

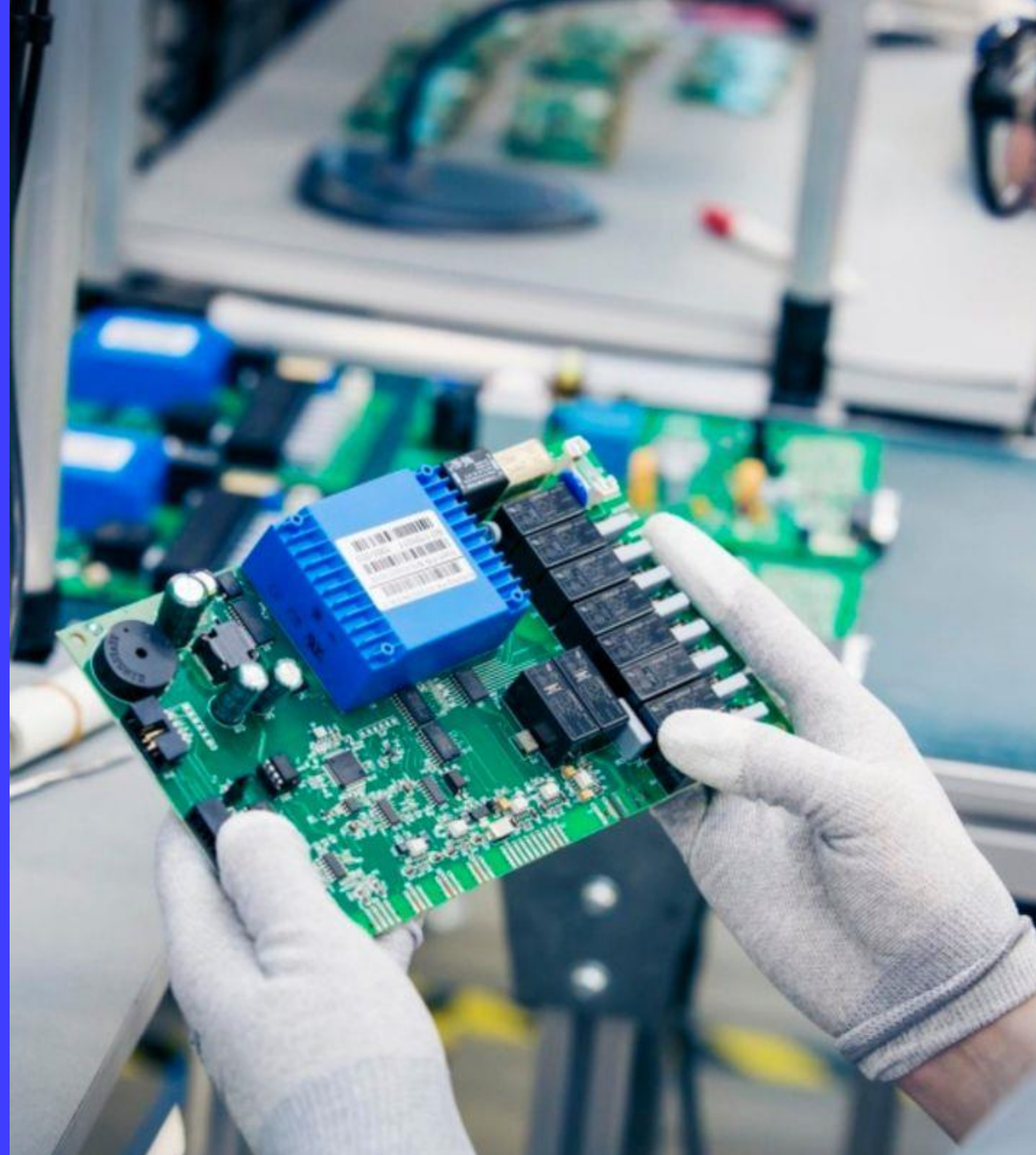
SCANFIL

09.04.2025 23.15 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Liikevaihtovetoista arvonluontia

Toistamme Scanfilin lisää-suosituksemme ja laskemme tavoitehintamme 9,00 euroon (aik. 9,40 €) kauppapoliittisesta tilanteesta johtuneita ennustelaskuja ja tuottovaatimuksen nousua peilaten. Odotamme Scanfilin pelikirjan toimivan jatkossakin, vaikka investointivetoiseen kysyntään liittyvä epävarmuus onkin nyt erittäin korkea. Kaikista komponenteista muodostuva osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus on papereissamme yhä hieman tuottovaatimusta korkeampi.

Globaali elektroniikan sopimusvalmistaja

Scanfil tarjoaa asiakkailleen mahdollisuuden ulkoistaa elektroniikkaa sisältävien tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydintoimintoihinsa, mikä luo asiakkaille joustoa kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Scanfilin valmistaa etenkin teollisuuteen, energia- ja ympäristösektorille (vihreä siirtymä) sekä terveydenhuoltosegmenttiin päätyviä lopputuotteita. Näissä asiakassegmenteissä pienet tuotantoerät, lyhyet toimitusajat ja pitkät tuotesykliit sekä osittainen tarve läsnäoloon asiakkaiden tuotekehityksen lähellä mahdollistavat pienemmille yhtiöille kannattavan toiminnan, vaikka kilpailu toimialalla on kova. Yhtiöllä on yhteensä 11 tehdasta jaoteltuna Keski-Euroopan, Pohjois-Euroopan, APAC:n ja Amerikoiden maantieteellisiin alueisiin. Scanfilin vahvuuksia ovat mielestämme kattava tehdasverkko, globaali toimintamalli, kulutehokas kulttuuri, pitkä kokemus toimialasta sekä tuotannon nopeus, joustavuus ja laatu. Yhtiöllä on myös vahva taloudellinen historia, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta pitkällä aikavälillä. Scanfilin selkeimpinä riskinä näemme globaalin talouden ja investointivetoisen kysynnän sekä osin myös kilpailun kiristymisen. Scanfililla on USA:ssa paikallisia markkinoita palveleva tuotantolaitos, mutta epäsuorien vaikutusten takia näemme USA:n mahdolliset tullit ja niiden vastatullit negatiivisena uutisena ja riskinä yhtiön liiketoiminnalle.

Scanfil on kannattava kasvaja

Scanfilin relevantin markkinan volyymit kasvavat arviomme mukaan noin 3–6 % vuodessa pitkällä aikavälillä, mitä ajaa BKT:n kasvu, teollisuuden tuotannon ulkoistamisasteen nousu, sähköistyminen ja puolustusinvestoinnit. Yhtiön markkina on hajanainen, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä epäorgaaninen kasvualusta. Yrityskaupat ovat arviomme mukaan olennainen osa historiallisesti menestyksekkäitä yritysjärjestelyjä toteuttaneen Scanfilin kasvustrategiaa. Arviomme mukaan yhtiöllä olisi taseessa pelkkää velkakapasiteettia isonkin (EV yli 100 MEUR) yritystoston tai useampien pienempien yritystosten toteuttamiseen. Scanfil on kärsinyt vuonna 2024 vaimeasta kysynnästä nihkeässä taloustilanteessa. USA:n tullien ja niiden vastatullien sekä pelkkien tulliriskien vaikutus globaaliin talouteen tulisi toteutuessaan olemaan negatiivinen, kun taas Saksan infra- ja puolustusinvestoinnit tukisivat aktiviteettia Scanfilin päämarkkinoilla Euroopassa. Odotamme yhtiön pysyvän kuitenkin maltillisella liikevaihdon ja tuloksen nousu-uralla lähivuosina hitaasti paranevassa toimintaympäristössä (ml. SRX-yritystosto vuonna 2025). Tulokasvu on liikevaihtovetoista, sillä kannattavuuden odotamme pysyvän suunnilleen vakaana yhtiön tavoitetason (7–8 % oik. EBIT-%) alarajan tienoilla.

Arvostuskuva on maltillinen riskeistä huolimatta

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 12x ja 11x ja EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 8x. Arvostus laahaa hieman yhtiön 5 vuoden mediaanien alapuolella ja on alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, mikä antaa tiettyä puskuria ennusteriskejä vastaan. Odotamme lievän tulokasvun, arvostuksen niukan nousuvaran sekä noin 3 %:n osinkotuoton muodostavan hieman tuottovaatimusta korkeamman tuotto-odotuksen vuoden tähtäimellä ja keskipitkällä sihdillä. Myös DCF-arvo on edelleen osakekurssin yläpuolella. Näin ollen toistamme positiivisen näkemyksemme houkuttelevan pitkän ajan sijoitustarinan omaavasta Scanfilista ulkoisten tekijöiden takia kohonneesta riskiprofilista huolimatta

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

9,00 EUR

(aik. 9,40 EUR)

Osakekurssi:

8,08 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	780	833	878	945
kasvu-%	-13 %	7 %	5 %	8 %
EBIT oik.	53,6	57,3	61,5	67,7
EBIT-% oik.	6,9 %	6,9 %	7,0 %	7,2 %
Nettotulos	39,1	43,6	47,1	52,3
EPS (oik.)	0,60	0,67	0,72	0,80

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

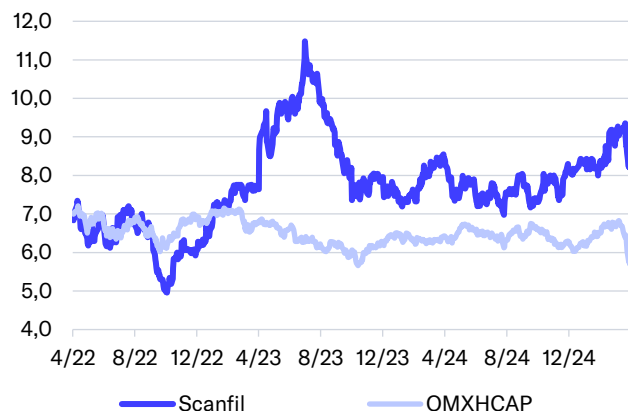
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

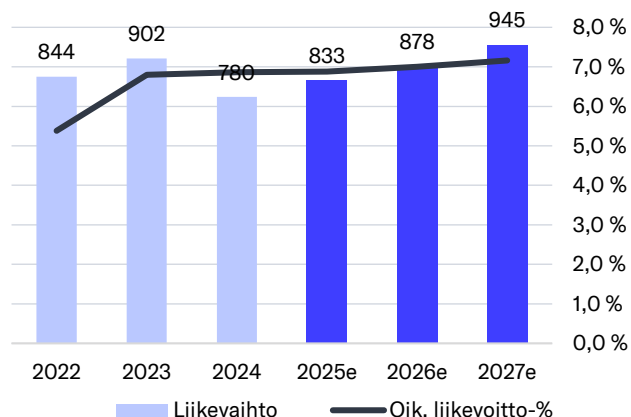
Scanfil arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan 780–920 MEUR ja oikaistun liikevoiton 53–66 MEUR

Osakekurssi



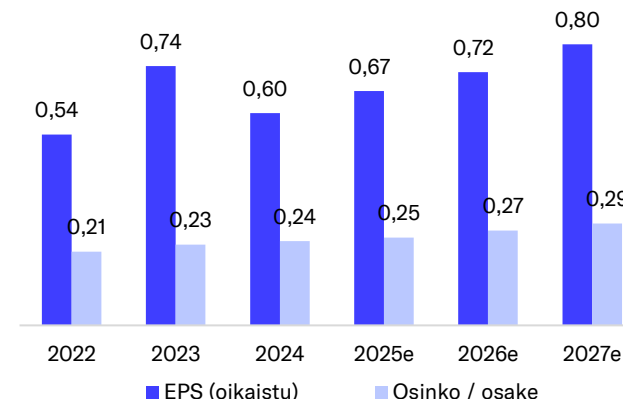
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Kysyntä tulee osin jossain määrin syklisiltä sektoreilta
- Kysyntä on investointivetoista ja siten jossain määrin korkoherkkää
- Kilpailun kiristyminen ja kilpailukentän muutokset
- Rajallinen hinnoitteluvoima
- Inflaatio

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,08	8,08	8,08
Osakemäärä, milj. kpl	65,3	65,3	65,3
Markkina-arvo	528	528	528
Yritysarvo (EV)	524	505	483
P/E (oik.)	12,1	11,2	10,1
P/E	12,1	11,2	10,1
P/B	1,7	1,5	1,4
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,6	6,0	5,3
EV/EBIT (oik.)	9,1	8,2	7,1
Osinko/tulos (%)	37,5 %	37,4 %	36,3 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,3 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-13
Toimiala ja kilpailukenttä	14-19
Strategia	20-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-31
Arvonmääritys ja suositus	32-39
Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi	40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Scanfil lyhyesti

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

1976

Sopimusvalmistustoiminta alkaa

2002

Listautuminen Helsingin pörssiin

5,5 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) 2016–2024

780 MEUR (-13 % vs. 2023)

Liikevaihto vuonna 2024

53 MEUR (6,8 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto vuonna 2024

3 593 (-2,1 % vs. 2023)

Henkilöstö (FTE) vuoden 2024 lopussa

SCANFIL

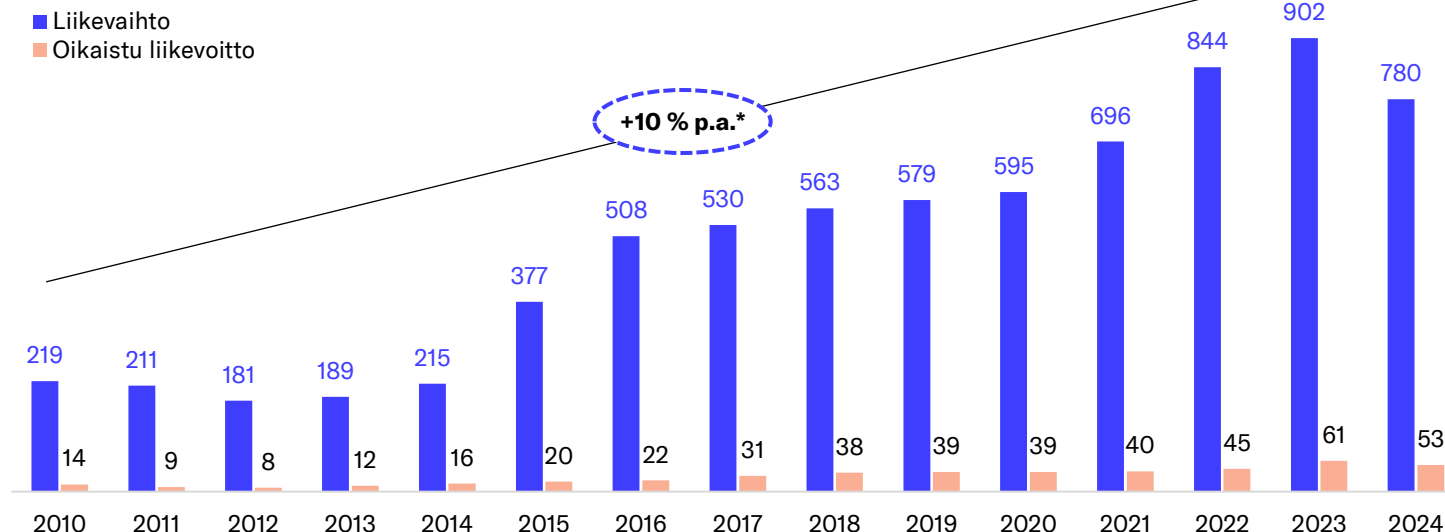
2010–2014

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

2015–2024

- Liikevaihtopohjaisesti halpa PartnerTech-kauppa vuonna 2015 nosti yhtiön uuteen kokoluokkaan
- Vuosina 2015–2016 ostetuissa yksiköissä toteutetut voimakkaat saneeraustoimet laskevat kiinteitä kuluja
- Tehokkaaksi viritetty tuotantokoneisto näyttää iskukykynsä hyvässä markkinassa 2018–2019
- Strategisesti tärkeä HASEC-yritysosto 2019
- Koronakriisiin yhtiö sopeutui onnistuneesti 2020
- Hyvä kysyntä vuosina 2021–2023 ja kannattavuutta 2021–2022 rajoittaneiden materiaalihaasteiden väistyminen 2023
- Markkinatilanteen normalisoituminen vuonna 2024

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Kokonaistoimitukset taitava sopimusvalmistaja

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut ja etenkin teollisuuden elektroniikkaan asemoitunut sopimusvalmistaja, joka on keskittynyt etenkin elektroniikan ja erilaisten järjestelmien muodostamien tuotekokonaisuuksien integrointiin. Päivittäisen tekemisen tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Scanfililla on kyky valmistaa asiakkaan (ts. OEM-yhtiön) koko tuote tai sen osakokonaisuus. Tämä mahdollistaa asiakkaalle resurssien tehokkaamman allokoinnin oman liiketoimintamallin ydintoimintoihin kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin. Luonnollisesti tuotannon ulkoistaminen tuo laitevalmistajille myös kapasiteettia ja kustannusten hallintaan liittyviä joustopisteitä.

Eurooppa ohjaa liiketoimintaa

Vuonna 2024 Scanfilin liikevaihto oli 780 MEUR ja oikaistu liikevoitto 53 MEUR. Scanfilin liiketoiminta on vahvasti Euroopan talousalueen ohjaamaa, sillä vuonna 2024 reilut 70 % liikevaihdosta tuli tältä alueelta. Muista maantieteellisistä alueista yhtiölle tärkeimpiä ovat Kiina noin 15 % liikevaihtosuutta sekä Yhdysvallat vajaan 10 % osuutta heijastellen. Liikevaihdon maantieteellinen jakauma pohjautuu loppuasiakkaan, eikä yhtiön oman tuotantolaitoksen sijaintiin.

Vuonna 2024 Scanfilin suurin yksittäinen asiakas toi liikevaihdosta noin 13 %, kun taas kymmenen suurinta asiakasta vastasivat yhteensä noin 55 % koko vuoden tulovirroista. Viimeisen vuoden aikana suurimman asiakkaan osuus on noussut hieman ja 10 suurimman pienentynyt lievästi. Vaikka Scanfilin asiakasportfolio on kohtuullisen keskittynyt, ei asiakasriski mielestämme kuitenkaan ole erityisen korkea toimialan kontekstissa. Näkemystämme tästä tukevat keskeisimpien asiakkaiden kypsät kehitysvaiheet ja liiketoimintojen laadut, näiden asiakassuhteiden monivuotiset

kestot, Scanfilin oma kilpailukyky ja arviomme mukaan vankat asiakaskohtaiset markkinaosuudet sekä suurimman asiakkaan kokonaisuudessaan kohtuullisella tasolla oleva liikevaihtosuus. Viimeisen vuosikymmenen aikana toteutetut yrityskaupat ovat myös olleet hajauttamassa asiakasriskejä, mikä on taas osaltaan laskenut yhtiön kokonaisriskiprofilia.

Liiketoiminnan rakenne

Scanfil raportoi taloudellisen tuloksensa vuoden 2025 alussa neljässä maantieteellisestä segmentissä, jotka ovat APAC, Pohjois-Eurooppa, Keski-Eurooppa ja Amerikat.

Keski-Eurooppa oli vuonna 2024 Scanfilin suurin liiketoiminta-alue. Se toi viime vuonna yhtiön liikevaihdosta 39 % ja oikaistusta liikevoitosta 42 %. Alue oli siis 7,4 %:n oikaistulla liikevoittomarginaalilla hieman konsernin keskiarvoa kannattavampi. Keski-Euroopan alueeseen kuuluvat suuri tehdas Puolan Sieradzissa sekä pienemmät tehtaات Puolan Mysłowicessa ja Saksan Wuthassa.

Pohjois-Eurooppa oli toiseksi suurin liiketoiminta-alue, joka toi konsernin liikevaihdosta viime vuonna 33 % ja oikaistusta liikevoitosta 26 %. Alueen kannattavuus oli konsernin heikoin liikevoittomarginaalin oltua viime vuonna 5,4 %. Arviomme mukaan keskimäärin pienempiä asiakkaita palveleva Pohjois-Eurooppa on kärsinyt etenkin Suomen ja Ruotsin talouden nihkeästä suhdanteesta. Pohjois-Euroopan alueeseen kuuluvat tehtaات Ruotsin Malmössä ja Åtvidabergissä, Suomen Sievissä ja Viron Pärnussa.

APAC toi Scanfilin liikevaihdosta viime vuonna 24 % ja oikaistusta liikevoitosta 28 %. Näin ollen yhtiö ylsi 7,8 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. APAC:ssa on paikallisia markkinoita palveleva suuri ja tehokas tehdas Kiinan Suzhoussa. Kiinan liiketoiminta kehittyi Scanfililla ainakin

SCANFIL

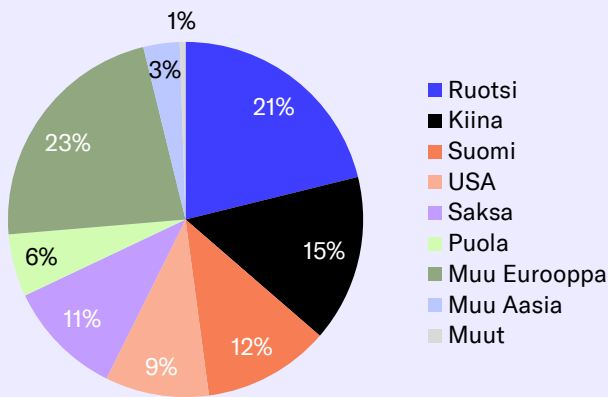
Yli 45 vuoden operatiivinen historia ja korkea teknologiaosaaminen

Tehokas ja globaalilla skaalalla toimiva tuotantolaitosverkosto

Onnistunut asemoituminen teollisuuselektroniikan asiakassegmentteihin

Pitkät asiakassuhteet omilla alueillaan vahvojen laitevalmistajien kanssa

Liikevaihdon jakauma asiakkaan sijainnin mukaan (2024)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Kiinan makrotalouden kehitykseen peilattuna hyvin viime vuonna, sillä Kiinan liikevaihto kasvoi 6 % viime vuonna. APAC paransi kannattavuutensa konsernin keskiarvoa selvästi paremmaksi ennen Q4'24:n alussa toteutunutta ja Q4'24:lla alueen kannattavuutta laimentanutta SRX-yritystostoa. SRX-yritystoston myötä APAC sai tehtaat Kiinan lisäksi myös Malesiaan ja Australiaan.

