edelleen merkittävän määrän työvoimaa. Henkilöstöä Scanfililla on yhteensä noin 1800, joista työntekijöitä oli noin 1400 ja toimihenkilöitä vajaat 400. Kokonaisuutena henkilöstökulut (sis. palkat ja sivukulut) ovat kattaneet noin 14-15 % Scanfilin liikevaihdosta viime vuosina. Vuonna 2014 Scanfil oli skaalan ylärajalla, mikä tosin näkemyksemme mukaan johtui pääosin Schaltex-yritysostosta, kun henkilöstömäärän kasvu noin 80 hengellä korkeiden palkkakustannuksen Saksassa nosti koko yhtiön keskipalkkoja.

Näkemyksemme mukaan henkilöstökulut ovat osittain kiinteitä ja osittain muuttuvia. Lyhyellä aikavälillä henkilöstökulut ovat kiinteitä, mutta jo joidenkin viikkojen varoitusaajalla Scanfil voi toimintamaidensa lainsäädäntö (pl. Saksa) huomioiden sopeuttaa henkilöstökuluja kysynnän vaihteluihin ainakin osittain lomautuksilla ja vastaavilla työaikajärjestelyillä. Irtisanomismahdollisuus tekee taas henkilöstökuluistakin muuttuvia pitkällä tähtäimellä. Toisaalta sopimusvalmistuksen henkilöstöintensiivisyyden takia on mielestämme perusteltua olettaa, että liikevaihdon kasvu vaatii jossain määrin myös henkilöstöresurssien kasvattamista. Lyhyisiin kysyntäpiikkeihin Scanfil sopeutua ylityöjärjestelyillä, mitkä tosin nostavat yksikkökustannuksia ylityökorvausten takia. Pidemmällä aikavälillä nousevaan kysyntään Scanfil taas joutuu näkemyksemme mukaan vastaamaan palkkaamalla uutta henkilöstöä, mistä myös viime vuosien liikevaihdon kasvun ja henkilöstömäärän positiivinen korrelaatio kertoo. Tämä luonnollisesti heikentää korkean myyntikatteen teoriassa mahdollistamaa liiketoiminnan skaalautumispotentiaalia selvästi.

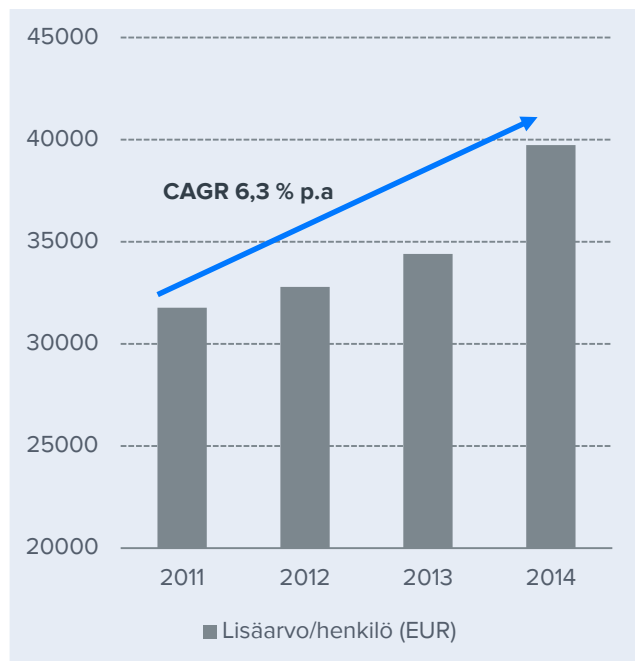
Työn tuottavuus tärkeä kilpailutekijä

Sopimusvalmistusliiketoiminnan korkean henkilöstöintensiivisyyden takia työn tuottavuus on Scanfilin perspektiivistä erittäin tärkeä kilpailutekijä. Tätä korostaa se, että yli 80 % yhtiön henkilökunnasta työskentelee kehittyvissä talouksissa (Kiina, Viro ja Unkari), joissa palkkainflaatio on ollut säännöllistä ja tulee todennäköisesti sellaisena myös jatkumaan. Näin ollen Scanfilin täytyy pystyä kannattavuutensa turvaamiseksi ja parantamiseksi kehittämään työn tuottavuutta jatkuvasti. Käytännössä tämä tarkoittaa mielestämme sitä, että liikevaihdon on noustava suhteessa henkilömäärää nopeammin. Tämä voi vaatia kohdennettuja investointeja, omien tuotantoprosessien ja toimintatapojen kehittämistä, onnistumisia myynnissä sekä toisaalta toimivaa HR-funktiota (esim. tehokas rekrytointi ja vaihtuvuuden rajoittaminen etenkin Kiinassa).

Työn tuottavuutta voidaan mitata sillä, miten paljon Scanfil luo lisäarvoa suhteessa henkilömäärään. Tässä tapauksessa määrittelemme lisäarvon liikevaihdon sekä aineiden ja tarvikkeiden erotuksena. Vuosina 2011-2014 Scanfilin luoma lisäarvo on kasvanut selvästi henkilömäärää nopeammin ja työn tuottavuus onkin tällä mittarilla arvioitunut kasvanut

ajanjaksolla keskimäärin noin 6,3 % vuodessa. Tämä ylittää arviomme mukaan palkkainflaation, joten yhtiö on onnistunut parantamaan tehokkuuttaan viime vuosina. Viime vuosien track-record lisääkin luottamustamme sen suhteen, että Scanfil pystyy kompensoimaan myös jatkossa väijäämättömän palkkainflaation ja henkilöstömäärän absoluuttisen kasvun tehokkuusparannuksilla.

Työn tuottavuuden kehitys



Lähde: Scanfil, Inderes

Muut kulut koostuvat pienistä puroista

Kolmas merkittävä käteiskustannuserä, liiketoiminnan muut kulut, koostuvat esimerkiksi ulkopuolisista palveluista, vuokrista ja ylläpitokuluista, johdon palkoista, rahtikuluista, matka- ja markkinointikustannuksista sekä erikseen nimeämättömistä pienemmistä eristä. Nämä kulut ovat näkemyksemme mukaan pääosin kiinteitä, vaikka joukossa onkin hieman myös muuttuvia kuluja.

Viime vuosina muiden kulujen osuus on ollut trendinomaisessa laskussa ja vuonna 2014 niiden Scanfilin liikevaihdosta oli 8,2 %. Pidämme tätä jo varsin hyvänä tasona liiketoiminnan luonne ja yhtiön liikevaihtotaso huomioiden. Tämä kertoo osaltaan myös yrittäjätaustaisen yhtiön toimintakulttuurista, jossa kulukuri näyttelee keskeistä roolia. Arviomme mukaan Scanfil pystyy pitämään muiden kulujen osuuden erittäin kilpailukykyisellä tasolla myös jatkossa ja pidämme mahdollisena, että liikevaihdon kasvaessa muiden kulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta jopa laskee maltillisesti edelleen, vaikka absoluuttinen muiden liiketoimintakulujen määrä kohtaa toki nousupaineita liikevaihdon kasvun mukana.