Amerikat on Scanfilin pienin maantieteellinen alue. Se vastasi 5 %:n konsernin liikevaihdosta ja 6 %:sta oikaistusta liikevoitosta. Amerikoiden kannattavuus oli konsernin parasta tasoa oikaistun liikevoittomarginaalin yllettyä 8,6 %:iin viime vuonna. Arviomme mukaan Amerikat hyötyi viime vuonna USA:n muuta maailmaa paremmasta taloussuhdanteesta ja investointien myötä kasvaneesta kapasiteetista. Amerikat-alueen ainoa tehdas on USA:n Atlantassa.

Lisäksi yhtiö on raportoinut liikevaihtonsa vuoden 2024 alusta kolmen asiakassegmentin kautta. Nämä segmentit ovat:

Industrial toi Scanfilin liikevaihdosta noin 47 % vuonna 2024. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi hissien ohjausyksiköt, automaatio- ja kulunvalvontajärjestelmät, jakeluautomaatit, radiojärjestelmät pullonpalautusautomaatit ja pelikoneet. Segmentin suurimpia asiakkaita ovat arviomme mukaan KONEen, Valmetin ja Toyota Material Handlingin kaltaiset vakiintuneet teollisuusyhtiöt. Segmenttiä ajaa investointivetoinen kysyntä, joten segmentti on lähtökohtaisesti jossain määrin syklinen. Segmentin sisällä on kuitenkin eri investointisykleissä eteneviä asiakkaita.

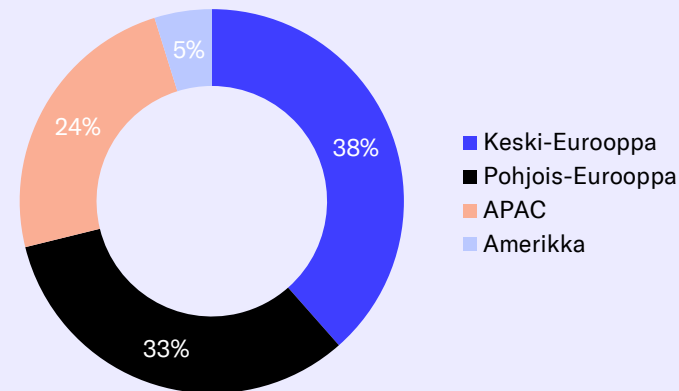
Energy & Cleantech muodosti Scanfilin liikevaihdosta vuonna 2024 noin 34 %. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi invertterit, taajuusmuuttajat, kytkimet, energiapajärjestelmät ja automaattiset keräys- ja

lajitteluratkaisut. Segmentin asiakkaita ovat puolestaan ABB:n ja Tomran kaltaiset korkean teknologia-asteen sovelluksiin keskittyneet toimijat. Energy & Cleantechin kasvukuva on hyvä vihreän siirtymän ansiosta, vaikka viime vuosi menikin koronan jälkeisen ylikuumentumisen ja taloushaasteiden aiheuttamien ongelmien sulatteluun. EU:n hiilidioksidipäästöjen alennustavoitteiden ja Ukrainan sodasta johtuva vihreä energiasiirtymä voivat parantaa segmentin kasvunäkymiä edelleen. Kysynnän perusluonne on investointivetoista ja etenkin rahoitusmarkkinoiden tilanteella voi olla vaikutusta segmentin kysyntään ja kasvun kulmakertoimeen.

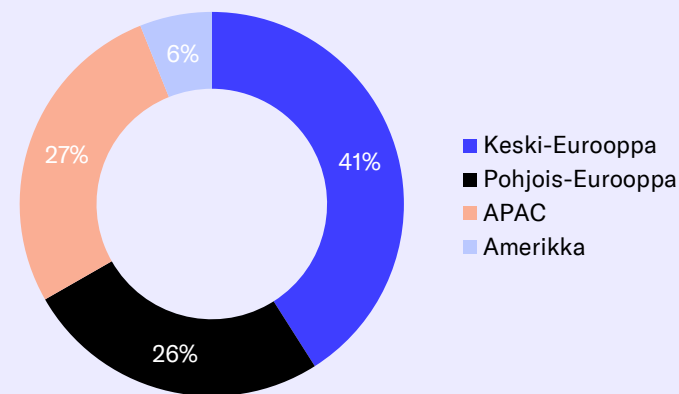
Medtech & Life Sciencen osuus Scanfilin viime vuoden liikevaihdosta oli noin 19 %. Segmentin tyypillisiä sovelluksia ovat muun muassa erilaiset mittaus- ja analysointi-instrumentit, hammaslääkärituolit ja säähavaintolaitteet. Tätä tuotekoria peilaten tyypillisiä asiakkaita ovat puolestaan Planmegan, ThermoFisher Scientificin ja Vaisalan kaltaiset vahvan markkina-aseman ja kilpailukyvyn omaavat yhtiöt. Segmentin tuotesykli on arviomme mukaan pitkä ja kysyntä luonteeltaan vakaata, mikä tekee tästä liiketoiminnasta lähtökohtaisesti kahta muuta segmenttiä defensiivisemmän. Myös kasvukuva on yleisesti ottaen hyvä ja arviomme mukaan segmentin sisältä on löydettävissä hyvin houkuttelevan kannattavuuspotentiaalin markkinataskuja.

Mielestämme Scanfilin liiketoiminnan rakenne on kokonaisuudessaan tasapainoinen, eikä yhtiö ole liian riippuvainen yksittäisen asiakassegmentin kehityssuunnasta tai sen voimakkuudesta. Lisäksi alla olevien segmenttien kasvukuvat ovat yleisesti ottaen terveet ja niiden kasvun pitäisi olla sopimusvalmistusmarkkinan kasvua nopeampaa.

Liikevaihdon jakauma alueittain (2024)



Oikaistun liikevoiton jakauma alueittain (2024)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Maantieteellisesti Euroopan painoarvo on yhä tuntuva, mutta viimeistään SRX-kaupan jälkeen Scanfil on puhtaasti globaali yhtiö. Tämä pohja luo Scanfilille itselleen hyvän lähtötilanteen pidemmän aikavälin arvonluontia ajatellen. Liikevaihdon eri segmentteihin hajautuneen rakenteen, segmenttien sisäisten syklierojen ja liiketoiminnan globaalin luonteen takia portfolion suunta on myös ollut historiallisesti melko tasainen ja ennustettava kysynnän pääosin investointivetoisesta luonteesta huolimatta.

Vertikaalisesti integroituneen toimintamallin ytimessä tuotevalmistus

Sopimusvalmistajana Scanfililla ei käytännössä ole lainkaan asiakkaasta riippumatonta ja laitevalmistajille tyypillisiä omia tuotekehitys- ja suunnittelufunktioita. Näin ollen Scanfilin konsernitason liiketoimintamallin keskiössä on elektroniikan integroiminen tuotekokonaisuuksiksi, vaikka toimintamalli koostuukin useista prosesseista, joilla yhtiö täyttää osan asiakkaidensa arvoketjuista. Scanfilin toimintamalli on vertikaalisesti integroitunut, minkä myötä yhtiö kykenee pelkän valmistuksen lisäksi tarjoamaan asiakkailleen myös laajoja tuotanto- ja palvelukokonaisuuksia (ml. toimitusketjun hallinta koko tuotteen elinkaaren ajaksi). Palvelumyynnin osuus Scanfilin liikevaihdosta vuonna 2024 oli 46 MEUR tai 6 %.

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten suhteellisen etumatkan hankkiminen kovan teknologiaosaamisen tai pääomainvestointien turvin on toimialalla varsin vaikeaa. Sen sijaan Scanfilin kokonaistoimitusmallissa on yhä verrattain paljon henkilöintensiivisiä prosesseja ja etenkin näitä prosesseja hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia osia, vaikka toimialalla automaatioasteita pyritäänkin trendimaisesti kasvattamaan.

Korkeahko henkilöintensiteetti ja teknologinen kehitys (mm. automaation ja tekoälyn hyödyntäminen) on lisännyt ja lisää edelleen vaatimustasoa työntekijöiden osaamisen suhteen. Toimintamalli itsessään ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan luo Scanfilille varsinaisia kilpailuetuja, vaan yhtiön vahvuudet tulevat erityisesti toiminnan mittakaavan, globaalin ja tehokkaasti suorittavan tuotantolaitosverkoston sekä kustannustehokkaan ja -tietoisin yrityskulttuurin kautta.

Pitkät asiakassuhteet ovat tärkeitä

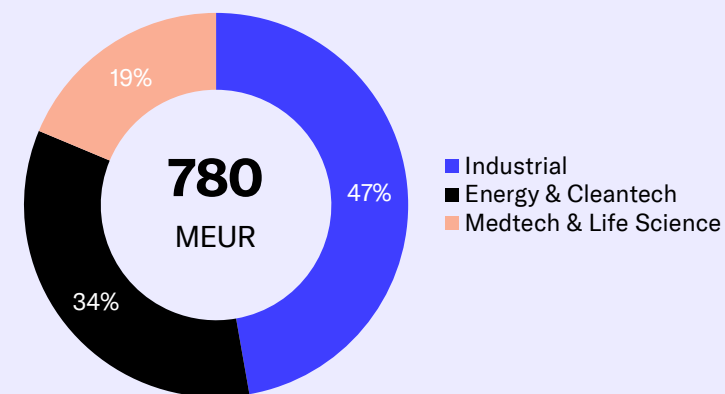
Sopimusvalmistajien ansaintalogiikasta johtuen pitkäkestoiset asiakassuhteet ovat erittäin tärkeitä. Arviomme mukaan Scanfilin kokonaistoimituksiin taipuvan toimintamallin vahvuudet nousevat esiin juuri pitkissä asiakassuhteissa laitevalmistajien asteittain kasvavia volyymimääriä ja niiden myötä syntyviä lisäpalvelutarpeita mukaillen. Pitkät asiakassuhteet ovat toki myös seurausta asiakkaille lisäarvoa luoneista laadukkaista palveluista.

Tässä Scanfil on myös historiallisesti tarkasteltuna onnistunut erittäin hyvin, eikä avainasiakkaita ole menetetty käytännössä koskaan. Myös vuonna komponenttipulasta johtuneiden väliaikaisten toimitushaasteiden ja poikkeuksellisen kovan inflaation takia vuonna 2022 sakannut asiakastytyväisyys toipui selvästi vuosina 2023–2024. Pitkät asiakkuudet kuvastavat mielestämme hyvin sekä Scanfilin keskeisimpien vahvuuksien pitävyyttä että onnistunutta asemoitumista hyvien mahdollisuuksien teollisuuselektroniikkaan ja sen sisällä hyvät kilpailukyvyt omaaviin asiakkuuksiin. Erityisesti viimeinen komponentti ja siten asiakkaiden menestyminen omissa liiketoiminnoissaan on alan dynamiikasta johtuen kriittistä Scanfilin kasvulle ja omistaja-arvon luomiselle. Toisaalta Scanfilin avainasiakasportfoliossa vakaat ja suuret yhtiöt ovat isolla painolla ja niiden siivellä räjähtävän nopea

Asiakkaat*



Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2024)



Lähde: Scanfil, Inderes

* Asiakkaita yhteensä yli 100 useilta eri teollisuudenaloilta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

kasvu on myös epätodennäköistä, vaikka asiakaskohtaisen markkinaosuuden kasvattaminen voikin mahdollistaa jossain määrin asiakkaan kasvua ripeämmän kasvun (ja päinvastoin).

Tilauuskanta on rakenteellisesti lyhyt

Sopimusvalmistajien kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaita, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukysyntöjensä vaihteluille. Avainasiakkaidensa kanssa Scanfilillä on pitkän aikavälin puitteet määrittävät runkosopimukset, jotka tarkentuvat ei-sitoviksi vuosi- ja kuukausitason ennusteiksi. Koviksi tilauksiksi nämä ennusteet muuttuvat tyypillisesti vasta 4–6 viikkoa ennen toimitusta, mikä tekee tilauuskannan rakenteesta lyhyen. Vuosien 2021–2022 globaalien toimitusketjujen epävakaassa tilanteessa tilauuskannat ja ennusteet ylsivät selvästi normaalia pidemmälle (jopa 1–2 v päähän), mutta arviomme mukaan näkyvyys on palautunut suunnilleen pitkän ajan keskimääräiselle tasolle toimitusketjujen ongelmien käytännössä purkauduttua.

Tilauuskannan rakenteesta huolimatta komponentit hankitaan selvästi ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Tämä asettaa paineita yhtiön käyttöpääoman hallintaan, sillä komponenttien saatavuustilanteesta riippuen niiden markkinahinnat voivat vaihdella selvästikin. Asiakkaiden kanssa tehdyt runkosopimukset mahdollistavat kuitenkin sen, että Scanfil ei itse kanna täyttä riskiä etupainotteisista materiaaliostoista vaan ennustetun tilauksen peruuntuessa vastuu varastoon hankituista komponenteista jää asiakkaalle. Lyhyt tilauuskanta voi vaikeuttaa myös yhtiön tilaus-/toimitusketjun hallittavuutta ja aiheuttaa yllätyksiä tarve-ennusteiden pettäessä, sillä lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto ei ole täysimääräinen. Toimialan ansaintalogiikka huomioiden emme usko tämän lainalaisuuden muuttuvan,

minkä takia yhtiön on tärkeä säilyttää operatiivista joustovaraa ja työkaluja tähän (mm. vuokratyövoiman käyttö) jatkossakin.

Kulurakenne on kevyt

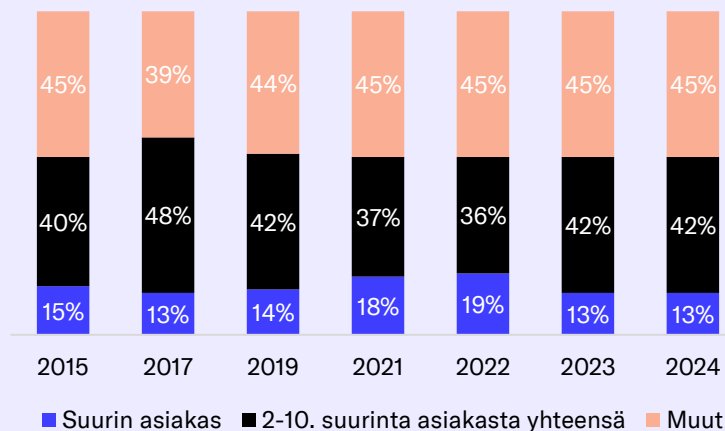
Arviomme mukaan Scanfilin kokonaiskuluista noin 85–90 % on muuttuvia ja 10–15 % kiinteitä, minkä myötä yhtiön kulurakenne on joustava. Ohuita kiinteitä kustannuksia selittää etenkin se, että yhtiöllä ei ole omaa tuotekehitystarvetta (ts. IPR:t ovat asiakkaan) ja sen sitomia kiinteitä resursseja. Myös tehtaisiin liittyvät kiinteät kulut ovat kohtuullisia valmistuksen kevyehkö luonne huomioiden.

Lisäksi yhtiön organisaatorakenne on kokoluokkaan nähden kevyt ja kulttuuri kuluorientoitunut. Kevyen kulurakenteen johdosta Scanfilin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat melko rajalliset, eikä liikevaihdon kasvu skaalaudu erityisen isolla vivulla kannattavuuteen tietyn perustason saavuttamisen jälkeen. Toisaalta kevyt kulurakenne mahdollistaa kohtuullisen operatiivisten kulujen joustovaran. Isossa kuvassa kevyt kulurakenne ja kohtuullinen lyhyenkin aikavälin jousto tuo normaaleissa olosuhteissa Scanfilille hyvät työkalut tyydyttävän marginaalitason (ja terveen kassavirran) saavuttamiselle myös laskevan liikevaihtotason ympäristössä. Tästä syystä yhtiö ei ole koskaan tehnyt liiketappiota ja marginaalit ovat pysyneet tyydyttävän kannattavuusrajan tasolla tai yläpuolella heikoissakin markkinaolosuhteissa.

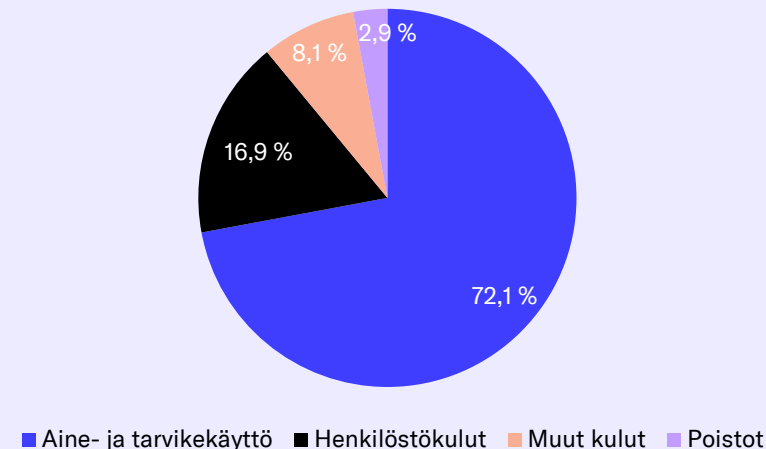
Toiminta on päämakevyttä

Yhtiön liiketoiminta ei sido suuria määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Vuonna 2024 kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 12 % (ml. IFRS 16), mikä on maltillinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan vajaat 18 % ja sen indikoima viesti on samansuuntainen. Tätä selittää etenkin

Asiakasrakenne



Kustannusrakenne (2024)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

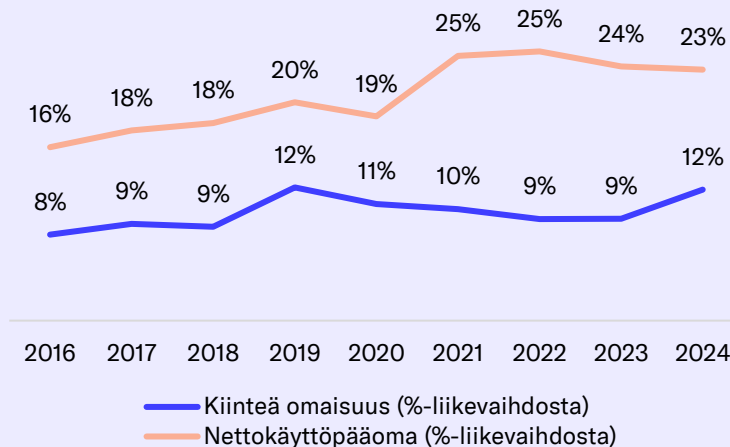
toiminnan luonne, joka on henkilöintensiivisempää ja laitekannaltaan prosessiteollisuutta kevyempää. Toimialalla laiteinvestoinnit voidaan toteuttaa varsin lineaarisessa suhteessa kysynnän kasvun kanssa, mikäli tehtaiden seinä- ja lattiatila sen sallii. Tämä tuo toimijoiden investointeihin tiettyä liikkumatilaa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

Nettokäyttöpääomaa Scanfilin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 20 %, mutta vuodesta 2021 alkaen taso on ollut komponenttien saatavuushaasteen takia selvästi korkeampi eikä tilanne ole korjaantunut vielä täysimääräisesti. Vuoden 2024 lopussa myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat niukasti negatiivisella puolella (ts. myyntisaamiset > ostovelat), mutta pidemmällä sihdillä nämä erät ovat pitkälti netottaneet toisensa. Siten yhtiön sitoma nettokäyttöpääoma muodostuu pääosin varastosta, johon myös haasteet viime vuosina ovat keskittyneet. Arviomme myös yhtiön saavan normalisoitua suhteellisen käyttöpääomatehokkuutensa lähivuosina, kun kysyntä ja toimitusketjut stabiloituvat. Kauttaaltaan sopimusvalmistus on normaaleissakin olosuhteissa melko käyttöpääomaintensiivistä ja sen sitoutuminen rasittaa Scanfilin vapaata kassavirtaa erityisesti volyyymikasvun aikana (ts. 1 MEUR lisäliikevaihto vaatii 0,2 MEUR:n rahoituksen käyttöpääomatarpeen kattamiseen).

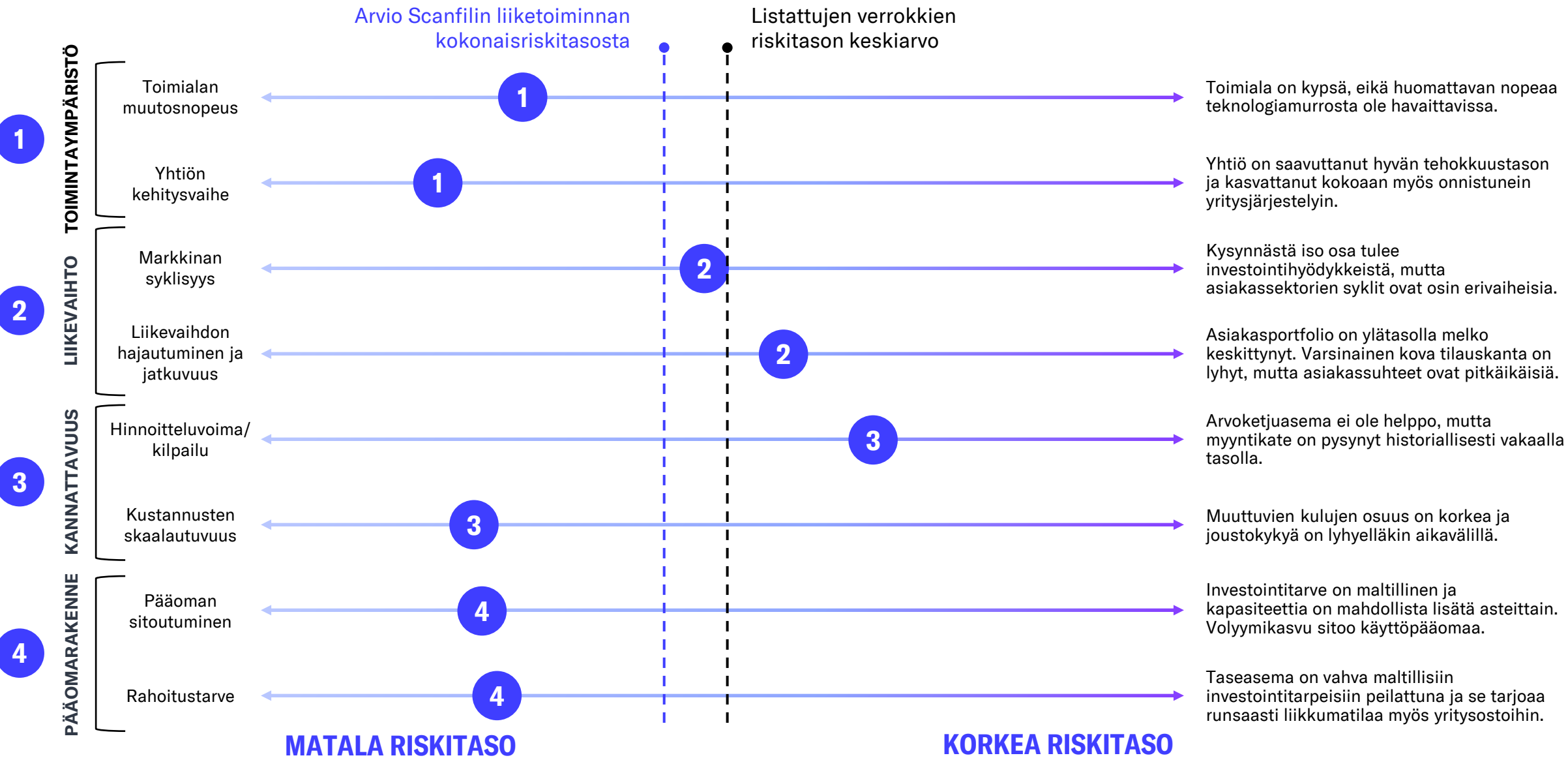
Kokonaisuutena tarkastellen pääoman maltillinen sitoutuminen on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo hyvät lähtökohdat korkeiden pääoman

tuottolukujen saavuttamiselle ja siten omistaja-arvon luomiselle. Maltillinen pääoman sitoutuminen parantaa lisäksi yhtiön osingonjako-potentiaalia ja kykyä yritysjärjestelyille.

Pääoman sitoutuminen



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Scanfil on kasvuyhtiö

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

Vahvuudet ja arvoajurit

Mielestämme Scanfilin keskeisimmät arvoajurit ja vahvuudet ovat:

Kulutehokas kulttuuri ja toimintamalli: Scanfil on historiallisesti kasvanut vahvasti, mutta samaan aikaan myös kannattavasti. Siten kasvua ei ole haettu marginaaleja uhraamalla. Toimialan viitekehikkoon linjattuna Scanfilin pitkän ajan keskimääräinen kannattavuus on ollut melko hyvä ja mielestämme tämän taustalla on etenkin yhtiön kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri. Toimintamallin tehokkuuden ja kulukuria painottavan ajattelutavan säilyttäminen on tärkeää myös jatkossa toimialan rakenteelliset ominaisuudet (mm. krooninen hintapaine) huomioiden ja uskommeakin tämän olevan keskeisessä osassa päivittäistä tekemistä.

Orgaaninen kasvu: Scanfilin asiakaskentässä loppukysyntä kasvaa tyypillisesti noin BKT:n kasvuvauhtia, minkä lisäksi

kasvua tukevat teollisuussektoreiden melko matalat ulkoistamisasteet. Näiden lähtökohtien tulisi mahdollistaa vuositasolla lievästi globaalia BKT:ta nopeamman kasvun, minkä tulisi alan kustannuslogiikka huomioiden näkyä myös tulosriveillä. Lisäksi näemme, että yhtiöllä on tehokkuutensa ja laajan kokonaistarjoamansa puitteissa edellytykset myös maltillisiin asiakaskohtaisiin markkinaosuusvoittoihin.

Yritysjärjestelyt: Sopimusvalmistusmarkkina on rakenteeltaan hyvin hajanainen ja uskomme konsolidaation jatkuvan myös tulevaisuudessa kroonisesti kireän kilpailun pakottaessa toimijoita tehostamaan operaatioitaan ja hakemaan hankinnan mittakaavaetuja. Tämän tulisi tarjota Scanfilin kaltaisille yhtiöille hyviä yritysostovetoisia mahdollisuuksia niin kokoluokan kasvattamiseen kuin riskiprofiilin laskemiseen (ts. asiakaskunnan laajeneminen). Scanfilin aiemmat näytöt omistaja-arvoa luoneista yritysjärjestelyistä ovat pääosin hyviä ja yritysjärjestelyoption odotusarvo on mielestämme sijoittajille positiivinen.

Kannattavuuden pieni nosto: Ennen PartnerTech-kauppaa Scanfil ylsi parhaimmillaan 7–8 % liikevoittomarginaaliin. Arviomme mukaan kaupasta saatu portfolio ei ole rakenteellisesti vanhaa Scanfilia heikompi, joten mielestämme yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä parantaa liikevoittomarginaaliaan vuoden 2024 vajaan 7 %:n tasosta lähivuosien 7–8 %:ssa olevaan tavoitehaarukkaan. Kannattavuustason nosto haarukkaan kestävästi marginaali olisi toimialan ansaintalogiikkaan suhteutettuna hyvä taso, vaikka jotkut verrokkit ovatkin ylittäneet korkeammillekin tasoille. Tämän rajan ylittäminen vaatisi yhtiöltä arviomme mukaan etenkin kasvua nykyisillä tehtaillaan. Kuluvaan vuoden tasosta melko pieneksi jäävä kannattavuuden petrausvara korostaa näkemystämme siitä, että suurin osa Scanfilin pitkän ajan arvonaluonnista on tultava orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun kautta.

SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
- Globaali, tehokas ja joustokykyinen tehdasverkosto - Laadukkaat asiakkaat ja hyvä asema näiden sisällä - Pitkä operatiivinen historia ja hyvä maine - Ei riippuvuutta yksittäisestä teollisuudenalasta	- Tilaukanta ja näkyvyys rakenteellisesti lyhyitä normaalioloissa - Asiakasportfolio on kohtuullisen keskittynyt - Hinnoitteluvoima on rajallinen molempiin suuntiin arvoketjua - Nykykoossa asiakas-hankinnan orgaaniset onnistumiset näkyvät hitaasti
- Asiakassegmenttien pitkän aikavälin kasvuajurit terveitä - Teollisuuselektroniikan ulkoistamisaste on yhä maltillinen - Toimialan rakenne tarjoaa hyviä tilanteita yritysjärjestelyille - Kannattavuudessa on lievää parantamisen varaa	- Avainasiakkaan menettäminen / asiakkaan omat haasteet - Kulutehokkaasta toimintatavasta lipsuminen - Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen - Pidemmällä aikavälillä kilpailukentän rakennemuutokset

Mahdollisuudet	Uhat
----------------	------

Sijoitusprofiili 2/2

Heikkoudet ja riskit

Näkemyksemme mukaan Scanfilin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

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

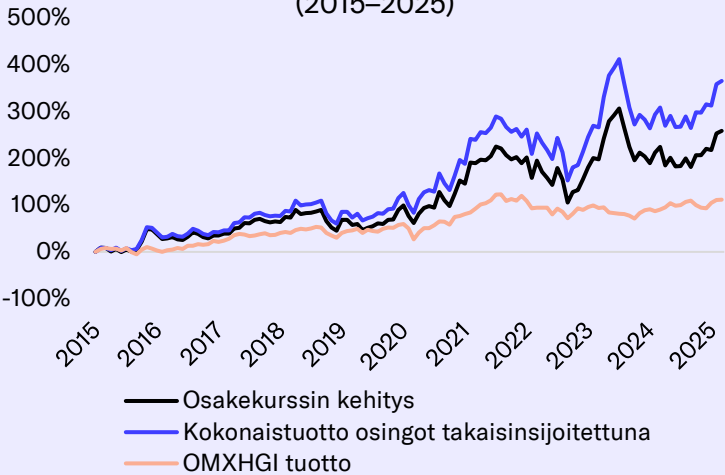
Keskeisen asiakkaan menettäminen: Scanfilin asiakasportfolio on yhä keskittynyt, sillä vuonna 2024 suurin asiakas toi 13 % liikevaihdosta ja kymmenen suurinta yhteensä 55 %. Suurimpien asiakkaiden liikevaihto sisältää todennäköisesti toimituksia useilta tehtailta ja useista tuotteista (ts. päätöksen tekijät eri tahot asiakkailla), joten varsinkaan koko asiakkaan menettäminen ei ole erityisen todennäköistä. Asiakkaan varsinaisen menettämisen lisäksi Scanfil kantaa riskiä myös siitä, että asiakkaiden omien liiketoimintojen tilat heikkenevät. Arviomme mukaan Scanfilin keskeisimmät asiakkaat ovat kuitenkin omilla alueillaan vahvoja ja vakiintuneita toimijoita, minkä lisäksi myös yhtiön oma asema näiden asiakkuuksien sisällä on käsityksemme mukaan hyvä. Nämä tekijät rajaavat yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä, mutta ylätasen tietyn keskittyneisyyden takia näemme silti osakkeeseen liittyvän ainakin sijoittajien silmissä jossain määrin asiakasriskejä.

Hinnoitteluvoima: Scanfilin arvoketjuasema ei ole helppo, sillä yhtiö kohtaa hintapaineita sekä komponenttitoimittajien että loppuasiakkaiden suunnalta. Tämän seurauksena yhtiöllä voi olla täysi työ puolustaa myyntikatteitaan ja/tai estää käyttöpääoman kasvaminen, jos asiakkaan lopputuotteiden hinnat kohtaavat laskupaineita ja/tai komponenttien hinnat nousupaineita. Pidemmästä historiasta tarkasteltuna Scanfilin myyntikatteet ja käyttöpääomatasot ovat kuitenkin olleet vakaita. Mielestämme yhtiöllä on tähän myös jatkossa hyvät edellytykset teollisuuselektroniikan terveempää kilpailudynamiikkaa sekä keskeisimpien asiakkuuksien kanssa syntyneitä strategisia kumppanuuksia (ts. kynnys sopimusvalmistajan vaihtamiselle korkeahko) heijastellen, mutta lyhyellä tähtäimellä heilahtelut ovat mahdollisia.

Kilpailukentän muutokset: Kilpailun lisääntyminen Scanfilille tärkeimmissä voi jossain määrin lisätä marginaalipaineita. Mahdolliset rakennemuutokset voivat arviomme mukaan realisoitua sekä orgaanisten että epäorgaanisten liikkeiden kautta. Toimialan ansaintalogiikasta johtuen kilpailukentän orgaaniset muutokset tulevat tyypillisesti läpi hitaasti, mutta yritysjärjestelyt voivat muuttaa voimasuhteita nopeammin.

Toisaalta kilpailukentän muutokset voivat olla myös globaalissa mittakaavassa jättiläisten ajamia, mikäli nämä pyrkivät murtautumaan Scanfilille relevanteille teollisuuslohkoille. Kilpailukentän kiristymistä voivat ajaa myös Scanfilia pienemmät yhtiöt. Esimerkikis moni pohjoismainen yhtiö (esim. Kitron, Incap ja Note) on parantanut juoksuaan hurjasti ja noussut yhä relevantimmaksi toimijaksi asiakkaille. Kilpailukentän rakenteelliset muutokset näkyvät selvemmin vasta keskipitkällä aikavälillä, mitä peilaten lyhyellä tähtäimellä kilpailutilanteeseen sidonnaiset riskit liittyvät vahvasti sopimusvalmistajien suhteellisiin kilpailukykyihin, kuten hintaan, laatuun ja toimitusvarmuuteen liitännäisiin tekijöihin.

Scanfilin osakkeen tuotto (2015–2025)



Scanfilin sijoitusprofiili tiivistettynä

Vahvuudet ja arvoajurit	Heikkoudet ja riskit
Kulutehokas kulttuuri ja toimintamalli	Investointivetoisen kysynnän tietty vaihtelu
Orgaaninen kasvu	Keskeisen asiakkaan menettäminen
Yritysjärjestelyt	Hinnoitteluvoima
Kannattavuuden pieni nostovara	Kilpailukentän muutokset

Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

Kokonaismarkkina on valtava

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalin elektroniikkatuotannon yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2022 noin 2200 miljardia dollaria. Emme usko kokonaismarkkinan kasvaneen radikaalisti vuosina 2023–2024 talouden turbulenssi huomioiden. Koko markkina voidaan jakaa siinä toimivien yhtiöiden liiketoimintamallien perusteella neljään osaan: laitevalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajiin (ODM-yhtiöt), sopimusvalmistajiin (EMS-yhtiöt) sekä komponenttien jakelijoihin (tekniset tukkurit ja jälleenmyyjät). Nämä toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, minkälaiset alla olevat arvoketjut ovat ja kuka lopputuotteen immateriaalioikeudet omistaa. Koska Scanfil on sopimusvalmistaja, ei yhtiöllä ole itsenäistä ja täysin asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Täten yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa sovellusten oikeuksia. Eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin toistensa kanssa (mm. valmista/osta -päättökentä), minkä takia Scanfilille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

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

Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ykkönen. Toimialan suurimmat aasialaiset yhtiöt kuten Hon

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

Toiminnan tietyn henkilöintensitiivisyyden ja vallalla pysyvän hintapaineen myötä uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalien kustannustasojen alueille. Yksittäisiin maihin ja etenkin Kiinaan liittyviä riskejä pyritäänkin toimialalla luultavasti laskemaan koronapandemian paljastamien toimitusketjuriskien ja geopoliittisen tilanteen kiristymisen takia. Siten länsitehtaiden ensisijaisena roolina on arviomme mukaan keskittyä kapeampien ja korkeampien vaatimustasojen niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin

Scanfilin valikoituja kilpailijoita / verrokkeja



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



Pääkilpailijat, joilla resurssit laajoihin palvelukokonaisuuksiin ja fokus lähes täysin teollisuuselektroniikassa



Palveltutarjoamiltaan tai maantieteellisiltä peitoiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt

Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

sekä tuotekehityssarjoihin. Asteittain lähemmäs siirtyvien tuotantoketjujen sekä tuotantoteknologioiden jatkuvan kehityksen (mm. automatisaatio) tulisi toki osaltaan tukea länsimaisten yksiköiden strategisia rooleja ja kilpailukykyä kohtuullisen kokoluokan volyymituotantoakin silmällä pitäen. Lisäksi länsimaissa on tilaa myös puolustussektorin tuotteiden valmistamiselle, sillä niiden osalta riskien hallinta painaa jopa kustannustehokkuuttakin enemmän.

Markkinassa neljä lohkoa

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

Kuluttajaelektroniikassa sovellusten tekninen vaatimustaso ei ole tavattoman korkea, mutta toimituserät ovat suuria (low mix/high volume). Tässä lohossa menestyvät sopimusvalmistajat ovatkin kokoluokiltaan valtavia ja mittavat resurssit omaavia toimijoita.

Kuluttajaelektroniikassa tuotesykliit ovat lyhyitä, noin 2–3 vuoden mittaisia. Kilpailu on luonteeltaan hintavetoista ja raastavaa, mikä pitää katteet ohuina. Alan jättiyhtiölle käyttöpääoman hallinta on suurten volyymien ansiosta kuitenkin suhteessa helpompaa.

Scanfil on asemoitunut etenkin teollisuuselektroniikkaan, jossa tuotetekninen vaatimustaso on korkea ja toimituserät selvästi kuluttajaelektroniikkaa pienempiä (high mix/low volume). Teollisuuselektroniikassa tuotesykliit voivat olla jopa 20–30 vuoden mittaisia, mikä tekee sopimusvalmistajasta OEM-yhtiölle tärkeän kumppanin ja korostaa myös oman tuotekehityksosaamisen ja myynnin jälkeisen asiakaspalvelun roolia. Tämä puolestaan tekee teollisuuselektroniikan kilpailutilanteesta terveemmän

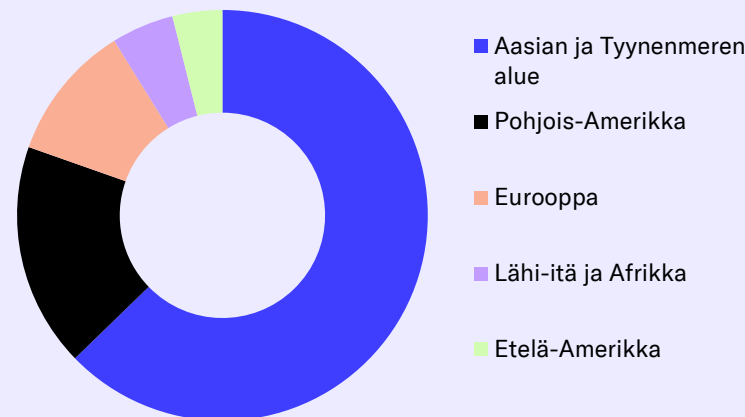
luoden pienemmillekin toimijoille houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia. Haasteena pienempiin kokonaisuuksiin hajoavassa liiketoiminnassa voi kuitenkin olla voimakkaampi alttius sitoa käyttöpääomaa. Julkisen sektorin elektroniikan dynamiikka vastaa jokseenkin teollisuussektoria. Komponenteissa Scanfi ei ole mukana.

Kasvukuva on oiva

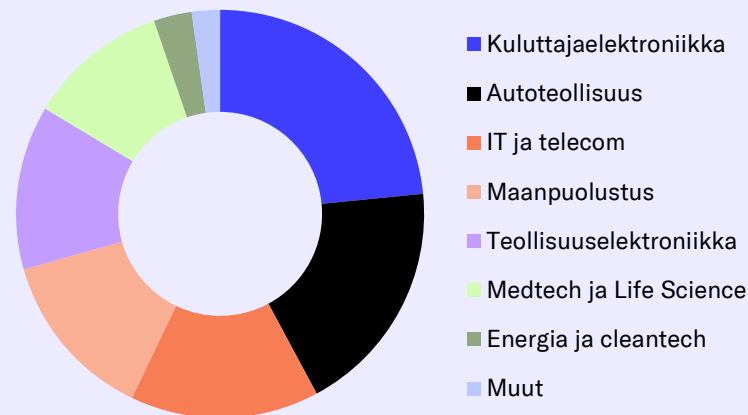
Markkinan kasvua ajaa maailman sähköistyminen, jota ohjaa elintason nousu, digitalisaatio, väestön ikääntyminen sekä vihreä siirtymä. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on eri lähteiden mukaan kasvanut noin 4–5 % vuodessa, joskin korkeampiakin arvioita varsinkin globaalille kasvuille tulevaisuudessa on myös esitetty. Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän vahvojen ajureiden myötä terveenä, joskin yleistalouden heikentyminen syö tyypillisesti lyhyen ajan kasvun edellytykset (vrt. esimerkiksi vuosi 2024). Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan ylittävän globaalin kasvun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän globaalia kasvua alemmalle tasolle yleistalouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

Scanfilin segmenteistä Energy & Cleantechin ja Medtech & Life Sciencen kysynnän kasvun odotetaan olevan markkinakasvua vahvempaa. Vahvin kasvunäkymä on lähivuosien osalta etenkin länsimaissa puolustussektorilla, jossa lähivuosille on väläytelty jopa 20 %:n vuosikasvun potentiaalia Euroopan vahvistaessa sotilaallista kapasiteettia. Scanfilille puolustus ei ole kuitenkaan vielä erityisen merkittävä asiakassegmentti kokonaisuuden mittakaava huomioiden, mutta uskomme yhtiön pyrkivän vahvistamaan asemiaan sektorilla lähivuosina.

Toimialan maantieteellinen jakauma (2023)



Toimialan jakauma segmenteittään (2023)



Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

Globaalien ajureiden ohella markkinaa viime vuosina ohjannut voima on ollut laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu. Tämän teollinen logiikka on selkeä, sillä tuotannon ulkoistaminen vapauttaa laitevalmistajien resursseja omiin ydintoimintoihin tuoden samalla kulusäästöjä. Ulkoistettu tuotanto mahdollistaa OEM-yhtiöille paremman kapasiteetin- ja kassavirranhallinnan, kun investointeja voidaan siirtää ja kasvavaan kysyntään vastata sopimusvalmistajien resursseja hyödyntämällä. Tätä dynamiikka heijastellen OEM-yhtiöt voivat lisäksi saavuttaa tiettyjä kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien kasvu on ollut viime vuosina koko elektroniikkamarkkinaa vauhdikkaampaa. Uskomme tilanteen pysyvän samanlaisena juuri edellä mainittuja kokonaishyötyjä heijastellen.

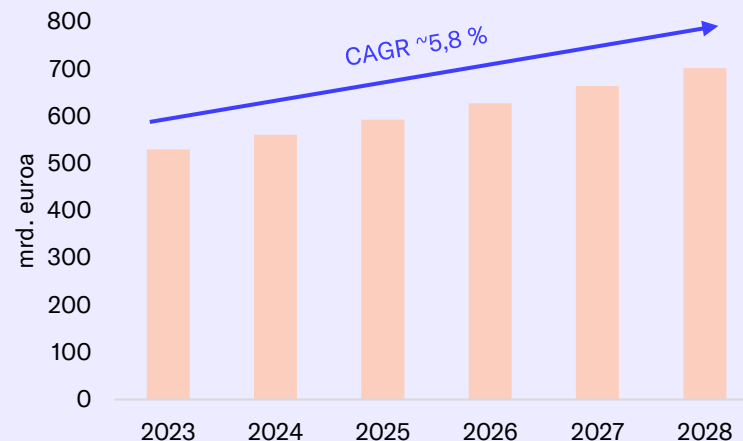
Teollisuuselektroniikassa ulkoistamisaste on tyypillisesti ollut selvästi kuluttajaelektroniikkaa matalampi, sillä pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä tuotannon suuremmalle ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että sopimusvalmistajien tarjoamien hyötyjen myötä omien valmistusresurssien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

Scanfilin asema on hyvä

Kun huomioidaan teollisuuselektroniikan pitkän aikavälin hyvä kasvu- ja kannattavuuspotentiaali, on Scanfilin asemoituminen toimialaan mielestämme melko hyvä. Scanfil ei kokonaismarkkinaan suhteutettuna kohtuullisen pienenä toimijana ole ensisijaisesti riippuvainen markkinakasvusta, mutta yhtiö ei toki myöskään operoi tyhjiössä. Siten markkinakasvu on Scanfilille positiivinen ajuri, sillä markkinan kasvaessa voi yhtiön itseään isompien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin houkuttelevia niche-segmenttejä. Toisaalta markkinakasvun hyytyminen olisi mitä todennäköisimmin seurausta talouden nikottelusta ja se vaikuttaisi väistämättä myös Scanfilin asiakkaiden liiketoimintoihin ja siten Scanfiliin. Lievänä heikkoutena asemoitumisessa näemme toistaiseksi vähäisen altistumisen puolustusteollisuuteen, jossa näkymät ovat vahvat todennäköisesti useiden vuosien ajan.