Poistojen tulosrasitus on kohtuullinen

Scanfilin poistot, jotka ovat laskennallinen ja kiinteä kuluerä, ovat olleet viime vuosina noin 4-5 MEUR/a (2-3 % liikevaihdosta). Tämä on mielestämme maltillinen tulosrasitus, mikä kuvastaa sopimusvalmistusliiketoiminnan ei-pääomavaltaista luonnetta. Arviomme mukaan Scanfilin nykyinen poistotaso ylittää hienoisesti yhtiön nykyisten tehtaiden ylläpito- ja parannusinvestointi tarpeen, mutta kapasiteettia kasvattavat hankkeet kohottavat hankkeet nostaisivat investoinnit nykyisen poistotason yläpuolelle.

Kustannusrakenne on kokonaisuutena kilpailukykyinen

Vaikka Scanfilin kustannusrakenteen suora vertailu listattuihin kilpailijoihin on muun muassa raportointierojen takia vaikeaa, on yhtiön kustannusrakenne mielestämme erittäin kilpailukykyinen. Pidämme tiukkaa kustannusrakennetta myös yhtenä keskeisenä syynä siihen, että Scanfilin kannattavuus on ollut monia kilpailijoita parempi viime vuosina. Toisaalta emme näe absoluuttisessa kustannusrakenteessa merkittävää tehostamisen varaa, joten jatkossa tulosparannusten on tultava etenkin liikevaihdon kasvun ja sen kautta syntyvän lievän suhteellisen tehokkuuden parantumisen myötä. Näin ollen kehoitamme sijoittajia kiinnittämään huomiota etenkin Scanfilin myynnin kehitykseen, jonka rooli on mielestämme lähivuosien tuloskehityksen kannalta keskeinen.

Tase- ja rahoitusasema

Varat painottuvat lyhytaikaisiin eriin

Scanfilin taseessa pitkäaikaisten varojen puolella suurin omaisuuserä ovat aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet, joiden arvo Q1'15:n lopussa oli 30 MEUR. Tämä erä sisältää yhteensä viisi aluerä, joista kokoluokaltaan merkityksellisiä ovat koneet ja kalusto sekä rakennukset (Scanfil omistaa nykyiset tehdasrakennuksensa). Pidämme yhtiön aineellista omaisuutta oikein arvostettuna emmekä näe siinä alaskirjauriskejä.

Pitkäaikaisissa varoissa yhtiöllä oli kiinteän omaisuuden lisäksi Q1'15:n lopussa aineetonta omaisuutta 5,3 MEUR ja liikearvoa 5,9 MEUR. Liikearvosta reilut noin 40 % kuuluu Unkarin tytäryhtiölle ja 60 % Saksan tytäryhtiölle (Schaltex-yrityskauppa). Liikearvo läpäisi testauksen vuoden 2014 tilinpäätöksen laatimisen yhteydessä Saksan tytäryhtiön osalta selvästi, mutta Unkarin osalta jo verrattain pieni lasku kannattavuusoletuksissa painaisi käyttöarvon alle kirjanpitoarvon ja aiheuttaisi siten alaskirjauksen. Vaikka suhtaudumme Unkarin osalta liikearvon kuranttiuteen hieman epäilevästi, korostamme, että Scanfilin taloudelliseen asemaan tai edes vuositulokseen erittäin pienellä laskennallisella alaskirjauksella ei olisi käytännössä

merkitystä. Aineettomien hyödykkeiden kirjanpitoarvoa pidämme kuranttina.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat erät ovat lyhytaikaisten varojen käyttöpääomaerissä, sillä varastojen arvo Q1'15:n lopussa oli 39,9 MEUR ja myyntisaamisten 41,1 MEUR. Tämä kuvastaa mielestämme hyvin myös sopimusvalmistusliiketoiminnan luonnetta, joka ei sido merkittäviä määriä pääomia tuotantolaitoksiin vaan enemmänkin käyttöpääomaa liiketoiminnan pyörittämiseen. Yhtiön varasto ja saamiset ovat näkemysksemme mukaan täysin kurantteja. Kassassa Scanfilillä oli Q1'15:n lopussa varoja lähes 23 MEUR, mikä on mielestämme ylisuuri taso liiketoiminnan kokoluokka huomioiden. Näin ollen yhtiön maksuvalmius onkin erittäin hyvä, minkä takia Scanfil pystyy joustavasti sopimaan kannattavuutensa perspektiivistä parhaat maksuajat sekä tavarantoimittajiensa että asiakkaidensa kanssa.

Oma pääoma dominoi taseen vastuita

Taseen vastuissa yhtiöllä oli Q1'15:n lopussa 103,6 MEUR omaa pääomaa. Tästä 65,7 MEUR oli kertyneitä voittovaroja. Pitkäaikaista rahoitusvelkaa Scanfilillä oli Q1'15:n lopussa vain 0,7 MEUR ja myös muut pitkäaikaiset velat ovat konsernin mittakaavassa merkityksellisiä.

Lyhytaikaisissa veloissa suurin erä on sopimusvalmistuksen liiketoimintalogiikka huomioiden luonnollisesti ostovelat, joiden arvo oli Q1'15:n lopussa 31,1 MEUR. Lyhytaikaista velkaa Scanfilillä oli 8,9 MEUR Q1'15:n lopussa, mikä koostuu arviomme mukaan etenkin pitkäaikaisen velan lyhennyseristä, jotka yhtiö maksaa pois lyhennysohjelmiensa puitteissa vielä tämän vuoden aikana. Tilikauden verotettavaan tuloon perustuvaa verovelkaa yhtiöllä oli Q1'15:n lopussa 0,8 MEUR. Näin ollen Scanfilin taseen loppusumma oli Q1'15:n lopussa 145,5 MEUR.

Pääomarakenne antaa merkittävää taloudellista liikkumavaraa Scanfilille

Q1'15:n lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 71,2 % ja nettovelkaantumisaste -12,8 %. Yhtiöllä ei ole taloudellisia tavoitteita pääomarakenteelle ja historiallisesti vahvalla taseella operoinut Scanfil haluaa todennäköisesti säilyttää liikkumavaraa rahoitusasemansa suhteen myös jatkossa. Tällä hetkellä yhtiön tase on kuitenkin mielestämme selvästi ylikapitalisoitunut, mikä heikentää Scanfilin pääoman tuottolukua ja sitä kautta myös yhtiön arvoa. Uskommekin, että Scanfil tulee optimoimaan pääomarakennettaan jo lyhyellä tai viimeistään keskipitkällä aikavälillä. Optimointivaihtoehtoina pidämme ensisijaisesti kasvun vauhdittamiseen tähtääviä yrityskauppoja, jotka rahoitettaisiin käteisellä ja/tai velalla. Toissijainen vaihtoehto olisi osingonjakosuhteen selvä nosto, mikä voisi tulla kysymykseen lähivuosina, jos markkinoilta ei löydy sekä

laadultaan että hinnaltaan tarpeeksi houkuttelevia yritysostokohteita.

Arviomme mukaan Scanfil voisi sopimusvalmistuksen liiketoimintalogiikka ja riskit huomioiden laskea omavaraisuusasteensa kohtuullisen kivuttomasti noin 40-45 %:iin. Tämä vastaisi nykyisellä taserakenteella noin 40-50 %:n nettovelkaantumisastetta. Tälle tasolle yhtiön nousisi ottamalla 90-110 MEUR velkarahoitusta esimerkiksi yrityskauppoja varten. Uskomme myös, että vahvan taseensa turvin Scanfilin pitäisi saada mainittu velkarahoitus kohtuullisella 2-3 %:n korolla, mikä nostaisi korollisen velan nousu huomioiden vuosittaisia korkokuluja noin 2-3 MEUR:lla vuodessa.

Esimerkiksi 90-110 MEUR:lla Scanfil pystyisi arviomme mukaan ostamaan yhdessä tai useammassa kaupassa 200-250 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevän liiketoiminnan hieman liiketoiminnan kannattavuudesta riippuen. Käyttökatetta tällainen kauppa voisi tuoda Scanfilille arviomme mukaan 13-20 MEUR. Näin ollen nettovelan ja käyttökatteen suhde olisi noin tasolla 3x-2x, mikä kuvastaisi mielestämme vielä riittävää velanhoitokykyä. Lisäksi muistutamme, että Scanfilin osakkeen arvostustaso (ks. kappale arvostustaso) mahdollistaa mielestämme myös oman osakkeen käytön yrityskauppojen rahoitukseen. Näin ollen yhtiöllä olisi halutessaan varaa merkittäväänkin epäorgaaniseen kasvuun, jos houkuttelevia mahdollisuuksia ilmestyy.

Korostamme, että ylläoleva laskelma on havainnollistava ja se hahmottelee Scanfilin taloudellisen liikkumavaran rajoja. Lähtökohtaisesti arviomme myös, että Scanfil tulee toteuttamaan mieluummin useampia pieniä kauppia, sillä lähes omassa kokoluokassaan olevan yhtiön nielaiseminen olisi muun muassa kulttuurierojen takia riskinen vaihtoehto. Uskomme myös, että Scanfil ei hättiköi pääomarakenteensa suhteen vaan mahdollisia ostokohteita etsitään huolella ja liian kalliisiin tai muuten omistaja-arvon kannalta kyseenalaisiin kauppaihin ei sorruta. Periaatteessa vaihtoehtona yrityskaupoille voisi olla myös investointien kiihdyttäminen, mikä käytännössä tarkoittaisi tehdasmittakaavan laajennuksia uusille maantieteellisille alueille. Pidämme orgaanista laajentumista kuitenkin epätodennäköisempänä vaihtoehtona kuin yritysostoja uusasiakashankintaan liittyvien riskien ja rahavirtojen ajoittumiseen vääjäämättä syntyvien aikaviiveiden takia.

Jos houkuttelevia yritysostokohteita ei löydy, Scanfil voisi nostaa osingonjakosuhteensa arviomme mukaan aina 70-80 %:iin lähivuosina, kun huomioidaan lähivuosien maltilliset investointitarpeet nykyisiin tuotantolaitoksiin. Tämä kaksinkertaistaisi yhtiön lähivuosien osinkovirran osakkeenomistajille. Näin ollen ylikapitalisoitunut tase onkin mielestämme sijoittajien kannalta selvästi positiivinen ongelma ja mahdollisuus luoda omistaja-arvoa onnistuneilla strategisilla ratkaisulla. Mielestämme heikoin ratkaisu sijoittajien kannalta olisi heti huonojen yrityskauppojen ja hättiköityjen investointien jälkeen jatkuva liiallisen pääoman makuuttaminen taseessa, mutta lyhyellä tähtämällä olemme asian suhteen kärsivällisiä.

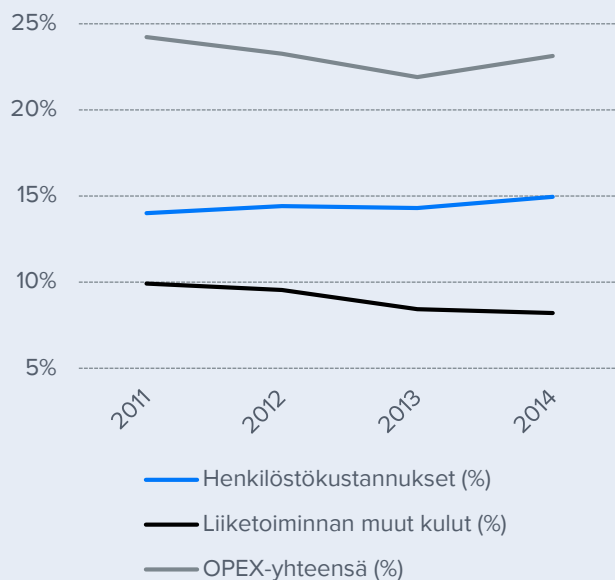
Scanfilin kustannusrakenne ja taseasema

Scanfilin kustannusrakenne 2014



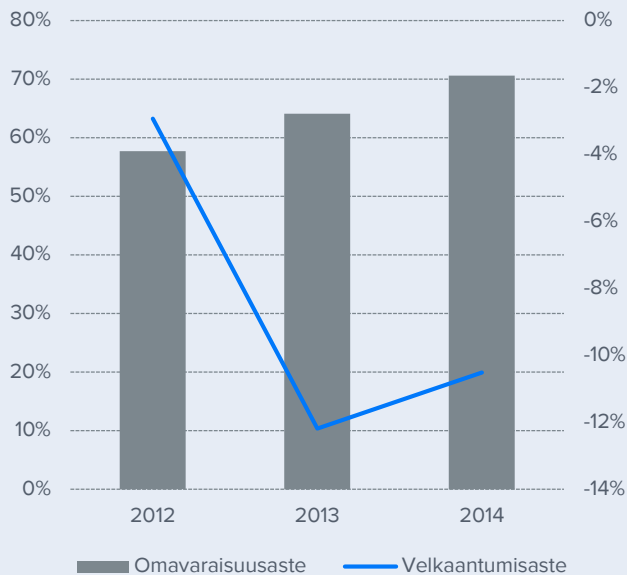
Lähde: Scanfil

Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon 2011-2014



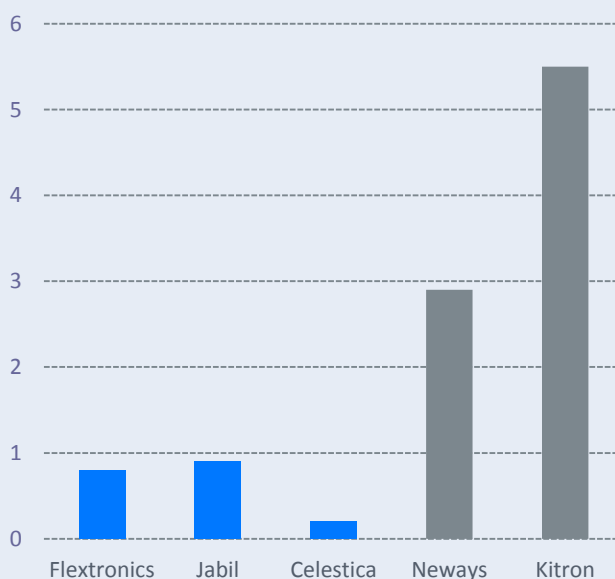
Lähde: Scanfil

Scanfilin taseen kehitys 2012-2014



Lähde: Scanfil

Sopimusvalmistajien nettovelka/käyttökate 2014



Lähde: CapitalIQ

Tulosennusteet

Scanfilin lähtökohta vuoteen 2015 oli mielestämme hyvä liikevaihdon viime vuosien suotuisan kehityksen ja kilpailukykyisen kulurakenteen ansiosta. Odotamme yhtiön saavuttavan liikevaihdon 2-8 %:n kasvua ja 13-17 MEUR:n liiketulosta lupaavan vuoden 2015 ohjeistuksensa. Vuosina 2016-2017 arvioimme Scanfilin kasvun jatkuvan ja yhtiön saavuttavan täyden kannattavuuspotentiaalinsa. Pidemmällä tähtäimellä arvioimme kasvun jatkuvan Scanfiliä tukevien trendien myötä noin BKT:n kasvuvauhtia. Liikevaihdon kasvun pitäisikin ajaa mielestämme Scanfilin tulokasvua sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä, sillä sopimusvalmistusliiketoiminnan luonne huomioiden marginaalien nousupotentiaali on näkemyksemme mukaan kohtuullisen rajallinen.