Scanfilin toimintamalli on vertikaalisesti integroitunut, mikä tekee yhtiön tarjoamasta pelkkään elektroniikkavalmistukseen keskittynyttä toimijaa laajemman ja tuo siten erottautuvuutta. Arviomme mukaan tämä korostuu juuri teollisuuselektroniikassa, jossa tuotesykliit ovat pitkiä ja asiakkaan tuotekehitystarve on luonteeltaan jatkuvaa. Mielestämme Scanfililla on hyvät kyvykkyydet vastata lähivuosina tuotantoprosesseja ja asiakkaiden tuotesovelluksia trendinomaisesti muokkaavien voimien (mm. automatisaatio ja tekoäly) asettamiin haasteisiin ja samalla hyötyä syntyvistä mahdollisuuksista. Näin ollen näemme Scanfilin aseman suhteessa elektroniikkamarkkinaan ja vallitseviin trendeihin (ml. energiatehokkuus, vihreä energia ja sähköistyminen) hyvänä.

Globaalin sopimusvalmistajien (EMS) markkinan arvioitu kehitys



Markkinan kasvuajurit

Maailman sähköistyminen

Elintason nousu, digitalisaatio, väestön ikääntyminen sekä vihreä siirtymä

Laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu

Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

Kilpailua piisaa

Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien arvoketjuasemista ja siten rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen kilpailuympäristön perusluonne on kova. Tästä huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Tätä tukee arviomme mukaan etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset voivat nousta korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa toimittajissa pitkään. Laittevalmistajat vaihtavat sopimusvalmistajiaan tyypillisesti vain painavien syiden, kuten esimerkiksi jatkuvasti venyvien toimitusaikojen, toistuvien laatuongelmien perusteella ja kustannuskilpailukyyn menettämisen myötä. Vaihdon kustannukset ovat kuitenkin eräänlaisia kaksiteräisiä miekkoja, sillä vaikka ne vahvistavat asiakassuhteita vaikeuttavat ne samaan logiikan pohjalta uusasiakashankintaa.

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

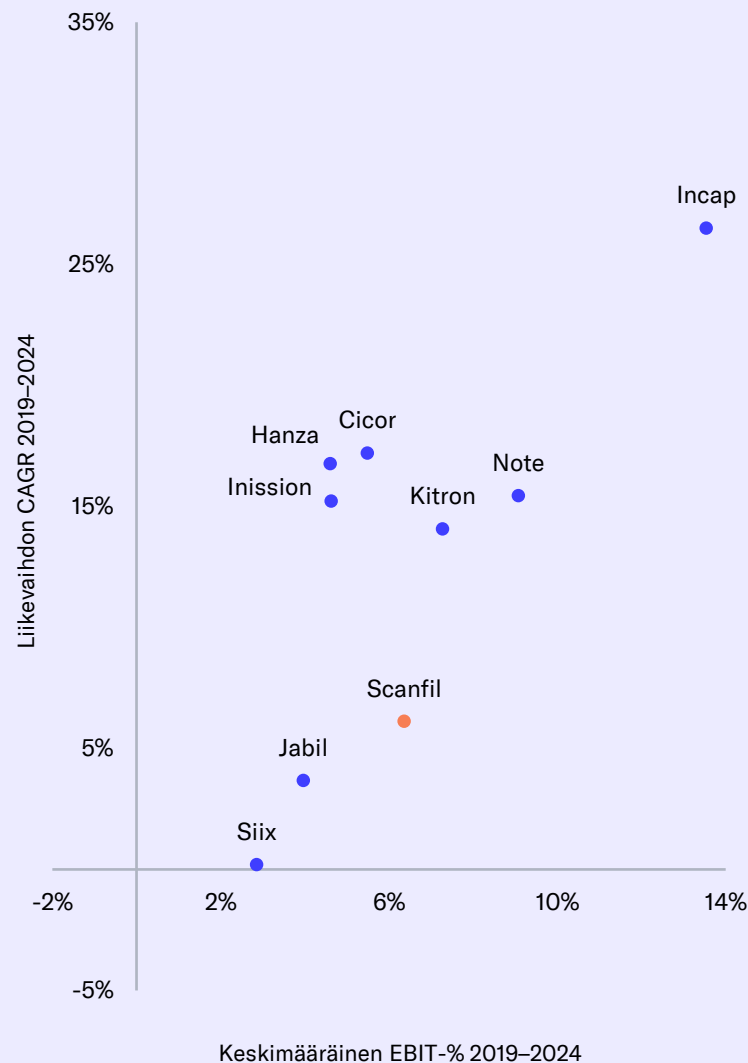
Kolmen kerroksen kisailu

Sopimusvalmistajat on voidaan jakaa liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään.

Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 500 MEUR) toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden segmenttien, minkä lisäksi yhteinen nimittäjä näille toimijoille on etenkin matalan kulutason alueilla sijaitsevat massiiviset tuotantoresurssit. Suuresta koostaan johtuen nämä toimijat ovat tyypillisesti operoineet pääosin low mix/high volume -segmenteissä, eivätkä ne siten ole Scanfilille erityisen relevantteja kilpailijoita. Täysin tämän kategorian yhtiöitä ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä toimijoiden laajat operaatiot ulottuvat väistämättä myös Scanfilille tärkeille asiakasaloille. Taloudellisten resurssiensa puitteissa suuryhtiöillä on lisäksi väkevää investointikykyä ja siten sekä edellytyksiä kilpailukentän vallitsevan dynamiikan muuttamiselle että Scanfilin kannalta merkittäville alueille murtautumiselle. Vaikka tällainen kehityskaari on paperilla mahdollista, emme pidä sitä kuitenkaan akuuttina uhkana, sillä uskomme sen toteuttamisen vaativan näiltä jäteiltä myös ajattelu- ja toimintamalleihin liittyviä muutoksia.

Toisessa kategoriassa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 300–1500 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaaleilla toimintamalleilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektroniikan massatuotannot ovat pääosin näiden toimijoiden kyvykkyyksien ulkopuolella, mutta joustavuudet ja ketteryydet ovat kuitenkin vielä riittäviä tuomaan kilpailukykyä pienempien valmistuserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun suunnalla. Koska Scanfil kuuluu itse tähänategoriaan, mielestämme myös yhtiölle relevanteimmat kilpailijat löytyvät tästä korista. Pääkilpailijat keskisuurten yhtiöiden joukosta ovatkin arviomme mukaan sveitsiläinen Cicor, ruotsalainen Note, tanskalainen GPV, norjalainen Kitron, saksalainen BMK Electronics, hollantilainen Neways, suomalainen Incap ja ranskalainen Lacroix ja puolalainen Fideltronik.

Listattujen toimijoiden taloudellinen kehitys



Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

Keskisuurten yhtiöiden lisäksi Scanfil kilpailee myös **kolmannen kategorian eli vuositasolla noin 300 MEUR tai alle** vaihtavien toimijoiden kanssa. Tämän kokoluokan yhtiöiden resurssit ovat keskisuuria toimijoita kapeammat, joten myös niiden palvelutarjoamat tai maantieteelliset peitot ovat suppeampia (ts. eivät aina täysin vertikaalisesti integroituneita). Lisäksi näiden yhtiöiden asiakaskannat voivat olla hyvinkin keskittyneitä. Pienten yhtiöiden keskeisimpiä kilpailuetuja ovat puolestaan ketteryys ja joustavuus, erikoistuotteet sekä nopeat läpimenoajat. Toimialan viime vuosien nopeimmat kasvajat ja parhaat kannattavuudet ovat löytyneet tältä rintamalta, joten segmentistä voi löytyä kasvavaa kilpailupainetta myös Scanfilille. Scanfilin tämän korin pääkilpailijoihin kuuluu myös listaamattomia paikallisia yhtiöitä.

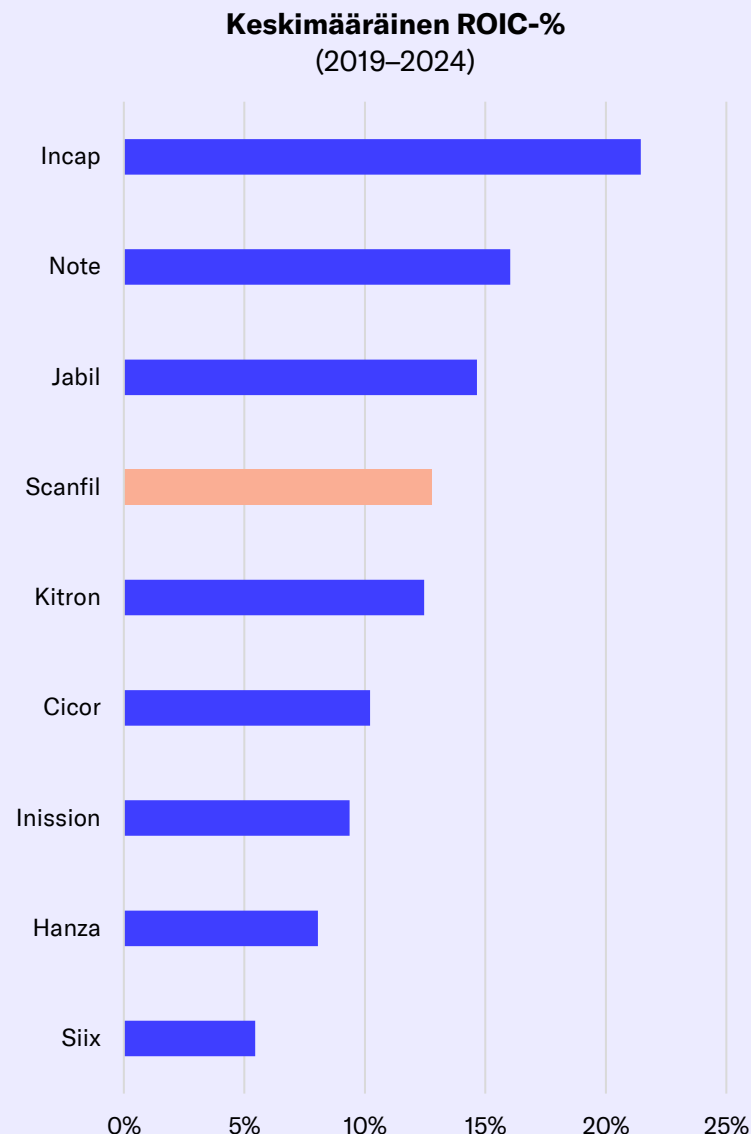
Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan toimiala on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on yli 2000 sopimusvalmistajaa. Aasiassa lukumäärä on vielä suurempi, vaikka ala on Aasiassa keskittyneempi suuriin toimijoihin. Toimijoiden runsas lukumäärä ja pyrkimykset arvoketjuasemien kohentamiseksi ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista selvästi. Arviomme mukaan tämä tulee myös jatkossa olemaan kilpailukentän rakenteeseen vaikuttava ominaisuus taustalla vaikuttavien ajureiden teollisia logiikkoja (mm. asiakasriskien tasoittaminen ja hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu) heijastellen. Scanfilin kannalta toimialan rakenne on mielestämme suotuisa asia, sillä se tarjoaa runsaasti mahdollisuuksia strategian epäorgaaniselle toteuttamiselle.

Scanfil on toimialan vahvoja pelureita

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

Toimialan matalan pääomaintensiteetin vuoksi kohtuullisen ohuillakin voittomarginaaleilla (ts. EBIT-% 6–8 %) on mahdollista yltää korkeisiin karkeasti 20 %:n pääoman tuottolukuihin, kunhan käyttöpääoma (ts. taseen koko) pysyy jokseenkin normaalilla tasollaan eikä tasetta ole paisutettu turhan hintavien yritysostojen luomalla liikearvolla. Scanfilin pääoman tuottoluvut ovat hyvän peruskannattavuuden ja normaaleissa olosuhteissa tehokkaan pääoman käytön seurauksena olleet kilpailukentän yläosassa. Tämä tukee näkemystämme siitä, että Scanfil on laadultaan toimialan kärkipään yhtiöitä.



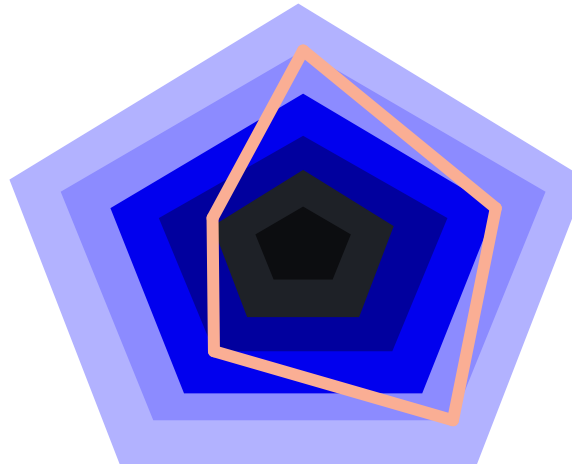
Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

- Sopimusvalmistajilla ei ole omia tuotteita ja korvaavien tuotteiden uhka tulee läpi asiakasportfolioiden kautta
- Ulkoistamisasteen lasku ei mielestämme ole konkreettinen uhka sopimusvalmistajien tarjoamat kokonaishyödyt huomioiden
- Näköpiirissä ei myöskään ole havaittavissa muutosvoimia, jotka syrjäyttäisivät olemassa olevia tuotantoteknologioita



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Komponenttien tuotanto on varsin keskittynyt, mikä rajaa jakelijoiden ja sitä kautta sopimusvalmistajien neuvotteluvoimaa
- Sopimusvalmistajien hankintaketjut ovat hajautettuja ja riippuvuus yksittäisestä toimittajasta on maltillinen
- Komponenttitoimittajien eteenpäin integroitumisen uhka on olemassa ja tätä on viime vuosina myös realisoitunut

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

- Toiminnan ylösajo ei vaadi massiivisen raskaita pääomainvestointeja, toimialan kasvukuva on terve
- Laitevalmistajien kohtaamien vaihdon kustannusten ja toimintadynamiikan takia uusasiakashankinta on hidasta, mikä laskee kokonaan uusien tulokkaiden uhkaa
- Kilpailukykyisen teknologia- ja prosessiosaamisen saavuttaminen vaatii taakseen riittävän skaalan

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

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

Strategia 1/4

Kärkihankkeena kannattava kasvu

Scanfilin strateginen päämäärä on kasvaa kannattavasti. Päämäärän saavuttamisen kannalta keskeiset tekijät ovat arviomme mukaan pitkäkestoisten asiakassuhteiden vahvistaminen, kasvu asiakkaiden mukana, kokonaistoimituksiin kykenevän tarjoaman hyödyntäminen uusasiakashankinnassa, yritysostot sekä kulutehokkuus. Scanfil on sitoutunut globaalisti toimijaksi strategisesti ja operatiivisesti, mikä on mielestämme tärkeää yhtiön avainasiakkaiden globaali liiketoiminta huomioiden.

Mielestämme Scanfilin nykytekemisessä ei ole merkittäviä heikkoja lenkkejä tai kokoluokaltaan mittavia kehityshankkeita. Tähän viittaavat myös eri maantieteellisten alueiden melko vähäiset kannattavuuserot. Näin ollen yhtiö kykenee suuntaamaan fokuksensa strategian toteuttamiseen ja siten pitkän aikavälin omistaja-arvon luomiseen.

Tehdasverkostossa on kyvykkyyksiä erilaisten asiakkaiden palvelemiseen

Sopimusvalmistusliiketoiminnassa avainroolissa on mielestämme tehtaiden kyvykkyydet palvella asiakkaitaan optimaalisella tavalla. Tämä korostuu vielä Scanfilin nykyisessä toimintamallissa, jossa päätöksentekoa pyritään hajauttamaan lähemmäs asiakkaita tehdasosalle reagointikyvyn ja toiminnan tehokkuuden parantamiseksi.

Scanfilin 11 tehtaasta 6 sijaitsee korkeamman kustannustason maissa Suomessa, Ruotsissa, Saksassa, Yhdysvalloissa ja Australiassa. Loput 5 taas sijaitsevan alemman kustannustason alueella Kiinassa, Puolassa, Virossa ja Malesiassa. Arviomme mukaan matalan kustannustason maissa olevat tehtaot ovat keskimääri suurempia ja niillä on

keskimäärin isompi rooli yhtiön globaalien avainasiakkaiden palvelemisessa, joskin etenkin Kiinan ja Yhdysvaltojen tehtailla on merkittävä rooli paikallisten markkinoiden näkökulmasta. Etenkin Kiinassa Scanfil soveltaa käsityksemme mukaan etenkin paikallisten markkinoiden varaan nojaavaa liiketoimintamallia, mikä on mielestämme järkevää Kiinan markkinan suuri koko sekä toisaalta maahan liittyvät erityiset riskit huomioiden.

Vastaavasti taas korkeampien kulutason maiden pienempien tehtaiden on otettava kilpailukykyä joustavuudesta ja laajemmasta palveluvalikoimasta, mikä käytännössä tarkoittaa tuote- ja tuotantosuunnittelun tukitoimintojen sekä protyyppitestausten suurempaa roolia palveluvalikoimassa. Arviomme mukaan länsimaiden tehtaiden roolia portfolioissa puoltaa myös maantieteellinen hajautus, josta voi olla hyötyä toimitusketjujen palatessa osittain idästä länteen sekä nyt valitettavasti pöydällä olevassa kauppasotaskenaariorissa.

Tällä tavoin Scanfil kykenee mahdollistamaan kasvuhakuisille ja kansainvälistyville asiakkaille selkeän polun aina tuotekehityssarjoista globaaliin volyymivalmistukseen. Tämän näemme lisäävän entisestään yhtiön kokonaistarjoaman houkuttelevuutta ja nostavan asteittain myös vaihdon kustannuksia. Siten pidämme tehdasverkostoa Scanfilin kilpailukyvyn kannalta olennaisena elementtinä.

Kyky myös lisäpalveluiden tarjoamiselle

Scanfilin liikevaihdosta yli 90 % kertyy tavaratoimituksista, mutta yhtiö tarjoaa lisäarvopalveluita (mm. logistiikka- ja pienet korjaustyöt). Vuonna 2024 yhtiön palvelumyynti oli 46 MEUR laskien noin 2 % vertailukaudesta. Näemme palvelut tärkeänä osana Scanfilin kokonaisuutta, sillä niiden avulla yhtiö pystyy palvelemaan etenkin pieniä ja elinkaariensa

alussa olevia teknologiayhtiöitä. Suurasiakkailta sen sijaan on usein omia resursseja tätä tarjoamaa vastaavilla alueilla, vaikka toki jotkut isommat asiakkaat ostavat Scanfililta palveluita. Mielestämme sopimusvalmistajien tarjoamalla lisäpalveluilla ei myöskään ole mahdollista saavuttaa poikkeuksellisia ja selvästi tuotevalmistusta korkeampia katteita (vrt. konepajojen huoltoliiketoiminnat), mikä korostaa niiden rooleja ydintoimintoja täydentävinä osina.

Kasvua orgaanisin...

Orgaanista kasvua Scanfil tavoittelee sekä vakiintuneilta että uusilta asiakkailta. Tämä on luonnollinen lähestymistapa, sillä yhtiön asiakkaat ovat omilla toimialoillaan hyvin asemoituneita ja vähintäänkin keskivahvaa kilpailukykyä omaavia yhtiöitä, mikä tekee niiden kanssa kasvamisen houkuttelevaksi. Monet yhtiön avainasiakkaat ovat kuitenkin riippuvaisia maailmantalouden kulloisestakin tilasta ja kehityssuunnasta, mikä rajaa niiden ja siten jossain määrin myös Scanfilin kasvupotentiaalia. Lisäksi Scanfilin markkinaosuudet ovat joissain asiakkuuksissa arviomme mukaan jo kohtuullisen korkeita, kun huomioidaan asiakkaiden toimittajaportfoliot ja näihin liittyvät dynamiikat (suurien yhtiöiden toimittajarekisteri on laaja). Maantieteellinen laajentuminen (esim. viimeisimpänä SRX-yritysosto) voi silti avata yhtiölle mahdollisuuksia voittaa lisää osuuksia asiakkaidensa lompakosta. Merkittävien markkinaosuusvoittojen raapiminen nykyasiakkailta ei kuitenkaan ole helppoa ja näemmekin kooltaan pienemmät asiakkuudet lähtökohtaisesti houkuttelevampana kasvualueena. Pienemmissä yhtiöissä myös uusasiakashankinta on hieman helpompaa. 2020-luvulla yhtiö on arviomme mukaan on parantanut uusmyyntiään, sillä jotkut yhtiön verrokkit olivat Scanfilia edellä orgaanisen

Strategia 2/4

kasvunopeuden suhteen. Esimerkiksi vuonna 2024 yhtiö sai myytyä uusia projekteja annualisoituna 189 MEUR:lla. Tämä tukenee yhtiön kasvua ensi vuonna, vaikka mittakaavaa vertailuluvun onkin vertailuluvun puutteen takia hankala suhteuttaa.

Markkinaosuuksien kasvattaminen nykyportfolioon pienemmässä päässä olisi myös riskienhallinnan kannalta tärkeää, sillä asiakasportfolio on tällä hetkellä yhä jossain määrin keskittynyt. Alan ansainnan logiikasta johtuen uudet asiakkuudet käynnistyvät kuitenkin tyypillisesti varsin hitaasti ja Scanfilin kannalta eteneminen merkittäviin volyymeihin saattaa vaatia useidenkin vuosien yhteistyön. Täten etenkin lyhyellä aikavälillä liikevaihdon suuntaa määrittää hyvin vahvasti vakiintuneen asiakaskannan liiketoimintojen kehitys ja tilaukset.

Yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla kohtuullisen hyvin kapasiteettia orgaaniseen kasvuun, sillä Scanfil laajensi Puolan, Saksan, Kiinan ja USA:n tehtaitaan vuonna 2022 (ainakin USA:ssa on tilaa lisälaajennuksilla). Scanfililla on myös käynnissä 14 000 m² rakennuslaajennuksesta Sieradzin tehtaalla Puolassa, joskin hanketta lykättiin markkinoiden kasvun hyytymisen takia ja käsityksemme mukaan yhtiö on myös pyrkinyt toteuttamaan investoinnin alkuperäistä suunnitelmaa vaihteellisemmin ja myös nykyistä tuotantoa tehostaen. Malesiassa yhtiön investoi yli 4 MEUR uuteen SMT-linjaan, minkä taustalla on arviomme mukaan Laerdal-asiakkuuden luoma kapasiteettitarve tehtaalla. Lisäksi Scanfil on jatkanut ja jatkaa investointeja tuotantoprosessien ja materiaalinhallinnan automatisointiin sekä digitalisaatioon (arviolta 6 MEUR vuosina 2024–2028). Näiden investointien tavoitteena on kasvun lisäksi myös tuottavuuden jatkuvan parantaminen.

...ja pitkällä sihdillä myös epäorgaanisin keinoin

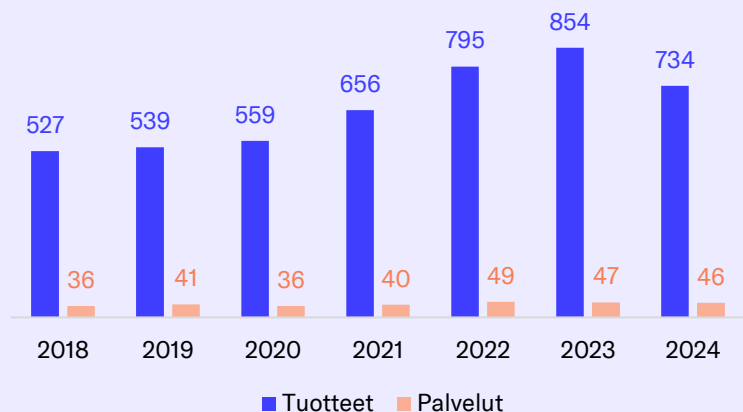
Strategiansa mukaisesti Scanfil hakee kasvua myös yritysostojen kautta. Mielestämme kevään 2024 strategiapäivityksessä epäorgaanisen linjan painoarvo nousi hieman aiempaa suuremmaksi. Tätä puoltaa mielestämme jo varsin pitkälle edennyt tie marginaalin parantamisessa sekä orgaanisiin kasvunäkymiin vallitsevassa maailmantalouden hitaan kasvun ympäristössä vaikuttava epävarmuus.

Vuonna 2015 Scanfil toteutti suuren ja erittäin onnistuneen PartnerTech-järjestelyn, kun taas vuosina 2014 ja 2019 yhtiö teki kaksi pienempää järjestelyä hankkimalla saksalaiset Schaltex Systemsin ja HASEC:n. Syksyllä 2023 Scanfil laajeni Malesiaan ja Australiaan ostamalla SRX Globalin. Pienet (EV alle 25 MEUR ennen lisäkauppahintoja) liiketoimintaportfoliota laajentaneet kaupat ovat mielestämme olleet strategisesti hyviä, sillä näiden kautta Scanfil on onnistunut laajentamaan maantieteellistä peittoaan sekä Euroopassa että kaukomarkkinoilla. Schaltexin mukana tulleen Hampurin tehtaan Scanfil kuitenkin joutui sulkemaan vuonna 2021 kannattavuushaasteiden takia. Siten kauppa ei ollut täysosuma, vaikka yhtiö pääsi sen avulla Keski-Eurooppaan ja Medtech-segmenttiin sekä säilytti sulkemisesta huolimatta tehtaan asiakkaat ainakin pääosin.

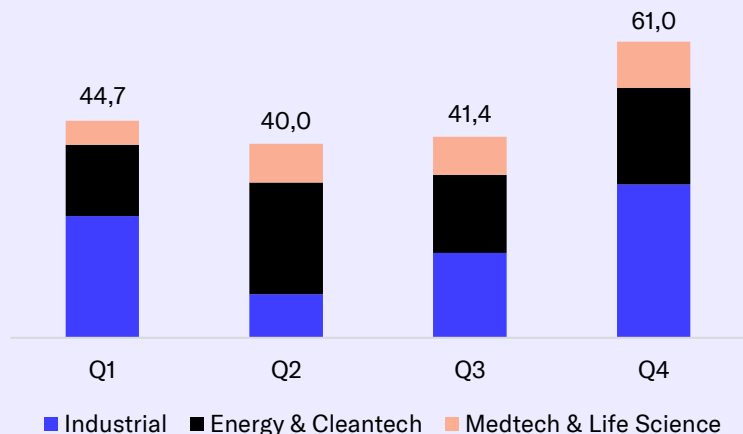
Vaikka yritysostojen järkevyys on aina tapauskohtaista (mm. hinta ja liiketoimintaprofiili), suhtaudumme Scanfilin yritysostosuunnitelmiin positiivisesti seuraavien syiden takia:

1. Yritysoston kassavirtaprofiili on heti positiivinen, ja se tuo orgaanista kasvua nopeampia tuloksia

Tuotteiden ja palveluiden myynnin kehitys (MEUR)



Uusien projektien myynti kvartaaleittain (2024, MEUR)



Strategia 3/4

2. Yritysosotot laajentavat yhtiön asiakaskuntaa

automaattisesti ja avaavat sekä uusia markkina-alueita että mahdollisesti myös uusia teollisuudenaloja

3. Edulliset yritysosotot (ts. ostettavan yhtiön kertoimet omia kertoimia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluonnin lähtökohta on suotuista

4. Toimialan rakenne on hajanainen, mikä tarjoaa riittävästi potentiaalista massaa osin yritysosovetoisen kasvustrategian toteuttamiselle

Tätä kokonaiskuvaa peilaten pidämme käytännössä varmana, että yhtiö tulee myös vauhdittamaan kasvua yritysostoilla lähivuosina. Ostokohteiden kartoittamisessa uskomme Scanfilin noudattavan kurinalaista ja konservatiivista lähestymistapaa niin ostettavan liiketoiminnan laadun kuin hinnankin suhteen. Mielestämme tämä on hyvin perusteltu toimintamalli, kun huomioidaan tavalliset yritysostoihin liittyvät riskit. Potentiaalisten ostokohteiden sijainnin suhteen yhtiö arviomme mukaan suosii USA:ta ja Aasiaa (pl. Kiina). Kaukomaiden painottamista tukee mielestämme Scanfilin vielä vähäisempi läsnäolo alueilla. Lisäksi epäorgaaninen laajentuminen vahvojen kasvunäkymien puolustussektorille houkuttelee luultavasti yhtiötä, joskin tämä optio sijoittuneen maantieteellisesti etenkin Eurooppaan jo poliittisista syistä.

Greenfield-investointeja emme usko yhtiön tekevän tulevaisuudessakaan, vaikka uuden tehtaan noin 15–30 MEUR:n kustannus ei Scanfilin mittakaavassa erityisen suuri olisikaan. Tällaisissa investoinneissa riskitaso on mielestämme saman kokoluokan yritysostoa suurempi mm. kassavirtaprofiiliin sidonnaisia eroja heijastellen.

Taloudellisia tavoitteita päivitettiin vuonna 2024

Scanfil muutti taloudellisia tavoitteitaan vuoden 2024 strategiapäivityksen yhteydessä. Yhtiö tavoittelee nyt 10 %:n vuotuista kasvua yli sykliä (sis. orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu) ja 7–8 % liikevoittomarginaalia.

Liikevaihdon tavoitteensa yhtiö on viimeaikoina ylittänyt pitkällä aikavälillä orgaanisten kasvupanostusten onnistumisen, hyvän suhdanteen, inflaation ja yritysosojen ansiosta. Tavoitteen saavuttaminen jatkossa vaatii onnistumisia samoilla rintamilla, mutta näemme sen realistisena myös jatkoa ajatellen. Yhtiön asiakasrakenne ja liiketoiminnan maantieteellinen jako huomioiden arvioimme, että karkeasti puolet tavoitteesta on tultava epäorgaanisesti yritysostojen kautta, jos oletetaan, että lähivuosina ollaan mieluummin hitaamman kuin nopeamman globaalin talouskasvun ympäristössä. Vuositasolla kasvu myös tulee vaihtelevaan yritysostojen ajoituksen ja talouden syklien takia.

Kannattavuustavoite on realistinen

Kannattavuustavoitteeseen Scanfil ylsi ennen PartnerTech-kauppaa ja on nyt lähellä haarukan alarajaa. Toimialalla muutamat muut pohjoismaiset yhtiöt ovat myös ylittäneet ja/tai ylittäneet haarukan, joskin huomautamme, että ainakin osassa tapauksia korkean kannattavuuden vastapainona riskitasokin on ollut korkeampi. Yleisesti ottaen 7–8 % liikevoittomarginaali on sopimusvalmistajien kontekstiin linjattuna hyvä ja tällä tasolla sekä Scanfilin tyypillisellä taserakenteella oman pääoman tuotto nousee kiistatta laatuyhtiön kriteerit ylittävälle tasolle (ts. ROE vähintään 20 %). Kokonaisuutena taloudelliset tavoitteet ovat myös kannattavuuden osalta realistisia yhtiön aiempien näyttöjen ja toimialan logiikan valossa.



Taloudelliset tavoitteet

Liikevaihdon kasvu

10 %:n liikevaihdon kasvu yli syklin

Kannattavuus

Oikaistu liikevoittomarginaali 7–8 %

Velanhoitokyky

Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen alle 1,5x

Osingonjakopolitiikka

Tavoitteena on jakaa konsernin vuosittaisesta nettotuloksesta noin 1/3 osinkoina osakkeenomistajille

Strategia 4/4

Kun huomioidaan Scanfilin vertikaalisesti integroitunut toimintamalli, kasvun myötä tuleva kulutason pieni skaalautuminen sekä jatkuvat tehokkuusnostot, tulisi yhtiöllä näkemyksemme mukaan olla edellytykset tehdä kestävästi noin 9–10 %:n käyttökatemarginaalia ja 7–8 %:n liikevoittomarginaalia. Sen sijaan pohjoismaisen verrokkiryhmän kärkipään kannattavuuden saavuttaminen on näkemyksemme mukaan yhtiölle vaikeaa, minkä taustalla on joitakin verrokkeja keskimäärin kypsempi ja neuvotteluvoimaisempi asiakasportfolio. Siten näemmekin, että marginaalien kautta tuleva arvonluontipotentiaali on maltillinen etenkin pidemmän ajan keskimääräisestä toteumasta laskettuna, mikä korostaa entisestään kasvua pitkän aikavälin tärkeimpänä arvoajurina.

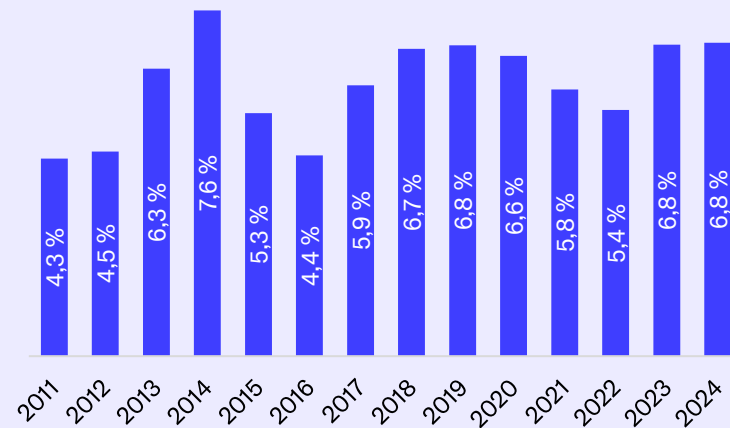
Liiketoiminta kestää hyvin pientä vipua

Tasetavoitteen valossa yhtiö pyrkii säilyttämään tukevan aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka ja yritysostot sisältävä strategia huomioiden. Scanfilin käyttökate on myös melko vakaa eikä ainakaan suurempia heilahduksia alas ole tullut. Näin ollen yhtiö kestää mielestämme hyvin tavoitetason kaltaista vipua ja tavoitetasolle rahoittajien kovenantteihin jää luultavasti selkeä turvamarginaali. Tavoitetason yläraja huomioiden Scanfililla olisi varaa nämä luvut vähintään 100 MEUR:n (EV) velkavetoiseen yritysostoon tai yritysostoihin tällä hetkellä.

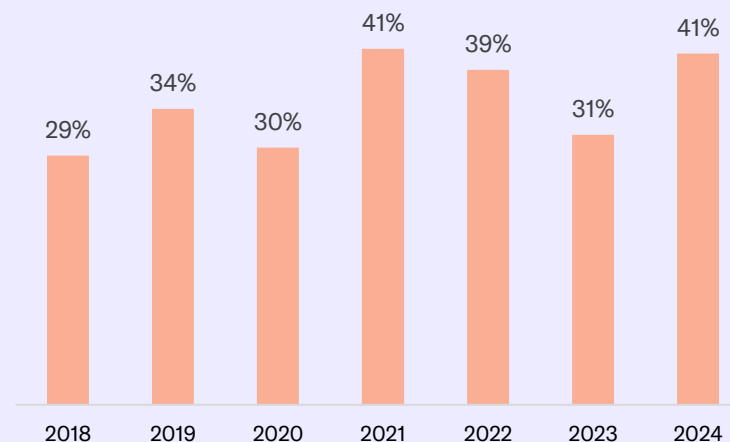
Osinkojen puolesta Scanfilin virallinen politiikka on pitää jakosuhte noin kolmasosassa, joskin uskomme yhtiön pyrkivän samaan aikaan myös tasaisesti kasvavaan voitonjakoon. Tähän Scanfililla on mielestämme hyvät edellytykset matala orgaaninen pääomatarve huomioiden. Yhtiön pääoman tuottopotentiaali huomioiden pidämme

kassavirran allokoimista pääasiallisesti takaisin liiketoimintaan omistajille voitonjakoa houkuttelevampana.

Oikaistu liikevoitto-%



Osingonjakosuhte (%)



Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on käyttöpääomapainotteinen

Scanfilin tase on sopimusvalmistajalle hyvin tyypillinen ja se heijastelee toimialan matalaa kiinteän pääoman tarvetta ja korkeampaa käyttöpääoman sitoutumista. Vuoden 2024 lopussa yhtiöllä oli kiinteää omaisuutta 95 MEUR ja aineettomia omaisuuseriä 49 MEUR (liikearvon osuus 29 MEUR). Arviomme mukaan yhtiön pitkäaikaiset omaisuuserät ovat kurantteja, sillä yhtiö on sulkenut kannattamattomia tehtaitaan viime vuosina useampaan eri otteeseen ja luonnollisesti myös alaskirjannut niihin liittyntä omaisuutta samalla.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat omaisuuserät tulevat käyttöpääoman puolelta, sillä viime vuoden lopussa yhtiöllä oli taseessaan vaihto-omaisuutta 168 MEUR:n ja myyntisaamisia 165 MEUR:n edestä. Myyntisaamisiin ei arviomme mukaan liity merkittäviä luottotappioriskejä. Myös varasto on arviomme mukaan kurantti. Varaston supistui selvästi vuoden 2024 aikana, mutta suhteessa liiketoiminnan kokoon varasto ei ole palannut aivan pandemiaa edeltäneelle tasolle. Näin ollen varaston suhteen parannusvaraa voi olla vielä jäljellä. Tyypillisesti Scanfilin varasto on ollut noin 17–20 % vuotuisesta myynnistä, kun taas nykytaso SRX-yritysosaston vaikutuksella oikaistuna on hieman tämän haarukan yläpuolella.

Kassassa Scanfililla oli vuoden 2024 lopussa 49 MEUR, mikä on liiketoiminnan kokoluokkaan ja käytössä oleviin muihin likviditeettipuskureihin nähden hyvä taso. Yhtiön likviditeettitilanne mahdollistaa myös yhä joustavien ja kannattavuustasonsa näkökulmasta järkevien maksuaikojen solmimisen niin asiakkaiden kuin tavarantoimittajien kanssa.

Korollista velkaa on hyvin maltillisesti

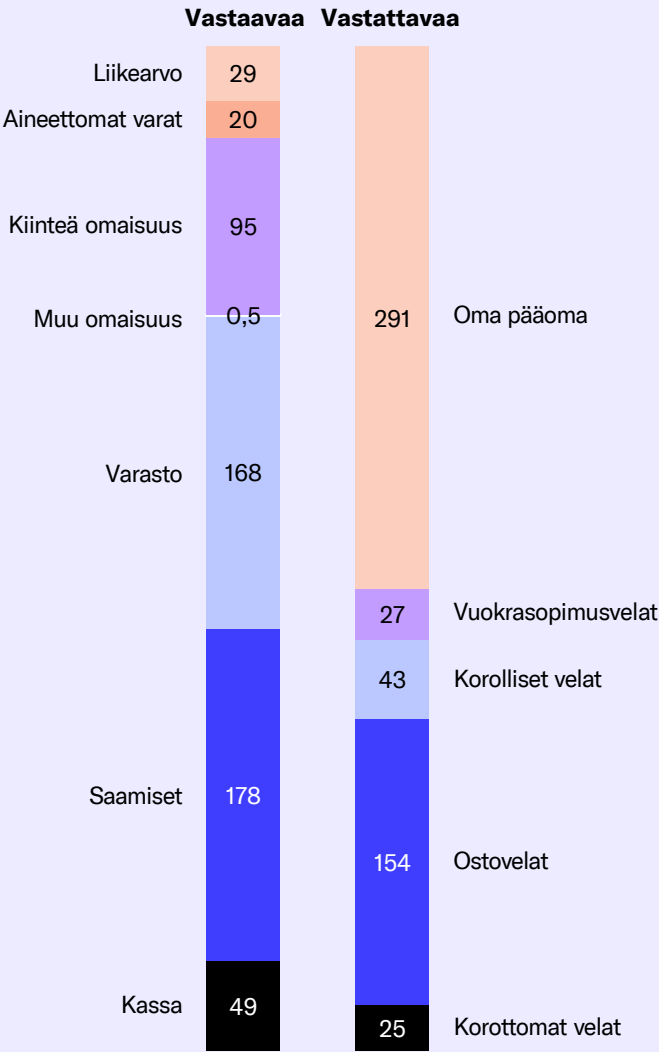
Taseen vastuissa Scanfililla oli viime vuoden lopussa 291 MEUR omaa pääomaa, kun taas vierasta pääomaa oli yhteensä 248 MEUR. Vieraasta pääomasta perinteisen korollisen velan osuus oli 43 MEUR ja vuokrasopimusvelkojen osuus oli 27 MEUR. Korottoman velan osuus oli 167 MEUR. Korottomista veloista yli 90 % koostui toimialan logiikalle tyypillisesti ostovelosta, jotka ovat pitkässä juoksussa heiluneet myyntisaamisten tason molemmilla puolilla. Siten yhtiön käyttöpääomatarve koostuu pääosin varastosta ja toiminnan pyörittämisen vaatimista kassavaroista. Taseen viimeisin loppusumma oli 541 MEUR.

Taloudellisen asema on tukeva

Vuoden 2024 lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 56 % ja nettovelkaantumisaste 7 %. Nämä luvut ovat Scanfilille vielä hyvin kohtuullisia, kun huomioidaan, että velka sisältää nykyään myös vuokravastuut (IFRS 16). Yhtiön nettovelan ja käyttökatteen suhde oli noin 0,4x vuoden lopussa. Siten Scanfilin velanhoitokyky on reilusti tavoitetason ylärajan alapuolella ja yhtiön taloudellinen asema kokonaisuutena vankka.

Tukevalla pohjalla olevaa tulostilannetta ja normaaleissa oloissa vakaata kassavirtaa heijastellen arvioimme Scanfilin rahoituskulujen (sis. korot, vuokrasopimusvelkojen korot, vuokrasopimusvelkojen lyhennykset ja muut rahoituskulut) olevan bruttovelosta laskettuna tällä hetkellä noin 3 %. Arviomme mukaan korkoprosenteissa ei ole oleellisia muutospaineita laskuun kääntynyt yleinen korkotaso huomioiden.

Yksinkertaistettu taserakenne 2024 (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

Yhtiön maltillinen ja oletettavasti laskeva velkataso huomioiden tämän tekijän merkitys osakkeen kannalta on rajallinen. Lisäksi muistutamme, että Scanfilin tuloslaskelman rahoituskuluja voivat heiluttaa sekä kvartaali- että vuositasolla suojauslaskennan ulkopuoliset valuuttakurssivoitot, vaikka yhtiö onkin tehnyt valuuttasuojauksiin liittyviä toimenpiteitä tuloslaskelmaerien heilunnan vähentämiseksi vuoden 2023 aikana. Mahdollisilla ei-kassavaikutteisilla rahoituskuluilla ei kuitenkaan ole käytännön merkitystä osakkeelle, mutta P/E-arvostukseen ne yksittäisinä vuosina voivat vaikuttaa.

Ruutia on kerääntynyt jo mukavasti

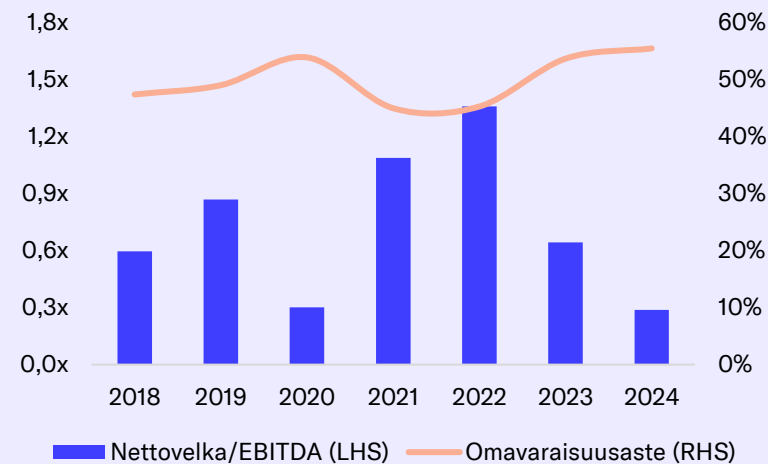
Arviomme mukaan Scanfil on taloudellisen asemansa suhteen reippaasti mukavuusalueensa puolella. Näin ollen yhtiö pystyy jatkamaan strategiansa ja orgaanisten sekä epäorgaanisten investointien toteuttamista rauhallisesti. Lisäksi käyttöpääoman suhteen riskit ovat mielestämme jokseenkin neutraalit tai edelleen lievästi positiiviset ja käyttöpääoman hallinta on tuntuvilta osin yhtiön omissa käsissä. Siten Scanfilin taloudellisella asemalla on edellytyksiä vahvistua edelleen. Scanfil saavuttaa ohjeistuksen toteutuessa nettovelattomuuden noin yhden vuoden aikaikkunassa ja tässä skenaariossa yhtiön taloudellinen asema olisi erittäin vahva.