Hyvä lähtökohta vuoteen 2015

Scanfil pääsi vuoteen 2015 mielestämme hyvistä lähtökohdista, sillä vuoden 2014 positiivinen myynnin kehitys ja tiukka kulurakenne antavat hyvän pohjan kannattavan kasvun strategian toteuttamiseen myös jatkossa. Yhtiöllä ei ole myöskään merkittäviä sisäisiä kehitysprojekteja käynnissä, joten johto pystyy laittamaan resurssit liiketoiminnan kehittämiseen kasvustrategian mukaisesti.

Maantieteellisistä alueista Euroopan talous on alkuvuodesta osoittautunut elpymisen merkkejä muun muassa EKP:n setelielvytyksen ja osittain siitä johtuneen euron devalvoitumisen ansiosta. Kiinassa kasvu on hidastumassa, mutta toisaalta Kiinan valtion tavoitteleva 7 %:n bruttokansantuotteen kasvu on edelleen suhteellisesti varsin ripeää ja Kiinan kansantalouden koko huomioiden absoluuttisesti merkittävää. Näin ollen makrotalous on mielestämme kehittynyt kohtuullisen hyvään suuntaan Scanfilin ja sen asiakkaiden näkökulmasta, vaikka näkyvyys tulevaisuuteen on edelleenkin rajallinen.

Asiakassegmenteistä verkkoinvestointien odotetaan yleisesti jatkuvan hyvällä tasolla vielä tänä vuonna, mutta tämän verkkoinvestointisyklin huippu näyttää osuneen vuoteen 2014. Lisäksi monet Scanfilin teknologiansektorin avainasiakkaat (ml. Pohjoismaiset konepajat) ovat raportoineet suotuisasti kehittyneistä tilauskannoista ja positiivisista näkymistä vuodelle 2015. Lievän takaiskun Scanfil kuitenkin koki jo viime vuoden puolella, kun erään merkittävän asiakkaan toimitukset osittain peruuntuivat ja osittain siirtyvät H2'15:lle. Tämä laski Sievin tehtaan työkuormaa alkuvuodesta, mitä Scanfil kuitenkin kompensoi lomautuksilla alkuvuodesta.

Vuoden 2015 ennusteet 2014 tasolla

Scanfil on ohjeistanut vuodelle 2015 liikevaihtonsa kasvavan 2-8 % vuoteen 2014 verrattuna ja liikevoittonsa olevan 13-17 MEUR. Lisäksi yhtiö kommentoi, että liikevaihdon kasvu painottuu loppuvuoteen edellisessä kappaleessa mainitun kysynnän painopistemuutoksen takia. Erityisesti Q2:sta on tulossa yhtiölle vaikeampi, mitä vielä korostaa se, että vertailukauden Q2 oli erittäin vahva projektiluonteisten toimitusten ajoitettua kvartaalille. Muistutamme kuitenkin, että Schaltex-yritysosto ei näkynyt viime vuoden Q1:n

luvussa (kauppa toteutui 1.4.2014), joten yhtiö sai vielä Q1:llä epäorgaanista tukea yrityskaupasta.

Scanfil odottaa käytännössä kannattavuutensa heikkenevän (ohjeistuksen liikevoittomarginaalihaarukka 5,6-7,7 %) viime vuoteen verrattuna. Vaikka viime vuosi oli yhtiölle varsin hyvä muun muassa poikkeuksellisen vahvan Q2:n ansiosta ja toisaalta tämän vuoden alkupuolella on haasteita, pidämme tulosohjeistusta verrattain konservatiivisena ja mielestämme Scanfilin pitäisi saavuttaa se ongelmitta. Perinteisesti Scanfil on vuoden aikana näkyvyyden parannuttua myös kaventanut ohjeistushaarukansa rajoja, mitä pidämme mahdollisena myös tänä vuonna.

Kausiluonteisesti tyypillisesti hieman hiljaisemmalla Q1:llä yhtiön liikevaihto laski 3,5 % vertailukauteen nähden 45,9 MEUR:oon, mutta liikevoitto parani 2,7 MEUR:oon (Q1'14: 2,5 MEUR). Liikevaihtotasoon nähden suhteellinen kannattavuus oli Q1:llä varsin hyvällä tasolla, kun liikevoittomarginaali nousi poistojen lievästi noususta huolimatta 5,8 %:iin (Q1'14: 5,3 %). Tämä oli arviomme mukaan suotuisan tuotemixin (integroitavien tuotteiden suhteessa suuri osuus) ja toisaalta valuuttojen ansiota. Joka tapauksessa Q1 sujui Scanfililta linjassa koko vuoden ohjeistuksen kanssa.

Ennustamme Scanfilin koko vuoden liikevaihdon kasvavan 3,0 % 221 MEUR:oon. Euroopan liikevaihdon ennustamme kasvavan 2,4 % 135 MEUR:oon, mikä on kuitenkin etenkin Schaltex-yritysoston Q1:lle tuoman epäorgaanisen kasvun ansiota. Ennustammekin Euroopan orgaanisen kasvun jäävän verrattain vaisuksi, mikä johtuu alueen laahaavasta kotimarkkinakysynnästä ja toisaalta mainitusta avainasiakkaan tilausten osittaisesta peruuntumisesta. Aasian segmentin liikevaihdon sen sijaan arvioimme kasvavan 3,8 % 90,1 MEUR:oon etenkin nykyisten asiakkaiden toimitusten kasvun ajamana.

Kulurakenteen puolella emme odota vuositasolla suuria muutoksia. Myyntikatteen ennustamme nousevan tänä vuonna aavistuksen 33,0 %:iin (2014: 32,8 %) tuotemixin ansiosta. Kiinteiden kulujen arvioimme olevan noin 23,2 % liikevaihdosta, mikä on käytännössä samalla tasolla kuin viime vuonna. Tämä edellyttää yhtiön tiukan yleisen kustannuskurin lisäksi hyvää kehitystä työn tuottavuuden suhteen, sillä palkkainflaation odotamme olevan kehittyvien markkinoiden ajamana noin 4,5 %. Muiden kiinteiden kulujen ennustamme nousevan lievästi liikevaihdon mukana. Ennustammekin Scanfilin tekevän päätyvän kannattavuusohjeistuksensa ylärajalle ja tekevän 16,4 MEUR:n liikevoiton tänä vuonna, mikä vastaa hieman viime

vuotta heikompaa 7,4 %:n liikeulosmarginaalia. Euroopan ennustamme yltävän 8,2 MEUR:n liikevoittoon (2015e: liikevoittomarginaali 6,1 %), kun taas Aasian arvioimme tekevän 8,2 MEUR:n liikevoiton (2015e: liikevoittomarginaali 9,1 %).

Q1:n valuuttakurssivoittojen myötä arvioimme rahoitustuloksen jäävän tänä vuonna lievästi positiiviseksi, jos valuuttakurssit pysyvät lähellä nykyisiä tasojaan. Sen sijaan veroasteen ennustamme olevan linjassa pitkän aikavälin keskiarvon kanssa noin 23 %:ssa. Näin ollen arvioimme Scanfilin osakekohtaisen tuloksen nousevan viime vuodesta kahdella sentillä 0,23 euroon osakkeelta. Vuoden 2015 osinkoennusteessamme odottaa sentin korotusta viime vuoteen verrattuna 0,08 euroon osakkeelta. Korostamme kuitenkin edelleen, että jos yhtiö ei tee vuoden aikana yritysostoja tase jatkaa ylikapitalisoitumistaan, sillä arvioimme kuluvan vuoden investointien jäävän noin 6 MEUR:oon, mikä ylittää vain lievästi poistotason. Tämä taas loisi osinkoennusteeseemme nousupaineita. Toistaiseksi näkyvyys on tässä suhteessa kuitenkin rajallinen, joten pitäydymme osinkoennusteessamme yhtiön osinkopolitiikan linjoilla (2015e: jakosuhte 35 %).

Täyteen kannattavuuspotentialiin 2016

Vuonna 2016 ennustamme Scanfilin jatkavan orgaanista kasvuaan markkinoiden kasvun, nykyisten asiakkaidensa toimitusten nousun mukana sekä positiivisesti etenevän mutta hitaasti näkyviä tuloksia tuovan uusasiakashankinnan mukana. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 3,9 % 230 MEUR:oon. Euroopan odotamme kasvavan noin 3 % ja Aasian 6 %. Näin ollen odotuksemme ovat hieman markkinakasvua korkeammalla, mutta pidämme niitä silti realistisina Scanfilin ja sen avainasiakkaiden kilpailuedut huomioiden.

Vuoden 2016 liike tuloksen ennustamme nousevan liikevaihdon kasvun ja lievän myyntikatteen (2016e: 33,3 %) nousun myötä 17,5 MEUR:oon. Kiinteän kudurakenteen ennustamme nousevan liikevaihdon mukana, mikä edellyttää yhtiöltä edelleen hyvää tuottavuuden kehittämistä, sillä arvioimme konsernin palkkainflation pysyvän noin 4,5 %:ssa kehittyvien maiden ajamana. Vuoden 2016 ennusteillamme Scanfilin liikevoittomarginaali nousee 7,6 %:iin (2016e: käyttökatemarginaali 9,9 %). Euroopan segmentin odotamme tekevän 6,0 %:n ja Aasian 9,6 %:n liikevoittomarginaalin. Tämän hetkisen arvioimme mukaan Scanfil olisikin näillä tasoilla hyvin lähellä täyttä kannattavuuspotentialiaan. Korkeammat kannattavuusennusteet vaatisivatkin mielestämme yhtiöltä selkeitä lisänäyttöjä siitä, että marginaalien skaalautuvuus voi jatkua vielä erittäin hyviltäkin tasoilta ylöspäin.

Rahoituskulut pysyvät arvioimme mukaan minimaalisina ilman yrityskauppoja ja myös veroasteen ennustamme asettuvan aiempien vuosien tasolle 23 %:iin. Näin ollen vuoden 2016 osakekohtaisen tuloksemme ennuste kohoaa edellisvuotta korkeamman liikevoiton myötä 0,25 euroon osakkeelta. Osinkoennustemme on toistaiseksi varovaisella 38 %:n jakosuhteella sentin edellisvuotta korkeampi eli 0,09 euroa. Viimeistään tässä vaiheessa odotamme kuitenkin

yhtiön nostavan jakosuhdetta selvästi, jos yritysostokohteita tai uusia investointitarpeita ei ole ilmennyt, sillä positiivisen tuloskehityksen myötä yhtiön ennestään erittäin vahva tase jatkaa ylikapitalisoitumistaan.

Liikevaihdon kasvu ajaa tulosta 2017

Vuonna 2017 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan 4,6 %:n vauhtia ja nostavan liikevaihdon 240 MEUR:oon. Euroopan kasvun odotamme pysyvän 3 %:ssa MEUR:issa, mutta Aasiassa arvioimme kasvun kiihtyvän 7 %:iin, kun Aasian painoarvo sektorilla kasvaa. Ennustamme molempien segmenttien marginaalien pysyvän käytännössä ennallaan, sillä odotamme Euroopan tekevän 6,0 %:n ja Aasian 9,6 %:n liikevoittomarginaalin.

Ennallaan pysyvistä marginaaleista huolimatta ennustamme liikevaihdon kasvun pitävän Scanfilin absoluuttisen liike tuloksen nousukäyrällä ja odotamme konsernilta 18,5 MEUR:n liike tulosta vuonna 2017. Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,25 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2017. Varovaisella noin 40 %:n jakosuhte-ennusteella arvioimme osingon nousevan jälleen sentillä 0,10 euroon osakkeelta, mutta korostamme, että tämä on ilman yritysostoja liian matala taso.

Tulosennusteemme perustuvat orgaaniseen kasvuun, sillä yrityskauppojen ajoituksen epävarmuuden takia emme ole sisällyttäneet niitä ennusteisiimme. Mahdolliset yrityskaupat vaikuttaisivat olennaisesti kasvu-, tulos-, marginaali- ja osinkoennusteisiimme, joten pidämme hyvin mahdollisena, että absoluuttiset ennustasot tulevat todennäköisesti muuttamaan muotoaan selvästi seuraavan kolmen vuoden aikana. Korostamme myös, että lähtökohtaisesti suhtaudumme yrityskauppoihin positiivisesti, mutta lopullinen arvio on toki täysin tapauskohtainen ja riippuvainen maksetuista kertoimista.

Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

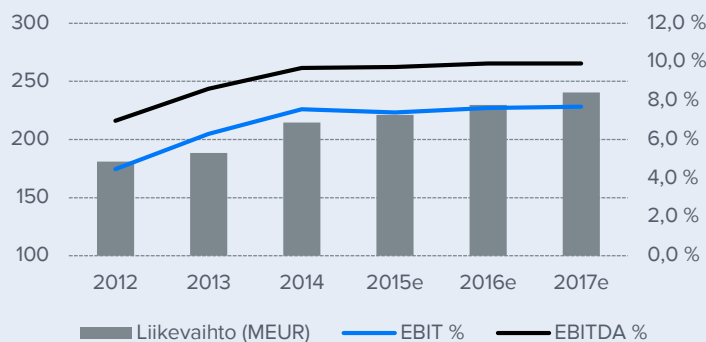
Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2017 jälkeen. Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Scanfilin jatkavan kasvuaan yhtiön asiakkaita ja koko elektroniikkamarkkinaa tukevien megatrendien ja toisaalta sopimusvalmistajia vauhdittavien ajureiden myötä. Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä 2,5-4,7 % vuodessa, mikä heijastelee Scanfilin päämarkkina-alueiden bruttokansantuotteen kasvuennusteita. Pidämme tätä verrattain konservatiivisena arviona, minkä lisäksi muistutamme, että viimeistään pitkällä tähtäimellä Scanfil tulee melko suurella todennäköisyydellä osallistumaan sopimusvalmistusmarkkinan vääjäämättömään konsolidoitumiseen ostopuolella.