Näkemyksemme mukaan Scanfililla on velkatavoitteensa puolesta edelleen yli 100 MEUR velkakapasiteettia yritysjärjestelyihin nyt ja positiivinen kassavirta luonnollisesti tukee kapasiteettia. Tämän pääoman yhtiö voisi allokoida useampaan pieneen ja keskisuureen (EV 20–50 MEUR) tai 1–3 suurempaan (EV yli 50 MEUR) yritysostoon vuosina 2025–2027. Toimialan

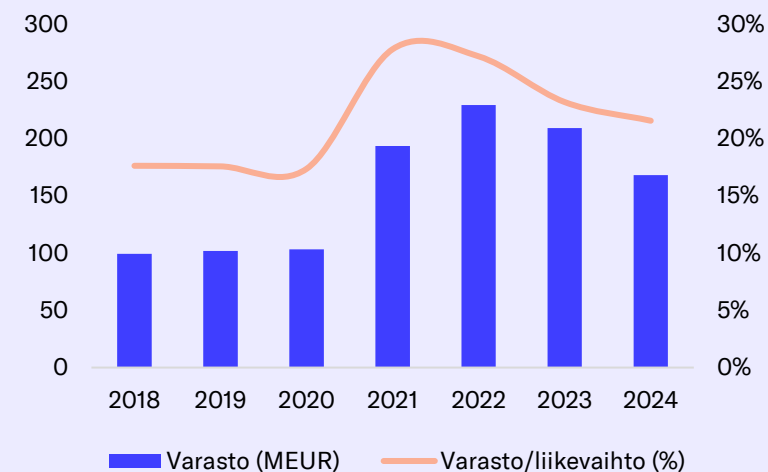
yritysjärjestelyihin tyypillisesti matalahkot liikevaihtokertoimet huomioiden yhtiö pystyisi taseensa turvin hankkimana arviomme mukaan ainakin 200 MEUR lisää liikevaihtoa. Näin ollen yritysosto-optio on kasvanut varsin mukavaan kokoluokkaan. Lisäksi arvioimme oman pääoman keräämisen olevan myös vaihtoehto yhtiölle, mikäli potentiaalisen ostokohteen strateginen sopivuus nähdään oikeana, investoinnin tuottopotentiaali riittävän houkuttelevana ja Scanfilin osakkeen arvostus tarpeeksi hyvänä.

Vaikka Scanfil on väläytellyt melko avoimestikin yritysjärjestelykorttia, odotamme Scanfilin käyttävän yhtiölle sopivia järjestelyjä hyvin kärsivällisesti. Tämä on ollut myös yhtiön historiallinen lähestymistapa. Suhtaudumme yritysjärjestelyihin lähtökohtaisesti positiivisesti, sillä Scanfilin järjestelyt ovat olleet historiallisesti pääosin hyviä ja toimialan hajanainen rakenne tukee konsolidoitumista. Yritysjärjestelyjä on kuitenkin arvioitava aika tapauskohtaisesti.

Taseaseman kehitys



Varaston kehitys



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä vuositason. Vuoden 2025 raportointiuudistuksen jälkeen mallinamme kannattavuuden kehitystä kvartaalitasalla myös alueellisesti. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Scanfilin historiallista kannattavuustasoa sekä yhtiölle arvioimaamme kannattavuuspotentiaalia. Ennusteissamme ei oteta huomioon vähintään keskipitkällä aikavälillä todennäköisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä kauppojen ajoituksia on mahdotonta ennakoita.

Yhtiö lähti liikkeelle laveahkolla ohjeistuksella

Scanfil antoi tilinpäätöksensä yhteydessä helmikuun lopussa kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jossa yhtiö arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan 780–920 MEUR ja oikaistun liikevoittonsa 53–66 MEUR. Leveähköt haarukat peilaavat mielestämme lähiaikojen näkymiin yhä etenkin geo- ja kauppapolitiikan sekä globaalin talouden kaltaisiin ulkoisiin tekijöihin liittyvää epävarmuutta. Toisaalta kasvunäkymää tukevat yhtiön viime vuonna saavuttamat onnistumiset uusmyynissä (uusia projekteja annualisoituna yhteensä 189 MEUR:lla), jotka siirtyvät tuotantoon pääosin vasta tänä vuonna.

Tilinpäätösraportin kommenttien perusteella ohjeistus on jossain määrin takapainoinen, sillä Q1:llä Scanfil ajaa ylös useiden viime vuonna voitettujen projektien tuotantoa. Näin

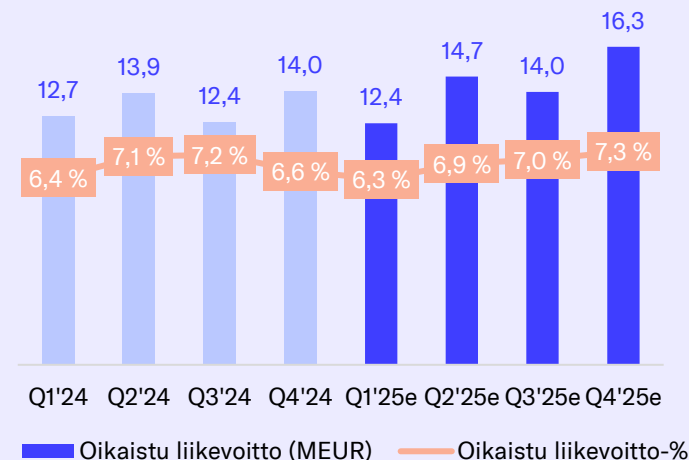
ollen kasvulla lienee edellytyksiä kiihtyä vasta Q2:sta eteenpäin. Vastaavasti epäilemme, että uusien projektien ylösajot voivat myös laimentaa kannattavuutta Q1:llä. Myös yleisen taloustilanteen piristymisellä voisi lähtökohtaisesti olla edellytyksiä tukea Scanfilin kysyntää etenkin H2:lla, mikäli USA:n Q2:n ilmoittamat tullit ja niiden vastareaktiot eivät toteudu merkittävässä mittakaavassa tämä vuoden aikana. H1:llä yleinen kysyntätilanne ei luultavasti ehdi piristyä H2'24:n vaisuhkoilta tasoilta.

Scanfilin osalta selkein epävarmuus keskittyykin juuri ylimpään riviin (ts. kysyntään), sillä vuoden 2025 ohjeistus viitoittaa Scanfilia kohti tavoitetasolla tai sen lähellä olevaa kannattavuutta. Ohjeistus on toki annettu ennen USA:n ikävää yllätystä tullisuunnitelmien suhteen ja viimeaikaisen uutisvirran myötä epävarmuus lähiaikojen näkymiin liittyen on noussut. Yhtiön sisäinen tehokkuus on siis kunnossa ja kulurakenne joustaa melko hyvin, minkä taustalla on myös viimeisen vuoden aikana tehtyjä tehostustoimia. Absoluuttisen tulosmassan kertymään liikevaihtotasolla on kuitenkin merkittävä vaikutus. Talousennusteet ovat kuitenkin pääosin positiivisia ja korotkin ovat jo laskeneet, joten lähtökohtaisesti kysynnän pitäisi olla menossa asteittain parempaan suuntaan, mikäli esimerkiksi USA:n tullit eivät aja globaalia taloutta taantumaan. Vastaavasti Saksan velkajarrun höllääminen ja sen myötä kiihtyvät infrainvestoinnit voisivat olla positiivinen ajuri Scanfilille.

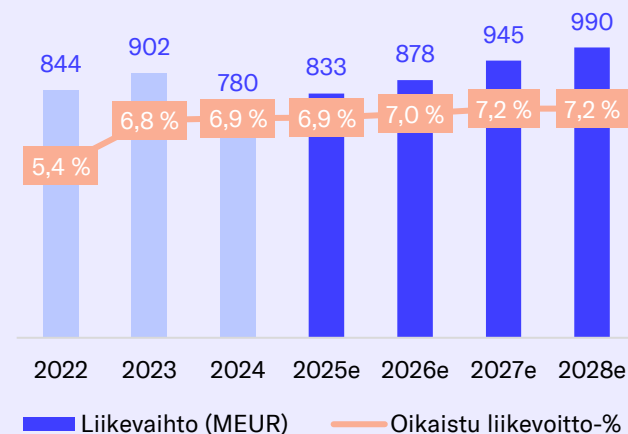
Ennusteemme ovat noin ohjeistushaarukoiden keskellä

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna loppuvuosipainotteisesti 7 % 833 MEUR:oon. Kasvua ja tuloskasvua tukee Q1-Q3:lla epäorgaanisesti myös SRX-yritysosto noin 30 MEUR:lla tai noin 4 %:lla APAC:ssa sekä

Liikevoitto kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/4

onnistumiset myynnissä viime vuonna. Amerikoiden ja molempien Euroopan yksiköiden liikevaihtoennusteemme ovat vakaat. Odotamme yleisen kysyntätilanteen pysyvän nihkeänä läpi vuoden, kun tullisäätö jähdyttää investointivetoista kysyntää. Ennusteemme on hieman yhtiön ohjeistushaarukan alalaidan alapuolella.

Scanfilin oikaistun liikevoiton ennustamme kohoavan tänä vuonna 7 %:n tulosloikan 57 MEUR:oon, mikä on niin ikään ohjeistushaarukan puolivälin alapuolella.

Tulosparannuksesta valtaosa syntyy APAC:sta epäorgaanisesti, mutta muiden alueiden osalta odotamme vakaita tuloksia. Suhteellisen kannattavuuden (oik. EBIT-%) odotamme pysyvän vakaana 6,9 %:ssa. Odotamme tulokertymän olevan loppuvuosipainotteinen uusien projektien Q1:n ylösajojen sekä osin myös liiketoiminnan normaalin kausiluonteiden takia.

Rahoituskulujen arvioimme pysyvän tänä vuonna melko vakaina ja olevan vain lievästi negatiiviset, joskin raportoituja rahoituskuluja voivat heiluttaa hieman ei-kassavirtavaikutteiset kurssierot. Käytännön merkitystä osakkeen kannalta ei-kassavaikutteisilla kurssieroilla ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan ole. Veroasteen arvioimme asettuvan lähelle normaalia tasoa 22 %:iin. Siten kuluven EPS-ennusteemme on 0,67 euroa (ml. optio-ohjelmien takia 3/2025 piirun noussut osakemäärä), mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa politiikkaansa heijastellen 0,25 euroa osakkeelta ja näin nostavan osinkoaan jo 13. kertaa perän jälkeen keväällä 2026.

Vapaan rahavirran arvioimme olevan hieman tulosta heikompi, sillä liikevaihdon kasvun ansiosta yhtiö alkaa sitoa ennusteessamme hieman käyttöpääomaa varastoon

ja saamisiin. Investoinnit ovat arviomme suunnilleen poistojen tasolla, sillä yhtiö on lykännyt esimerkiksi Sieradzin tehtaan merkittävää laajennushanketta kysyntätilanteen rauhoittumisen takia. Nettovoitto ja positiivinen rahavirta vahvistavat tasetta. Vuoden 2025 lopussa arvioimme yhtiön omavaraisuusasteen olevan 60 % ja nettovelkaantumisasteen olevan nollassa. Olemme laskeneet lievästi kuluven vuoden ennusteitamme makroriskien nousevan USA:n tulli-ilmoitusten myötä.

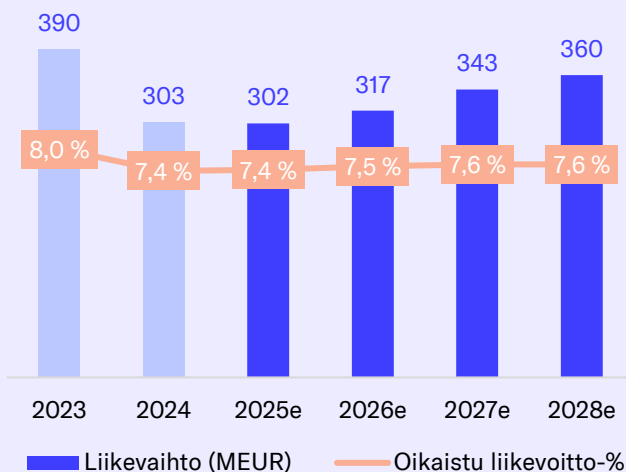
Odotamme kasvun jatkuvan vuonna 2026

Vuoden 2026 ennusteemme perustuvat makroskenaarioon, jossa globaali talouden kasvu jää kauppapoliittisen nokittelun takia ekonomistien noin 3 %:n konsensusennustetta heikommaksi. Euroopan ja USA:n kaltaisilla kehittyvillä markkinoilla vauhti on hidasta, kun taas Kiina kasvaa globaalia taloutta pirteämmin, mutta selvästi omaa historiaansa hitaammin. Vastaavasti korkojen laskuvauhti kuitenkin hidastuu, sillä politiikka on Atlantin molemmin puolin inflatorista. Vallitsevassa geo- ja kauppapoliittisessa ympäristössä ennustettavuus vuoteen 2026 on heikko, sillä esimerkiksi tulleilla ja vastatulleilla voi olla hyvin arvaamattomia vaikutuksia globaaliin talouteen.

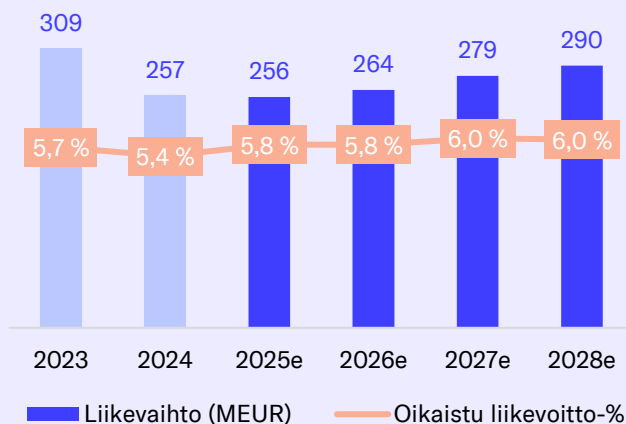
Vuonna 2026 odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan 5 % 878 MEUR:oon. Kasvun pääajureita ovat talouden ja investointien lievä toipuminen, mutta ennusteemme saavuttaminen vaatii yhtiöltä myös tiettyjä uusien projektisopimusten voittoja. Vuoden 2026 ennusteessamme kasvu on orgaanista. Odotamme kasvua muilta alueilta paitsi Amerikoilta.

Vuoden 2026 liike tuloksen odotamme nousevan liikevaihdon mukana ja asettuvan 62 MEUR:oon.

Keski-Eurooppa liikevaihto ja kannattavuus



Pohjois-Eurooppa liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 3/4

Tulosparannus syntyy ennusteissamme liikevaihtovetoisesti APAC:ssa, Keski-Euroopassa ja Pohjois-Euroopassa. Kannattavuuden ennusteemme on vuoden 2025 ennusteen tasolla ja niukasti yhtiön tavoitehaarukan alalaidan yläpuolella 7,0 %:ssa (oik. EBIT-%). Keskeisin epävarmuustekijä ensi vuoden ennusteisiimme peilattuna liittyy arviomme mukaan kysynnän kehittymiseen, kun taas yhtiön tehdasportfolion iskukunnon suhteen olemme varsin luottavaisia. Rahoituskulut laskevat ennusteessamme hieman ja ovat niukasti negatiivisena, kun taas veroaste pysyy vakaana 22 %:ssa. Siten vuoden 2026 EPS-ennusteemme kohoa 0,72 euroon, josta arvioimme yhtiön maksavan politiikkansa mukaisesti osinkoa 0,27 €/osake.

Vapaan rahavirran osalta vuosi 2026 on arviomme mukaan nousujohteina, sillä ennusteessamme kasvu sitoo lievästi käyttöpääomaa ja investoinnit pysyvät suunnilleen poistojen tasoisina. Siten arviomme yhtiön taseen jatkavan vahvistumistaan (2026e: omavaraisuusaste 62 %, nettovelkaantumisaste -7 %). Siten vuoden 2026 lopulla yhtiön taloudellinen liikkumavara yrityskauppoihin olisi huomattava. Pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö tekee yrityskauppoja ennen vuoden 2026 loppua, eikä tase painu selvästi nettokassan puolelle. Olemme laskeneet myös vuoden 2026 ennusteitamme makrotilanteen takia.

Vuonna 2027 sykli jatkuu normaalimpana

Vuonna 2027 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan yhä hieman piristymään päin olevassa ja pahimmat karikot väistäneessä makrotilanteessa 8 %:n vauhtia ja nostavan liikevaihdon 945 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen BKT:n kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja maltilliset onnistumiset uusasiakashankinnassa sekä asiakaskohtaisissa

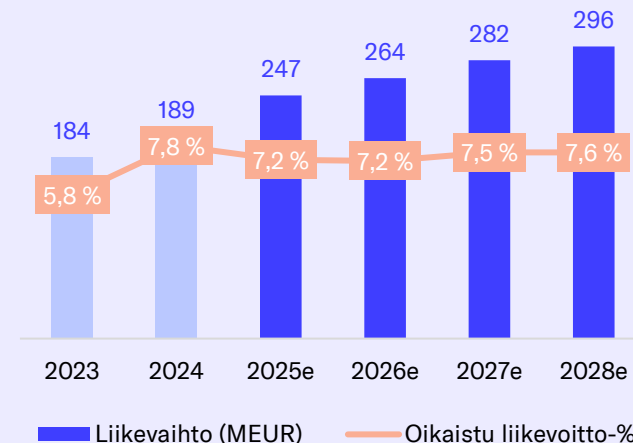
markkinaosuuksissa. Odotamme kasvua kaikilta maantieteellisiltä alueilta.

Vuoden 2027 liikevoiton ennustamme olevan 68 MEUR ja marginaalin melko vakaa 7,2 %. Ennustamme kaikkien maantieteellisten alueiden tukevan myös tuloskasvua. Rahoituskulut ovat vahvan taseen ansiosta ennusteissamme ainoastaan niukasti negatiiviset, emmekä odota veroihin merkittäviä muutoksia. Siten ennustamme Scanfilin tekevän 0,80 euron EPS:n vuonna 2027 ja maksavan tästä osinkoa 0,29 euroa osakkeelta. Nettovoiton ja terveen rahavirran ansiosta arvioimme omavaraisuusasteen nousevan 63 %:iin ja nettovelkaantumisasteen painuvan -12 %:iin vuoden lopussa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi runsaasti liikkumavaraa yritysostoihin. Vuoden 2027 ennusteemme ovat laskeneet lievästi makrosyistä johtuen.

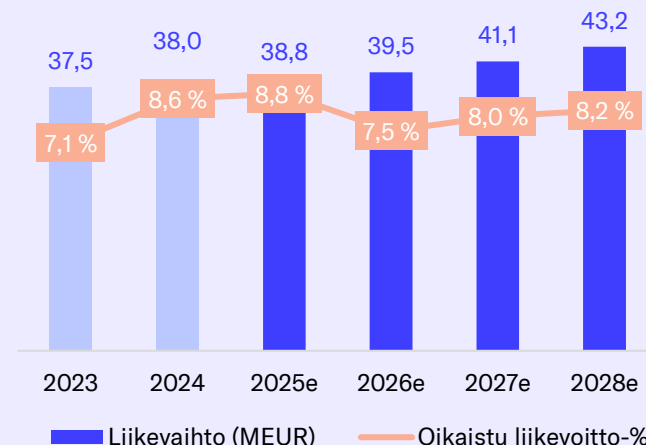
Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2027 jälkeen. Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Scanfilin jatkavan kasvuaan yhtiön asiakkaita ja koko elektroniikkamarkkinaa tukevien megatrendien ja toisaalta sopimusvalmistajia vauhdittavien ajureiden myötä. Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2–4 % vuodessa, mikä heijastelee Scanfilin päämarkkina-alueiden BKT:n ja elektroniikkamarkkinan kasvuennusteita ja -näkyviä. Pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä ja yhtiön yli 10 %:n kasvatavoitteen saavuttaminen onkin yritysostojen varassa.

APAC liikevaihto ja kannattavuus



Amerikka liikevaihto ja kannattavuus

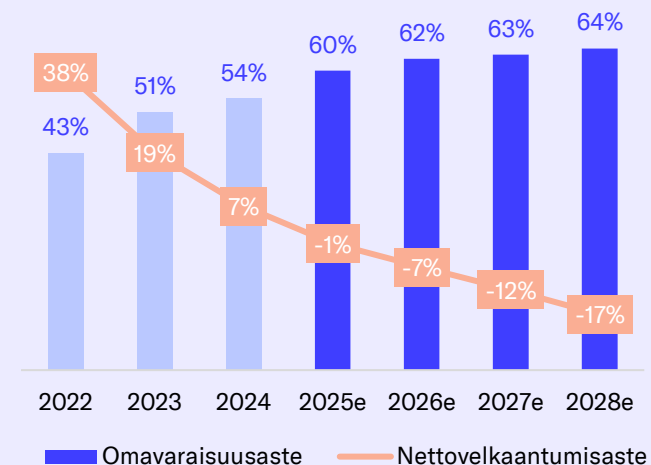


Ennusteet 4/4

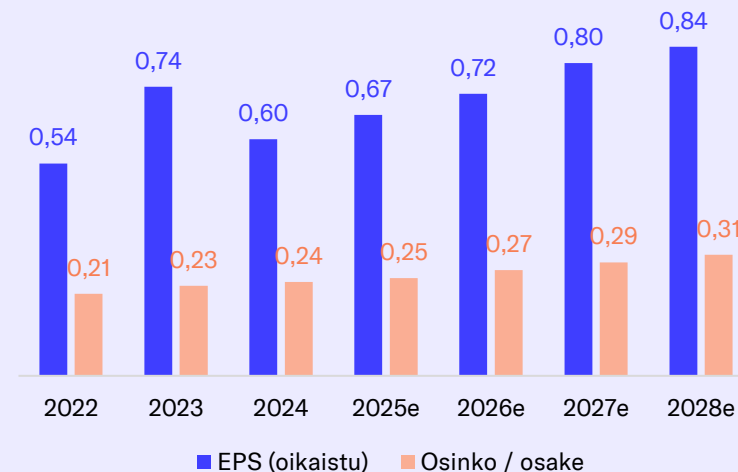
Yhtiön liikevoittomarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 6–7 %:n haarukassa kireänä pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta maltillisen kustannusinflaation myötä. Scanfilin viimeisen 10 vuoden EBIT-%:n keskiarvo on 6,0 % (5v ka. 6,3 %) ja 20 vuoden aikasarjan heikoin marginaali 4,3 %, joten pidämme myös terminaaliennusteitamme toistaiseksi kohtuullisina ja jäämme siten odottamaan yhtiöltä näyttöjä tavoitetason puolivälin tai sitä paremman marginaalin kestävästä saavuttamisesta. Emme varsinaisesti näe kuitenkaan esteitä, miksi nykymuotoinen Scanfil ei pitkällä aikavälillä kykenisi yltämään tavoitteensa mukaiselle 7–8 %:n marginaalitasolle, jos kasvu saavuttaa tavoitteet ja koko tuotantokone saadaan toimimaan optimaalisesti.