Yhtiön liikutulosmarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 6,0-7,6 %:n haarukassa ankarana pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta kehittyvien markkinoiden kustannusinflaation myötä.

Korostamme kuitenkin, että näkyvyys on pitkällä tähtäimellä rajallinen ja näin ollen ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Scanfilin kannattavan kasvun strategia kaipaakin mielestämme ympärillensä hieman enemmän konkretiaa (ml. taloudelliset tavoitteet) ennen kuin markkinat suostuvat katsomaan yhtiön pitkän aikavälin potentiaalia. 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.

Scanfilin tulosenennusteet

Scanfilin liikevaihto ja -tulos 2012-2017e



Lähde: Scanfili, Inderes

Scanfilin tuloslaskelma 2011-2018e

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Euroopan liikevaihto (MEUR)	125,7	108,1	112,2	131,9	135,0	139,1	143,3	147,6
Euroopan kasvu-%	4,1 %	-14,0 %	3,7 %	17,6 %	2,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Aasian liikevaihto	91,6	75,8	79,6	86,8	90,1	95,5	102,1	109,3
Aasian kasvu-%	-7,0 %	-17,3 %	5,1 %	9,0 %	3,8 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %
Eliminointi (MEUR)	-4,6	-3,0	-3,3	-4,2	-3,8	-4,7	-4,9	-5,1
Liikevaihto (MEUR)	210,8	180,9	188,5	214,5	221,3	229,9	240,5	251,7
Liikevaihdon kasvu -%	-3,9 %	-14,2 %	4,2 %	13,8 %	3,2 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Aineiden ja tarvikkeiden käyttö (MEUR)	-146,5	-126,2	-131,0	-144,1	-148,3	-153,3	-160,2	-167,6
Myynti (MEUR)	64,3	54,7	57,6	70,4	73,0	76,5	80,3	84,1
Myyntikate-%	30,5 %	30,2 %	30,5 %	32,8 %	33,0 %	33,3 %	33,4 %	33,4 %
Muut tuotot (MEUR)	0,4	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaston muutos (MEUR)	-1,1	-0,1	1,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Valmistus omaan käyttöön (MEUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Henkilöstökustannukset (MEUR)	-29,5	-26,1	-27,0	-32,1	-33,8	-35,9	-38,0	-40,3
Palkat ja palkkiot (MEUR)	-23,8	-20,9	-21,7	-26,5	-27,9	-29,6	-31,4	-33,3
Eläkekulut (MEUR)	-4,5	-3,4	-3,3	-3,4	-3,6	-3,9	-4,1	-4,3
Muut henkilöstösisäkulut (MEUR)	-1,2	-1,8	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,5	-2,7
Liiketoiminnan muut kulut (MEUR)	-20,9	-17,3	-15,9	-17,6	-17,8	-18,3	-18,8	-19,3
Ulkopuoliset palvelut (MEUR)	-4,3	-2,7	-1,8	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0
Myyntirahdit (MEUR)	-3,2	-3,0	-2,6	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
Muut muuttuvat kulut (MEUR)	-4,9	-4,7	-5,3	-4,8	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2
Vuokra- ja ylläpitokulut (MEUR)	-2,9	-1,4	-1,3	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8
Matka- markkinointi- ja ajoneuvokulut (MEUR)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
Muut henkilöstökulut (MEUR)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3
Muut liiketoiminnan kulut (MEUR)	-3,4	-3,4	-2,8	-3,5	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1
OPEX	-51,1	-42,1	-41,3	-49,6	-51,3	-53,9	-56,6	-59,4
OPEX-%	-24,2 %	-23,3 %	-21,9 %	-23,1 %	-23,2 %	-23,4 %	-23,5 %	-23,6 %
Käyttökate (MEUR)	13,2	12,6	16,3	20,8	21,7	22,7	23,8	24,7
Käyttökate-%	6,3 %	7,0 %	8,6 %	9,7 %	9,8 %	9,9 %	9,9 %	9,8 %
Poistot (MEUR)	-4,2	-4,5	-4,4	-4,6	-5,2	-5,3	-5,4	-5,3
Liikevoitto (MEUR)	9,1	8,1	11,8	16,2	16,5	17,4	18,4	19,3
Liikevoitto-%	4,3 %	4,5 %	6,3 %	7,6 %	7,5 %	7,6 %	7,7 %	7,7 %
Rahoitustuotot (MEUR)	0,6	1,0	0,6	0,5	1,1	0,5	0,5	0,5
Rahoituskulut (MEUR)	-2,1	-1,1	-1,2	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta (MEUR)	0,6	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja (MEUR)	8,2	7,6	10,6	15,9	16,9	17,3	18,3	19,2
Verot (MEUR)	-2,0	-1,9	-2,4	-3,6	-3,9	-4,0	-4,2	-4,4
Nettotulos (MEUR)	6,3	5,7	8,3	12,3	13,0	13,3	14,1	14,8
Osakemäärä (kpl)	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7
EPS (euroa)	0,11	0,10	0,14	0,21	0,23	0,23	0,24	0,26

Lähde: Scanfil, Inderes

Arvostustaso

Aloitamme Scanfilin seurannan tavoitehinnalla 2,80 euroa ja lisää-suosituksella. Mielestämme osake on hinnoiteltu absoluuttisesti kohtuullisesti lähivuosien ennusteidemme mukaisten P/E-lukujen liikkua välillä 11x-10x. Suhteellisesti sopimusvalmistajien arvostustasot ovat toimialan haasteet huomioiden verrattain matalia, joten näilläkin tulokertoimilla osake ei ole suhteellisesti edullinen, mutta arvostustaso on silti perusteltu Scanfilin historiallinen track-record huomioiden. Kokonaisuus huomioiden näemmekin osakkeessa lievää nousuvaraa seuraavan vuoden tähtäimellä, kun taas merkittävä kurssinousu vaatisi Scanfililta näkemyksemme mukaan ennusteitamme parempaa onnistumista joko orgaanisessa tai epäorgaanisessa kannattavassa kasvussa.

Arvostustason ajurit

Scanfilin arvostustasoa tarkasteltaessa on mielestämme tärkeä huomioda yhtiön rooli verrattain korkean teknologiatason tuotteiden ulkoisena valmistuskumppanina. Tästä seuraa alituinen riski avainasiakkaan menettämisestä ja siitä väistämättä seuraavasta liikevaihdon ja tuloksen putoamisesta, vaikka Scanfilin historiallinen track-record onkin tässä suhteessa ensiluokkainen. Tämän lisäksi Scanfilin haastava arvoketjuasema ja sitä myötä rajallinen hinnoitteluvoima vaikuttavat hyväksyttävään arvostustasoon rajoittavasti. Vaakakupin toisella puolella ovat yhtiön tietyt kilpailuedut sekä hyvä taloudellinen track-record, joka on konkreettinen osoitus yhtiön kilpailukyvystä.