Pitkällä tähtäimellä ennuste-epävarmuus kasvaa, vaikka pidämmekin Scanfilin liiketoiminnan ison kuvan ennustettavuutta melko hyvänä suhteessa moniin muihin pörssiyhtiöihin. Käytämme pitkän ajan ennusteitamme lähinnä DCF-mallissa.

Taseen avainlukujen kehitys



EPS ja DPS



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	902	199	196	173	212	780	195	215	199	224	833	878	945	990
Amerikka	37,5	8,6	8,8	9,7	10,9	38,0	9,3	9,0	9,7	10,8	38,8	39,5	41,1	43,2
APAC	184	40,1	45,5	42,7	61,0	189	56,6	64,2	63,7	62,9	247	264	285	299
Keski-Eurooppa	390	84,6	76,1	65,4	77,2	303	68,2	78,1	68,7	83,4	298	317	346	363
Pohjois-Eurooppa	309	69,1	67,2	56,5	64,6	257	62,7	65,0	58,8	67,9	254	264	279	290
Eliminoinnit / kertaerät	-19,3	-3,5	-2,1	-1,0	-1,5	-8,1	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0
Käyttökate	80,4	17,7	19,0	17,5	20,0	74,2	18,0	20,4	19,6	21,9	79,9	84,4	90,6	93,3
Poistot ja arvonalennukset	-19,1	-5,0	-5,1	-5,1	-5,9	-21,1	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-22,6	-22,9	-22,9	-22,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	61,3	12,7	13,9	12,7	14,3	53,6	12,4	14,7	14,0	16,3	57,3	61,5	67,7	70,9
Liikevoitto	61,3	12,7	13,9	12,4	14,1	53,1	12,4	14,7	14,0	16,3	57,3	61,5	67,7	70,9
Amerikka	2,7	0,5	0,8	0,8	1,2	3,3	0,8	0,8	0,8	1,0	3,4	3,0	3,3	3,5
APAC	10,7	3,0	4,4	3,9	3,5	14,8	3,7	4,5	4,7	4,8	17,8	19,4	21,5	22,6
Keski-Eurooppa	31,4	6,6	5,1	4,4	6,2	22,3	4,9	5,7	4,9	6,4	21,9	23,8	26,1	27,4
Pohjois-Eurooppa	17,7	2,7	3,9	3,6	3,8	14,0	2,9	3,7	3,5	4,0	14,2	15,3	16,8	17,3
Eliminoinnit / kertaerät	-1,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,3	0,2	0,0	-0,2	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-1,4	-1,0	-0,7	-0,4
Tulos ennen veroja	61,7	12,9	14,0	12,2	12,6	51,6	12,0	14,3	13,7	16,0	55,9	60,4	67,0	70,5
Verot	-13,4	-3,1	-3,2	-3,1	-3,1	-12,5	-2,6	-3,2	-3,0	-3,5	-12,3	-13,3	-14,7	-15,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	48,3	9,8	10,8	9,1	9,5	39,1	9,3	11,2	10,6	12,5	43,6	47,1	52,3	55,0
Nettotulos	48,2	9,8	10,8	9,1	9,5	39,1	9,3	11,2	10,6	12,5	43,6	47,1	52,3	55,0
EPS (oikaistu)	0,74	0,15	0,17	0,14	0,15	0,60	0,14	0,17	0,16	0,19	0,67	0,72	0,80	0,84
EPS (raportoitu)	0,74	0,15	0,17	0,14	0,14	0,60	0,14	0,17	0,16	0,19	0,67	0,72	0,80	0,84

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	844	833	-1 %	912	878	-4 %	970	945	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	58,7	57,3	-2 %	64,9	61,5	-5 %	69,5	67,7	-3 %
Liikevoitto	58,7	57,3	-2 %	64,9	61,5	-5 %	69,5	67,7	-3 %
Tulos ennen veroja	57,3	55,9	-2 %	63,8	60,4	-5 %	68,8	67,0	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,68	0,67	-3 %	0,76	0,72	-5 %	0,82	0,80	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,26	0,25	-4 %	0,28	0,27	-4 %	0,30	0,29	-3 %

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	112	152	155	148	146
Liikearvo	7,7	29,1	29,1	22,1	22,1
Aineettomat hyödykkeet	10,4	20,0	20,1	20,2	20,3
Käyttöomaisuus	85,3	94,9	97,3	97,4	95,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Vaihtuvat vastaavat	406	387	382	418	468
Vaihto-omaisuus	209	168	177	184	198
Muut lyhytaikaiset varat	2,7	4,9	4,9	4,9	4,9
Myyntisaamiset	174	165	167	176	189
Likvidit varat	21,2	48,5	33,9	53,1	75,2
Taseen loppusumma	518	539	537	566	614

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	266	291	320	350	385
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	230	256	284	314	349
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	33,8	33,4	34,1	34,1	34,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	25,4	63,7	46,8	36,5	36,5
Laskennalliset verovelat	5,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Varaukset	1,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Korolliset velat	18,6	41,9	25,0	25,0	25,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	10,3	10,3	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	227	184	170	179	192
Korolliset velat	54,3	27,8	5,0	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	167	154	162	171	184
Muut lyhytaikaiset velat	5,5	2,8	2,8	2,8	2,8
Taseen loppusumma	518	539	537	566	614

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Scanfil hinnoitellaan markkinoilla tulospohjaisesti

Mielestämme Scanfilia tulee hinnoitella muiden kannattavien kasvuyhtiöiden tavoin ensisijaisesti tulospohjaisesti. Käytämme Scanfilin arvottamisessa P/E-kerrointa sekä myös paremmin yhtiöiden taserakenteiden erot huomioivia yritysarvopohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia. Tarkastelemme Scanfilia ensisijaisesti kuluvan vuoden ja seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvä historiallinen track-record ja kohtuullinen ennustettavuus sekä vakaa taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi liiketoimintamalliin ja tämän hetken kauppa- ja geopolitiittiseen tilanteeseen liittyviä lyhyen ajan näkyvyyteen liittyviä rajoitteita.

Mielestämme seuraavat tekijät painavat ja tukevat Scanfilin arvostusta:

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

Lähivuosien tuloskasvuodotukset ja niihin liittyvät riskit ovat globaaliin kauppa- ja geopolitiikkaan sekä sitä kautta taloustilanteeseen liittyvistä epävarmuuksista huolimatta jokseenkin tasapainoiset.

M&A-optio on mielestämme positiivinen, sillä Scanfil on osoittanut kykynsä luoda omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä ja yhtiöllä on tulivoimaa melko suureen (EV yli 100 MEUR) järjestelyyn tai useampiin pienempiin järjestelyihin.

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

Haastava arvoketjuasema suurten komponenttitoimittajien

ja asiakkaiden välissä pitää kannattavuuden kroonisessa paineessa ja yleensä myös kassavirran tulosta heikompana.

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

Nämä tekijät huomioiden Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 12x–15x sekä vastaavasti EV/EBIT-kertoimella mitattuna 10x–13x. Nämä tasot ovat markkinoiden viimeisen 5 vuoden aikana markkinoiden Scanfilille keskimäärin hyväksymien mediaanitasojen (P/E noin 13x, EV/EBIT noin 11x) kanssa suunnilleen linjassa. Tämä on mielestämme perusteltua, sillä Scanfilin arvонуluontinäkymä ja siihen liittyvät riskit on mielestämme jokseenkin tasapainossa suhteessa 5 vuoden keskimääräiseen tilanteeseen ja myös korko-odotukset peilaavat jokseenkin taakse päin katsovan jakson keskimääräistä toteumaa. Myöskään asiakasriskissä muutokset eivät ole olleet huomattavan suuria hieman riskiprofiilia tasoittaneesta SRX-yritysostosta huolimatta.

Scanfilin arvostusta ovat mielestämme myös lähihistoriassa painaneet osittain yhtiön vahvan kehityksen sijaan toimialan tietyiltä osin haastava maine, sykliset riskit ja epävarmuus tulospotentiaalin saavuttamisesta, vaikka markkinan hyväksymä arvostus onkin ollut lievästi nousujohteinen. Näin ollen näemme yhtiön hyväksyttävässä arvostustasossa mieluummin yhä maltillista nousuvaraa, mutta tämä toki edellyttäisi vallitsevan yleisen taloudellisen ja poliittisen epävarmuuden laskua, globaalin taantuman välttämistä sekä korko-odotusten jäämistä korkeintaan nykyisille

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,08	8,08	8,08
Osakemäärä, milj. kpl	65,3	65,3	65,3
Markkina-arvo	528	528	528
Yritysarvo (EV)	524	505	483
P/E (oik.)	12,1	11,2	10,1
P/E	12,1	11,2	10,1
P/B	1,7	1,5	1,4
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,6	6,0	5,3
EV/EBIT (oik.)	9,1	8,2	7,1
Osinko/tulos (%)	37,5 %	37,4 %	36,3 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,3 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

tasoilleen. Lyhyellä tähtämellä arvostuksen nousun varaan nojaaminen on haastavaa, mutta mielestämme suunnilleen viimeisen 5 vuoden mediaanien tasolle olevat kertoimet.

Arviomme mukaan Scanfililla on edellytykset jatkaa positiivista kehitystä myös lähivuosina, jos globaali talous ei sakkaa ja myös Eurooppa pysyy kasvussa kiinni. Kasvun sekä etenkin pääoman tuoton ylläpito puskesivat yhtiötä mielestämme yhä selvemmin kohti pörssin laatu-yhtiökategoriaa. Tällä taas olisi taas edellytyksiä hinata arvostushaarukkaa pienin askelin ylöspäin viimeisen 10 vuoden kehityskaaren tavoin.

Kertoimet ovat maltilliset etenkin EV-pohjaisesti

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 12x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 9x ja 8x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 3–4 %:n tasolla. Näin ollen pidämme yhtiön arvostusta absoluuttisesti varovaisen houkuttelevana 12 kuukauden tähtämellä, sillä kertoimet asettuvat yhtiölle hyväksymiemme haarukoiden sisään P/E-pohjaisesti ja haarukan alapuolelle EV-pohjaisesti jo kuluvalle vuodelle. Ensi vuodelle arvostus on vielä houkuttelevampi, mutta vallitsevassa tilanteessa näkyvyys ensi vuoteen on toki huono ja siten ennusteiden virhemarginaali suuri.

Scanfilin P/B-luku (2024 TOT) 1,9x on järkevä verrattuna yhtiön viimeisen 5 vuoden oikaistuun 17 %:n oman pääoman tuottoon ja vallitseviin tulospohjaisiin. Scanfilin staattinen taaksepäin katsova tulostuotto on näillä luvuilla 9 %:n tasolla. Arviomme mukaan Scanfilin oman pääoman kustannus on sijoittajien näkökulmasta tällä hetkellä noin 10 %:n tasolla (olemme nostaneet tuottovaatimustamme), joten taaksepäin katsova staattinen tulostuotto kattaisi valtaosan tuottovaatimuksen suoraan. Siten yhtiön pitkän aikavälin

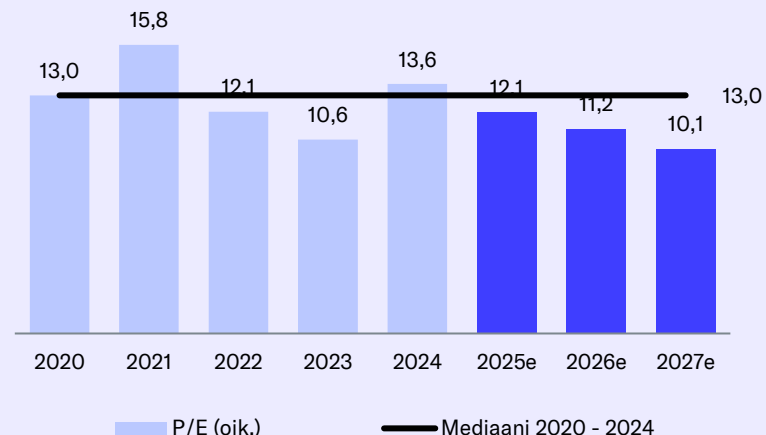
yhä melko hyviä kannattavan kasvun mahdollisuuksia on hinnoiteltu osakkeeseen varsin nuivasti.

Verrokkiryhmän arvostus on niin ikään alakantissa

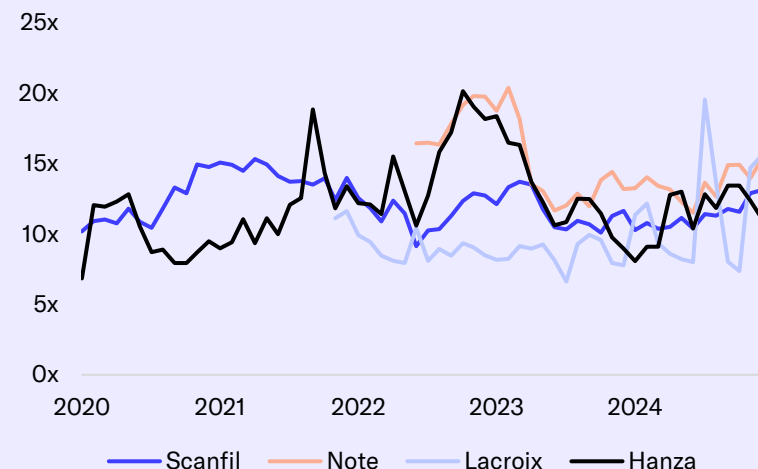
Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiyhtiöiden vertailtavuus Scanfilin verrokkien suuresta määrästä huolimatta ei ole täydellinen,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

Yleisenä huomiona voidaankin mielestämme todeta, että sopimusvalmistajien tulospohjaiset kertoimet ovat nousseet laajemminkin hieman viimeisen vuosikymmenen aikana ja lähentyneet hieman ainakin eurooppalaisten pörssien keskimääriä arvostustasoa. Tämä heijastelee monen sopimusvalmistajan keskimäärin saavuttamaa suorituskyvyn nousua sekä myös toimialan maineen jonkinasteista parantumista (ml. monet sopimusvalmistajat ovat tuoneet erinomaisia sijoitustuottoja viimeisen 10 vuoden aikana). Volyympohjaiset kertoimet ovat matalia alan ohuita marginaaleja heijastellen, kun taas tasepohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

P/E (oik.)



12kk eteenpäin katsova P/E-kerroin



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Scanfil on arvostettu tulospohjaisilla kertoimilla noin 5 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Suhteessa pohjoismaisiin ydinverrokkeihin Scanfilin on lievästi aliarvostettu. Mielestämme Scanfilin ansaitsisi pienen preemion suhteessa koko verrokkiryhmään, kun huomioidaan viime vuosien pääosin hyvä suorituskyky, asemoituminen paremmin kannattavaan teollisuuselektroniikan segmenttiin sekä kohtuulliset asiakasriskit. Vastaavasti suhteessa pohjoismaisiin ydinverrokkeihin arvostuksen tulisi mielestämme olla suunnilleen linjassa. Volyympohjainen EV/S-kerroin on leveämmällä preemiolla, mutta Scanfilin keskimääräistä parempi kannattavuus ja pääoman tuotto huomioiden ainakin volyympohjaisen mittarin pitäisi mielestämme olla preemiolla. Verrokkiryhmä ei ole mielestämme kallis, vaikka ennusteissa voi piillä riskejä kauppa- ja geopolittisen tilanteen takia. Näin ollen osakkeen suhteellinen arvostus näyttää kokonaisuutena melko neutraalia tai vaalean vihreää valoa. Emme toisaalta kuitenkin usko verrokkiarvostusten olevan erityisen vahva ajuri osakkeelle.

DCF-arvonmääritys näyttää vihreää valoa

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

Scanfilin osakkeen hinnoittelusta.

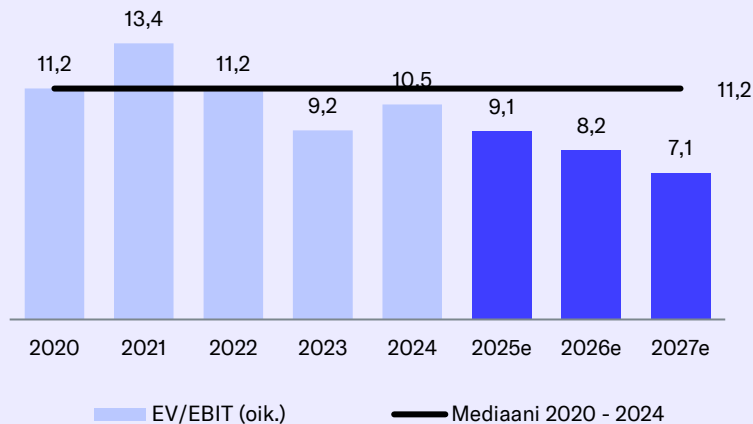
Ennustemallissamme Scanfilin liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2–3 %:iin ja EBIT-marginaali asettuu 6–7 %:iin liikevaihdosta, jotka ovat linjassa yhtiön viime vuosien suorituskyvyn kanssa eikä malliin ole siten ladattu huomattavaa parannusta suhteessa yhtiön todistamaan suorituskykyyn. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvinkin kohtuullisella 53 %:n tasolla. Näin ollen parametrit ovat mielestämme hyvin perustellut yhtiön historiallisilla näytöillä eikä ennusteiden ylittäminenkään ole pitkässä juoksussa mahdotonta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,1 % ja oman pääoman kustannus 9,7 %. Riskitön korko on 2,5 %, ja markkinan riskipremio puolestaan 4,75 %. Olemme nostaneet mallimme tuottovaatimuksia hieman kauppapoliittisen kiristymisen ja talousriskien nousun takia.

Osake on hinnoiteltu järkevästi

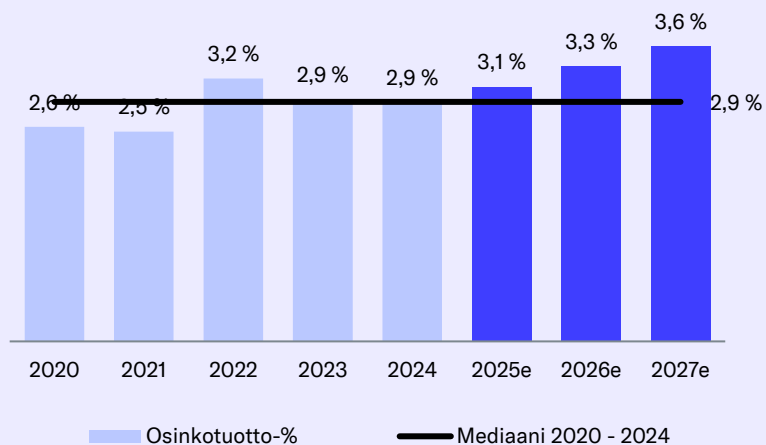
Näkemyksemme mukaan Scanfilin osakkeen käypä arvo on noin 8–10 euroa osakkeelta perustuen lähiaikojen melko neutraalin 0,70 euron EPS-potentiaaliin ja 12x–15x tulokertoimeen sekä myös DCF-malliin etenkin tuottovaatimukseen ja terminaalikannattavuuteen liittyvät herkkyyksianalyysit huomioiden. Pidemmällä aikavälillä arvioimme Scanfilin osakkeen käyvän arvon nousevan asteittain, kunhan yhtiö jatkaa kannattavaa orgaanista tai epäorgaanista kasvuaan, mikä toki vaatii taakseen globaalin taloudellisen aktiviteetin pysymistä kohtuullisena.