Sijoittajien perspektiivistä Scanfilin profiili on tällä hetkellä hieman epäselvä, kun markkinat odottavat, miten yhtiö lähtee alkoimaan taseeseensa kertynyttä pääomaa. Yrityskauppavetoinen lähestymistapa fokusoi Scanfilin nykyistä voimakkaammin kasvuyhtiöksi, kun taas osingonjakosuhteen nosto loisi Scanfilille osinkoyhtiöprofiilin. Näiden yhdistäminen taas vakauttaisi Scanfilin nykyistä "kannattavan kasvajan" profiilia. Korostamme kuitenkin, että nykyinen profiili ei ole sinänsä huono, mutta uskomme, että aseman selkeyttäminen olisi sijoittajien kannalta positiivinen asia.

Arvostuskertoimet

Mielestämme Scanfil tulee hinnoitella muiden "kannattavien kasvajien" tavoin ensisijaisesti tulospohjaisesti. Näin ollen tärkein arvostuskero on mielestämme P/E, minkä lisäksi sijoittajien kannattaa mielestämme käyttää yritysarvopohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia, jotka huomioivat Scanfilin erittäin vahvan taseen P/E-lukua paremmin. Tarkastelemme Scanfilia ensisijaisesti kuluvan vuoden ja kahden seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvä historiallinen track-record ja erittäin vakaa taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi lyhyen tähtäimen näkyvyyteen liittyviä rajoitteita.

Mielestämme Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 13x-11x sekä vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella mitattuna 7x ja 6x. Nämä tasot ovat selvästi Helsingin pörssin yleistä arvostustasoa matalampia (2015e: mediaani P/E 17x, mediaani EV/EBITDA 9x), mitä pidämme kuitenkin perusteltuna Scanfilin toimiala ja arvoketjupositio huomioiden. Toisaalta esimerkiksi vastaavassa arvoketjupositiossa operoiva PKC Group on arvostettu Inderesin ennusteiden mukaan P/E-kertoimilla 22x ja 15x (8.5.2015). Näin ollen osakkeen arvostustasoa ei mielestämme voida perustella pelkästään arvoketjuposiitiolla vaan siihen vaikuttaa olennaisesti myös toiminnan luonne ja yhtiön kasvunopeus.

Scanfilin vuosien 2015-2017 tulosenusteidemme mukaiset P/E-luvut ovat 11-10x kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 6-5x. Yhtiön osinkopolitiikkaa heijastelevat perusskenaariot osinkotuottoennusteemme antavat nykykurssille 3,1 %:n, 3,5 %:n, 3,8 %:n osinkotuotot lähivuosina, mikä on tämän hetkessä nollakorkojen ympäristössä mielestämme kohtuullinen taso. Absoluuttisesti Scanfilin osake onkin mielestämme yllä mainittujen kertoimien valossa kohtuullisesti hinnoiteltu ja näemme niiden valossa osakkeessa lievää nousuvaraa seuraavan vuoden tähtäimellä. Osakkeen merkittävä nousuvara taas vaatisi mielestämme korkeampia tulosenusteita, jotka taas arviomme mukaan edellyttäisivät onnistumisia yrityskaupparintamalla tai vastaavasti uusasakashankinnassa tai marginaalien nousua uudelle portaalle.

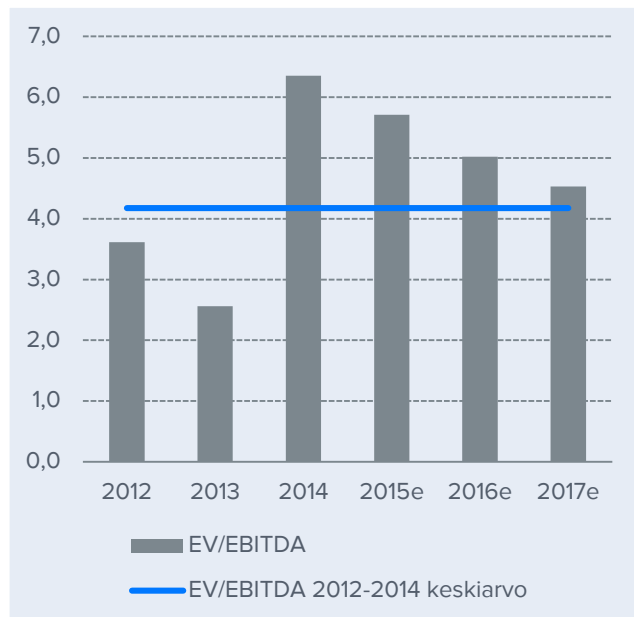
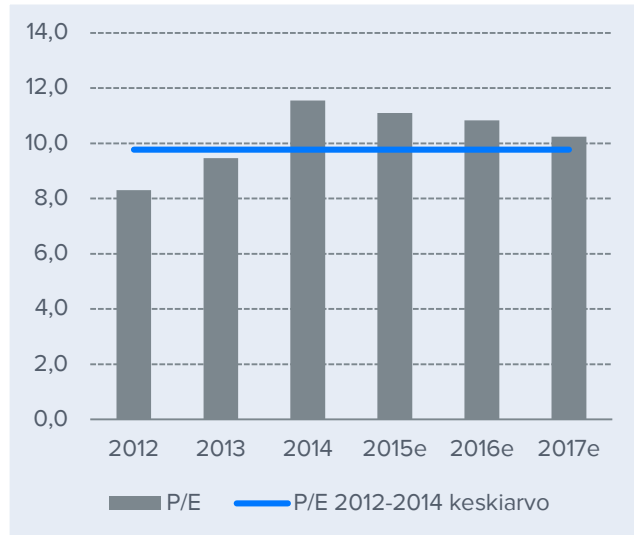
Scanfilin arvostuskertoimet 2013-2017e

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
P/E	8,3	9,5	11,5	11,0	10,7
P/B	0,6	0,6	1,0	1,5	1,4
P/S	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/S	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,6	4,2	6,3	5,8	5,1
EV/EBIT	5,6	5,8	8,2	7,6	6,6
Osinkotuotto-%	4,9 %	3,7 %	2,8 %	3,2 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Scanfilin osake on arvostettu tällä hetkellä melko selvästi vuosien 2012-2014 tulospohjaisten kertoimien keskiarvoja korkeammalle. Näkemyksemme mukaan tämä on täysin perusteltua yhtiön kannattavuuden nousua uudelle tasolle nykymuotoisen yhtiön historian alkupisteestä, mikä on heijastunut myös voitonjakoon positiivisesti.

Scanfilin historialliset arvostuskertoimet



Lähde: Inderes

Suhteellinen arvostustaso

Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiyhtiöiden vertailtavuus Scanfilin on verrokkien suuresta määrästä huolimatta kohtuullisen huono, sillä skaalaerot alan globaaleihin jätteihin ovat

valtavia ja toisaalta eurooppalaisten verrokkien erittäin heikko kannattavuus vaikeuttaa vertailua tulospohjaisiin kertoihin. Näin ollen painotammekin arviossamme etenkin absoluuttisia kertomia ja suhteellista arvostusta Scanfilin pitkän aikavälin kertoihin sekä Helsingin pörssiin, kun taas suhteellinen arvostus verrokkiryhmään nähden toimii ensisijaisesti realiteettitarkastuksena.

Vertailuryhmään olemme sisällyttäneet sekä alan globaaleja jättejä sekä eurooppalaisia verrokkeja, jotka on esitetty seuraavalla sivulla olevassa taulukossa. Yleisenä huomiona voidaankin mielestämme todeta, että sopimusvalmistajien tulospohjaisten kertomien olevan kohtuullisen matalia, mikä johtuu näkemyksemme yhtiöiden arvoketjuasemasta, jossa lisäarvon luomisen mahdollisuudet ovat rajalliset ja siten myös hinnoitteluasema on haastava. Tämän takia myös volyympohjaiset kertoimet ovat varsin matalia, kun taas tasepohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

Scanfil on mielestämme linjassa arvostettu tasepohjaisesti linjassa alan globaaleihin jätteihin. Eurooppalaisiin kilpailijoihin nähden tasepohjainen arvostus on selvästi korkeampi, mutta tämä on täysin perusteltua Scanfilin selvästi paremman kannattavuuden ja siten korkeampien pääoman tuottojen ansiosta. Tulospohjaisesti Scanfil on arvostettu jopa lievällä preemiolla globaaleihin jätteihin, mitä emme kuitenkaan pidä kohtuuttomana pienen osakkeen korkeammasta riskiprofiilista huolimatta, sillä Scanfil pystyy niche-pelurina keskittymään pienempiin ja kannattavampiin segmentteihin. Kokonaisuutena osakkeen suhteellinen arvostustaso ei ole mielestämme edullinen, mutta kuitenkin hyvin perusteltavissa yhtiön historiallinen track-record huomioiden.

Scanfilin absoluuttinen ja suhteellinen arvostustaso

Osakkeen hintamatriisi vuoden 2015 liikevaihdon mukaan

Arvomatriisi P/E		Kannattavuus (EBIT-%)				
P/E-luku		5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
	8	1,18	1,42	1,65	1,89	2,12
	9	1,33	1,59	1,86	2,12	2,39
	10	1,47	1,77	2,06	2,36	2,65
	11	1,62	1,95	2,27	2,60	2,92
	12	1,77	2,12	2,48	2,83	3,19
	13	1,92	2,30	2,68	3,07	3,45
	14	2,06	2,48	2,89	3,30	3,72

Lähde: Inderes

Osakkeen hintamatriisi pitkän aikavälin kasvun mukaan

Arvomatriisi P/E		Liikevaihdon kasvu (%)				
P/E-luku		2 %	4 %	6 %	8 %	9 %
	8	1,75	1,79	1,82	1,85	1,87
	9	1,97	2,01	2,05	2,09	2,11
	10	2,19	2,23	2,28	2,32	2,34
	11	2,41	2,46	2,50	2,55	2,57
	12	2,63	2,68	2,73	2,78	2,81
	13	2,85	2,90	2,96	3,01	3,04
	14	3,07	3,13	3,19	3,25	3,28

Lähde: Inderes

Scanfilin suhteellinen arvostustaso

Yhtiö	P/B	P/S	2015e P/E	2016e P/E	2015e EV/EBITDA	2016e EV/EBITDA
Foxconn	1,5	0,3	10,1	9,6	4,9	4,9
Pegatron	1,6	0,2	11,3	10,1	4,3	3,8
Flextronics	3,2	0,3	11,0	9,9	5,4	5,1
Jabil	2,0	0,3	11,3	9,7	4,5	4,1
Celestica	1,5	0,4	12,8	10,9	6,1	5,6
Sanmina	1,4	0,3	9,7	9,3	5,2	5,0
Connct Group	-	0,2	8,6	8,3	7,5	6,8
Neways	1,9	0,3	15,8	10,7	7,1	6,0
Kitron	1,0	0,3	-	-	-	-
Note	1,2	0,3	-	-	-	-
Partnertech	0,7	0,3	-	-	-	-
Hanza	0,5	0,1	-	-	-	-
Scanfil	1,5	0,7	11,4	11,1	6,0	5,3
Keskiarvo	1,5	0,3	11,3	9,8	5,6	5,2
Mediaani	1,6	0,3	11,1	9,8	5,3	5,1
Preemio/Alennus	0 %	120 %	0 %	13 %	6 %	2 %

Lähde: Bloomberg, CapitalIQ, Inderes. Tulospohjaiset kertoimet osakekursseilla 7.5.2015, tase- ja volyymipohjaiset kertoimet vuoden 2014 tilinpäätösten mukaan

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma kvartaaleittain

MEUR	2012	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15e	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	181	189	48	61	57	50	215	46	58	63	54	221	230	240
Kasvu-%	4,5 %	6,3 %	5,3 %	8,7 %	9,2 %	6,6 %	7,6 %	5,9 %	7,1 %	9,2 %	6,8 %	7,4 %	7,6 %	7,7 %
Käyttökate	12,6	16,3	3,5	6,4	6,6	4,4	20,8	4,0	5,4	7,1	5,0	21,6	22,8	23,9
Käyttökate-%	7,0 %	8,6 %	7,4 %	10,5 %	11,6 %	8,9 %	9,7 %	8,7 %	9,4 %	11,3 %	9,2 %	9,7 %	9,9 %	9,9 %
Poistot	-4,5	-4,4	-1,0	-1,1	-1,4	-1,1	-4,6	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,2	-5,3	-5,4
Liikevoitto	8,1	11,8	2,5	5,3	5,2	3,3	16,2	2,7	4,1	5,8	3,7	16,4	17,5	18,5
Liikevoitto-%	4,5 %	6,3 %	5,3 %	8,7 %	9,2 %	6,6 %	7,6 %	5,9 %	7,1 %	9,2 %	6,8 %	7,4 %	7,6 %	7,7 %
Rahoituskulut	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	7,6	10,6	2,2	5,3	5,2	3,2	15,9	3,3	4,1	5,8	3,7	16,9	17,5	18,5
Verot	-1,9	-2,4	-0,6	-0,9	-1,4	-0,7	-3,6	-0,6	-0,9	-1,3	-0,9	-3,7	-4,0	-4,3
Vähemmistö	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,7	8,2	1,6	4,3	3,8	2,5	12,3	2,7	3,2	4,5	2,8	13,2	13,5	14,3
Osakekohtainen tulos (oik.)	0,09	0,14	0,03	0,08	0,07	0,04	0,21	0,05	0,05	0,08	0,05	0,23	0,23	0,25

Tase

Vastaava (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	35,1	38,3	39,2	40,0	40,6
Liikearvo	2,2	5,9	5,9	5,9	5,9
Aineettomat oikeudet	4,1	5,0	5,1	5,3	5,5
Käyttöomaisuus	28,5	27,1	27,9	28,5	28,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	90,5	95,7	96,5	105,8	115,7
Vaihto-omaisuus	28,7	35,5	35,4	34,5	36,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	33,5	40,9	39,8	41,4	43,3
Likvidit varat	28,2	19,2	21,1	29,8	36,2
Taseen loppusumma	125,6	134,0	135,7	145,8	156,3

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Oma pääoma	80,8	95,1	104,2	113,1	122,1
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	53,8	63,0	72,1	81,0	90,0
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu omapääoma	24,7	29,6	29,6	29,6	29,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Pitkäaikaiset velat	9,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Lainat rahoituslaitoksilta	9,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtovelkakirjalaina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	35,6	38,4	31,0	32,2	33,7
Lainat rahoituslaitoksilta	9,2	8,8	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	26,0	28,8	31,0	32,2	33,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,9	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	125,6	134,0	135,7	145,8	156,3

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan 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 yhtiöissä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia 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/>

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoitehint	Osakekurssi
18.5.2015	Lisää	2,80	2,51

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**