Arvostusmittarien muodostama kokonaisuus huomioiden pidämme osakkeen tuotto-odotusta myös seuraavan

EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 4/4

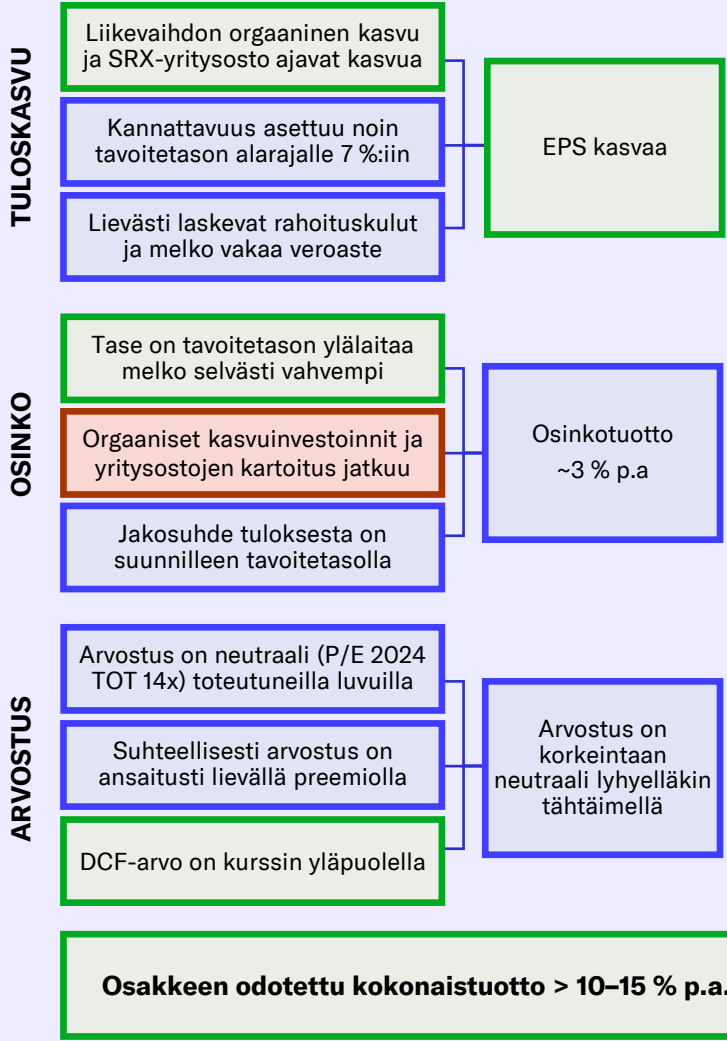
vuoden tähtäimellä tuottovaatimusta korkeampana. Tuotto-odotus muodostuu etenkin tulospuskusta ja osingosta sekä arvostuksen lievistä nousuvarasta. Myös keskipitkällä tähtäimellä osakkeen tuotto-odotus tulee arviomme mukaan pääosin samoista komponenteista, vaikka pidemmällä perspektiivillä kertomien maltillinen nousu vielä piirun ylemmäs kohti haarukoidemme puolivälejä tai ylälaitoja ei mielestämme olisi lainkaan kohtuutonta. Tämä toki edellyttää, että Scanfil onnistuu strategiansa toteutuksessa eivätkä korkotasot keskipitkällä tähtäimellä nouse oleellisesti nykyisistä tasoista.

Yrityskauppaoptio tulee kaupan päälle

Kaupan päälle sijoittajat saavat Scanfilin positiivisen yritysosto-option, joka taseen mahdollistama tulivoima huomioiden melko nopeastikin. Yhtiö myös viittasi viime vuoden tilinpäätöksensä yhteydessä varsin avoimesti yritysjärjestelyjen etsimiseen. Scanfilin taseessa mielestämme piilevä noin yli 100 MEUR:n tulivoima huomioiden yrityskaupat voivat vahvistaa yhtiön kasvua selvästikin. Strategisesti yhtiöön hyvin sopivat ja kohtuuhintaiset yrityskaupat (ml. arvostus omien preemiokertomien alapuolella) tukisivat lähtökohtaisesti näkemystämme Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta, mutta kauppajen ajoituksiin liittyvät epävarmuus on toki korkea ja kaikkia kauppajia on myös arvioitava laadullisesti tapauskohtaisesti.

Osaketuoton ajurit 2024–2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	6,52	7,46	6,58	7,83	8,25	8,08	8,08	8,08	8,08
Osakemäärä, milj. kpl	64,5	64,5	64,5	65,3	65,3	65,3	65,3	65,3	65,3
Markkina-arvo	420	481	424	511	538	528	528	528	528
Yritysarvo (EV)	439	541	510	563	560	524	505	483	455
P/E (oik.)	13,0	15,8	12,1	10,6	13,6	12,1	11,2	10,1	9,6
P/E	11,4	16,2	12,1	10,6	13,8	12,1	11,2	10,1	9,6
P/B	2,3	2,3	1,9	1,9	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3
P/S	0,7	0,7	1,9	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,2	9,8	8,1	7,0	7,5	6,6	6,0	5,3	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,2	13,4	11,2	9,2	10,5	9,1	8,2	7,1	6,4
Osinko/tulos (%)	29,7 %	41,1 %	38,7 %	31,1 %	40,1 %	37,5 %	37,4 %	36,3 %	36,9 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,5 %	3,2 %	2,9 %	2,9 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Incap	304	263	7,8	7,2	7,2	6,1	1,0	0,9	11,7	11,1			1,9
Kitron	803	915	15,5	12,8	11,8	10,0	1,3	1,2	19,9	15,2	1,8	2,5	3,4
Hanza	257	324	8,5	7,2	5,2	4,6	0,6	0,5	10,9	8,8	2,6	3,0	1,6
Pegatron	5469	4600	9,1	8,0	4,7	4,5	0,1	0,1	11,0	10,3	6,1	6,3	1,0
Celestica	7329	7575	11,0	9,3	9,3	7,9	0,8	0,7	14,4	12,0			
Flextronics	9761	11007	8,4	7,8	6,2	5,8	0,5	0,5	10,6	9,7			2,2
Foxconn	48254	44489	6,4	5,5	4,7	4,1	0,2	0,2	8,8	7,7	5,6	6,6	1,0
Jabil	11840	13023	9,6	8,6	6,6	6,1	0,5	0,5	13,4	11,7	0,3	0,3	8,8
Hana Microelectronics	347	88	2,2	1,9	1,0	0,9	0,1	0,1	9,0	7,9	6,0	7,1	0,5
TT Electronics	168	314	6,4	4,9	4,3	3,6	0,5	0,5	5,1	3,7	8,3	9,5	0,5
Fabrinet	5714	4846	15,1	13,2	12,9	11,2	1,6	1,4	17,0	15,0			3,2
Universal Scientific	3446	2916	9,6	7,6	6,3	5,5	0,4	0,3	13,0	10,7	2,4	3,0	1,4
Venture Corporation	2139	1270	6,9	6,5	6,0	5,7	0,7	0,6	12,6	11,9	6,6	6,7	1,1
Plexus	2750	2651	12,4	10,9	9,1	8,2	0,7	0,7	16,2	14,5			2,2
Note	443	463	12,2	10,5	9,3	8,2	1,2	1,1	15,7	13,4	4,2	0,6	2,5
Katek	303	389	7,4	7,5	5,0	5,1	0,4	0,4	9,2	9,6			1,6
Lacroix	34	145	15,1	7,4	5,4	3,8	0,2	0,2		4,6		7,6	
Scanfil (Inderes)	528	524	9,1	8,2	6,6	6,0	0,6	0,6	12,1	11,2	3,1	3,3	1,7
Keskiarvo			9,6	8,0	6,8	5,9	0,6	0,6	12,4	10,5	4,4	4,8	2,2
Mediaani			9,1	7,6	6,2	5,7	0,5	0,5	12,1	10,7	4,9	6,3	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			0 %	8 %	6 %	6 %	23 %	20 %	0 %	5 %	-37 %	-47 %	3 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

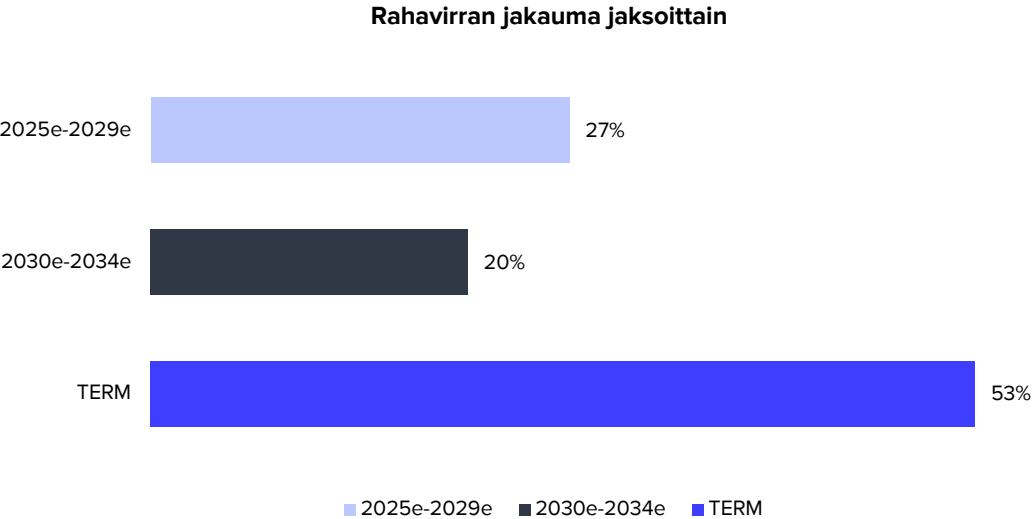
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-13,5 %	6,8 %	5,4 %	7,6 %	4,7 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,8 %	6,9 %	7,0 %	7,2 %	7,2 %	6,8 %	6,5 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %
Liikevoitto	53,1	57,3	61,5	67,7	70,9	70,0	69,6	70,6	72,7	74,9	76,4	
+ Kokonaispoistot	21,1	22,6	22,9	22,9	22,5	22,1	21,8	21,6	21,7	21,8	21,8	
- Maksetut verot	-8,5	-12,3	-13,3	-14,7	-15,5	-15,4	-15,3	-15,6	-16,1	-16,6	-17,0	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	
- Käyttöpääoman muutos	31,1	-1,0	-8,0	-14,4	-9,6	-8,5	-8,9	-6,9	-7,1	-7,3	-5,0	
Operatiivinen kassavirta	96,5	66,3	62,8	61,3	68,1	68,2	67,3	69,8	71,3	72,9	76,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	11,0	0,0	-10,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-61,7	-25,1	-16,1	-21,1	-21,1	-21,1	-21,1	-22,1	-22,1	-22,1	-23,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	45,7	41,2	36,4	40,2	47,0	47,1	46,2	47,7	49,2	50,8	53,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	45,7	41,2	36,4	40,2	47,0	47,1	46,2	47,7	49,2	50,8	53,0	765
Diskontattu vapaa kassavirta		38,7	31,3	31,7	34,0	31,2	28,1	26,6	25,2	23,8	22,8	329
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		622	584	552	520	486	455	427	401	375	352	329
Velaton arvo DCF		622										
- Korolliset velat		-69,7										
+ Rahavarat		48,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		601										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,2										

Pääoman kustannus (WACC)

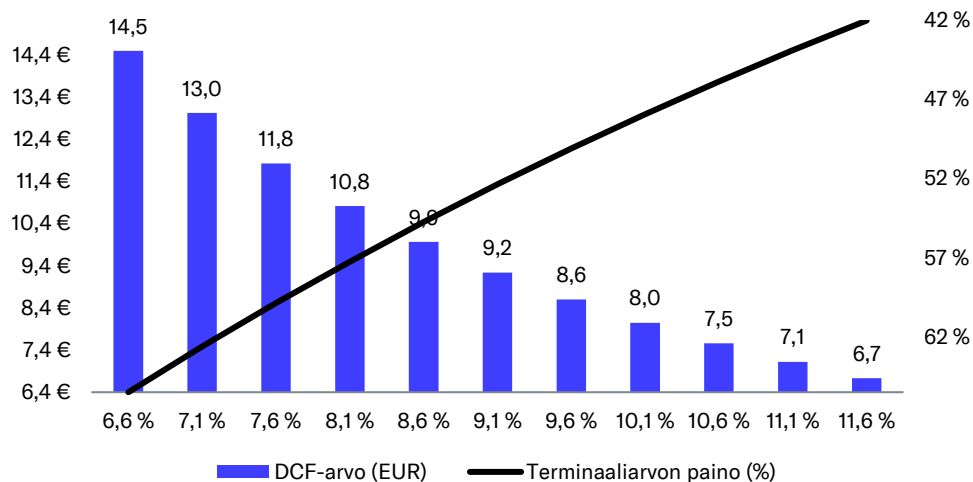
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

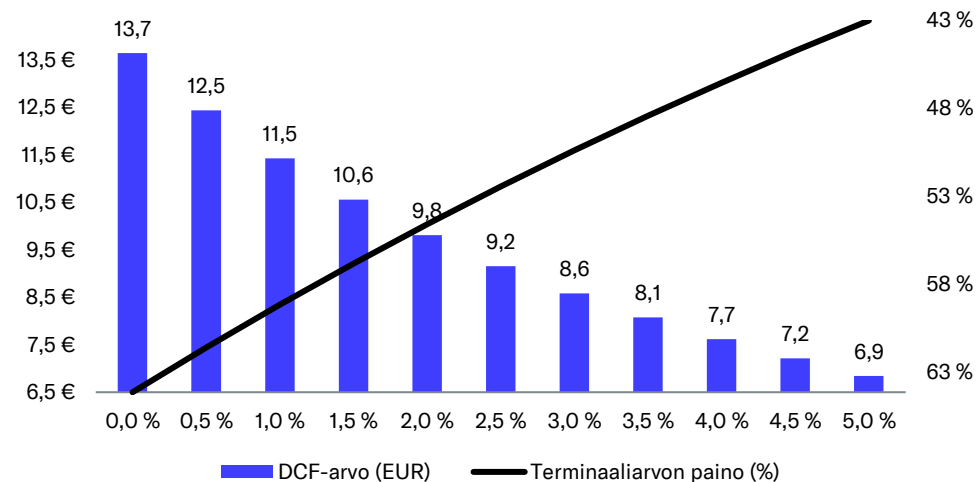


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

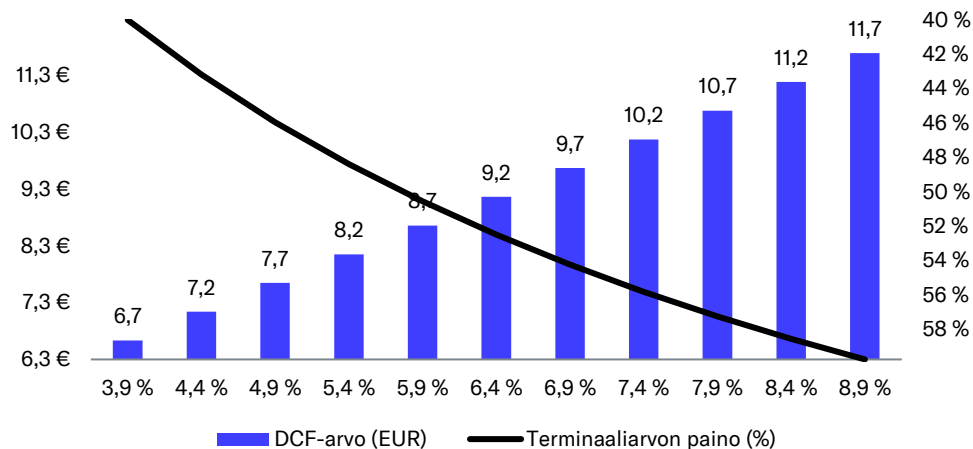
DCF-arvon herkkyyks muutoksille WACC-%:ssa



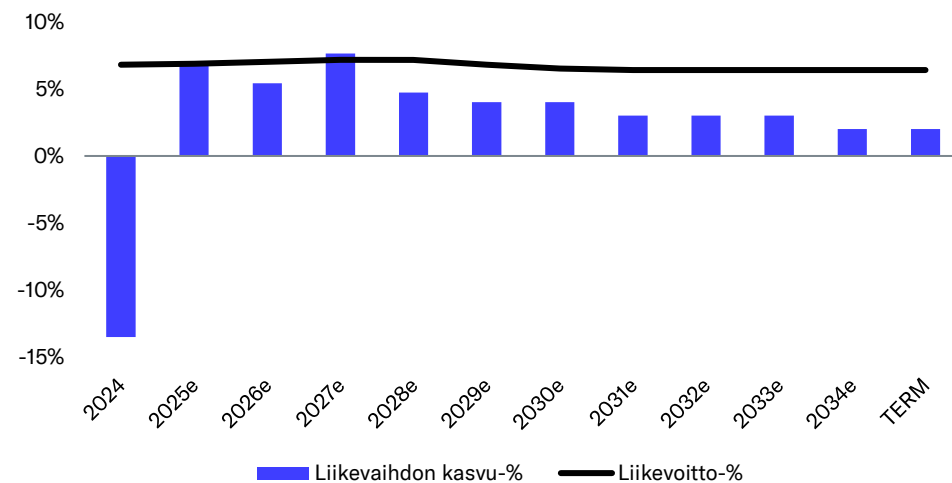
DCF-arvon herkkyyks muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyyks muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

Ydinliiketoimintojen taksonomialuokittelu hankalaa toiminnan luonteen takia

Sopimusvalmistajana Scanfil ei aina tiedä, miten sen tuotteita käytetään. Scanfilin asiakastoimitus voi olla myös osa asiakkaan suurempaa tuotekokonaisuutta. Siten taksonomia-arviointi on yhtiölle hankalaa kaikilta osin, vaikka Scanfil onkin raportoinut alustavia taksonomialukuja. Näin ollen jäämme odottamaan raportointikäytänteiden vakiintumista sopimusvalmistajien osalta ennen merkittävämpiä johtopäätöksiä. Emme usko, että alhainen taksonomiaprosentti aiheuttaa välittömiä nousupaineita esimerkiksi Scanfilin rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai johtaa muihin liiketoiminnallisiin haasteisiin.

Scanfiliin ei liity merkittäviä ympäristöpoliittisia kysymyksiä

Mielestämme Scanfilin liiketoimintaan liittyvät suorat ympäristöpolitiikkaan liittyvät elementit ovat suhteellisen vähäisiä, sillä yhtiön liiketoiminta on energiantensiteetiltään hyvin kevyttä kokoonpanoteollisuutta, jossa ei käytetä myöskään vaarallisia aineita. Scanfil myös valmistaa asiakkailleen ilmastomuutosta hillitseviä tuotteita, kuten ilmalämpöpumppuja ja muuta vihreää energiateknologiaa. Näin ollen emme näe regulaation aiheuttavan suurempia riskejä tai uhkia Scanfilille nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

Emme odota merkittäviä investointitarpeita ilmastotavoitteita kohti pyrkimisestä

Scanfil päivitti ilmasto-ohjelmansa strategiansa yhteydessä keväällä 2024. Scanfilin ilmasto-ohjelma tähtää hiilidioksidipäästöjen (scope1 ja scope2) puolittamiseen vuonna 2030 laskettuna vuoden 2020 tasosta, mikä vastaa kasvihuonekaasuprotokollan (Greenhouse Gas Protocol) mukaista tavoitetasoa. Arvoketjussa syntyviä scope3 päästöjä Scanfil pyrkii vähentämään vuoteen 2030 mennessä 25 %:lla vuoden 2022 tasoon verrattuna. Lisäksi tavoite sisältää

tavoitteen kasvattaa Scanfilin fossiilivapaan energian käytön osuus vuoden 2020 28 %:sta 60 %:iin vuoteen 2030 mennessä.

Scanfil myös kertoi Q1’24:n raportissaan, että yhtiö on sitoutunut Science Based Targets initiative -järjestön (SBTi) nettonolla 2050 –tavoitteisiin. Syyskuussa 2024 EBTi myös validoi Scanfilin Pariisin ilmastosopimuksen kanssa linjassa olevan sitoumuksen.

Arviomme mukaan Scanfilin kokonaispäästöjen osalta kannalta keskeisessä roolissa ovat etenkin scope3:n päästöt, joihin yhtiön suorat vaikutusmahdollisuudet ovat rajalliset. Arviomme mukaan ilmastotavoitteita kohti eteneminen ei tule aiheuttamaan Scanfilille nykytiedon valossa merkittäviä ja yllättäviä lyhyen aikavälin kustannuksia, mutta jäämme odottamaan asiasta vielä lisätietoa. Myöskään tulevaisuuden investointitarpeiden emme lähtökohtaisesti oletta nousevan tavoitteiden pohjalta merkittävästi.

Taksonomiakelpoisuus	2023	2024
Liikevaihto	11 %	7 %
OPEX	11 %	7 %
CAPEX	11 %	9 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	0,4 %	0 %
OPEX	0,4 %	0 %
CAPEX	0,4 %	0 %

Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Kyllä

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analyytikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkemyksen muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonnäätymenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositusistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26/04/2019	Lisää	4,50 €	4,20 €
12/08/2019	Lisää	4,50 €	4,04 €
28/10/2019	Lisää	4,75 €	4,35 €
17/01/2020	Lisää	5,25 €	4,94 €
20/02/2020	Lisää	5,60 €	5,20 €
23/03/2020	Lisää	4,25 €	3,73 €
25/04/2020	Lisää	5,00 €	4,48 €
05/08/2020	Lisää	5,50 €	5,18 €
10/08/2020	Lisää	6,00 €	5,56 €
28/10/2020	Osta	6,00 €	5,14 €
15/12/2020	Lisää	6,30 €	5,96 €
19/03/2021	Lisää	7,30 €	6,90 €
09/04/2021	Lisää	8,00 €	7,56 €
26/04/2021	Lisää	8,60 €	8,08 €
14/06/2021	Lisää	8,60 €	8,06 €
08/08/2021	Lisää	8,75 €	8,30 €
14/10/2021	Lisää	8,75 €	7,94 €
27/10/2021	Lisää	8,75 €	7,78 €
13/12/2021	Vähennä	8,30 €	7,96 €
16/02/2022	Lisää	8,00 €	7,08 €
23/02/2022	Lisää	8,00 €	6,84 €
19/04/2022	Lisää	8,00 €	7,04 €
01/06/2022	Lisää	7,60 €	6,66 €
14/07/2022	Lisää	7,60 €	6,98 €
08/08/2022	Lisää	7,60 €	6,76 €
27/10/2022	Osta	7,25 €	5,84 €
22/02/2023	Lisää	8,25 €	7,74 €
23/04/2023	Vähennä	9,00 €	9,13 €
26/04/2023	Vähennä	9,00 €	9,67 €
06/07/2023	Vähennä	9,50 €	10,38 €
31/07/2023	Vähennä	10,00 €	10,56 €
07/08/2023	Vähennä	10,00 €	10,64 €
14/09/2023	Lisää	10,00 €	8,51 €
16/10/2023	Lisää	9,00 €	7,64 €
30/10/2023	Lisää	9,00 €	7,38 €
25/02/2024	Lisää	9,00 €	7,71 €
25/04/2024	Lisää	9,00 €	7,78 €
11/06/2024	Lisää	9,00 €	7,48 €
07/08/2024	Lisää	9,00 €	7,35 €
07/10/2024	Lisää	9,00 €	7,38 €
28/10/2024	Lisää	8,70 €	7,87 €
24/02/2025	Lisää	9,40 €	8,76 €
09/04/2025	Lisää	9,00 €	8,08 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**