

Scanfil

Yhtiöraportti

10/2016

**inde
res.**

Hedelmien keruun aika

Nostamme Scanfilin tavoitehintamme 4,00 euroon (aik. 3,80 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Mielestämme Scanfil on houkuttelevasti hinnoiteltu, kun yhtiö pääsee keräämään PartnerTech-yrityskaupan hedelmiä ensi vuodesta alkaen.

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja

Viime vuonna kokonsa suurella PartnerTech-yrityskaupalla yli tuplannut Scanfil on vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja, joka on keskittynyt elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin yhdeksi tuotekokonaisuudeksi. Yhtiön liiketoiminta keskittyy kuuteen asiakassegmenttiin, joista noin 80 % on ammattielektroniikan puolella ja 20 % tietoliikennesektorilla. Yhtiön asiakkaat ovat näiden alueiden globaaleja yrityksiä, joita Scanfil palvelee 12 Euroopassa, Kiinassa ja USA:ssa sijaitsevalta tehtaaltaan. Asiakkaille Scanfil tarjoaa mahdollisuuden ulkoistaa tuotteiden valmistuksen ja keskittyä omiin ydinliiketoimintoihinsa, joita voi olla valmistuksen sijaan esimerkiksi tuotekehitys, myynti, markkinointi ja asiakaspalvelu. Tämä antaa asiakkaille joustavuutta kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Scanfilin vahvuuksia sektorin kireässä kilpailussa ovat mielestämme kokonaistoimituksiin pohjautuva ja kustannustehokas toimintamalli, pitkä kokemus sopimusvalmistuksesta sekä tuotannon nopeus ja joustavuus. Yhtiöllä on myös historiallisesti vahva taloudellinen track-record, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta.

Yhtiö on hyvin positioitunut elektroniikkamarkkinalle

Globaali elektroniikkamarkkina kasvaa elektroniikan yleistymisen myötä arviomme mukaan noin BKT:n kasvuvauhtia, minkä lisäksi sopimusvalmistajien kasvua tehostaa hieman tuotannon ulkoistamisasteen nousu. Mielestämme Scanfil on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä yhtiö operoi pääosin ammattielektroniikassa, jossa pienet tuotantoerät ja lyhyet toimitusajat mahdollistavat pienemmillekin yhtiöille kannattavan toiminnan. Ammattielektroniikassa ulkoistamisaste ei ole saavuttanut täyttä potentiaaliaan, minkä myötä Scanfililla on näkemysmme mukaan markkinoita paremmat kasvunäkymät. Lisäksi houkuttelevaa on, että sopimusvalmistusmarkkina on erittäin fragmentoitunut, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä epäorgaaninen kasvualusta, jota yhtiö on hyödyntänyt taidokkaasti historiallisesti. Yhtiön merkittävimpinä riskeinä pidämme rajallista hinnoitteluvoimaa, riippuvuutta avainasiakkaista ja kysynnän vaihtelua.

Arvostus on lähivuosien potentiaalin valossa maltillinen

Scanfilin kuluva vuosi on mennyt PartnerTechin uudelleenjärjestelyyn, mutta ensi vuonna arviomme yhtiön pääsevän realisoimaan kaupan hyötyjä ja saavuttavan tavoittelemansa yli 6 %:n liikevoittomarginaalin, vaikka investointihyödykkeiden yleisesti vaisu markkinatilanne pitää liikevaihdon organiset kasvunäkymät rajallisina. Mielestämme osake on hinnoiteltu absoluuttisesti maltillisesti lähivuosien ennusteidemme mukaisten P/E-lukujen liikkuessa välillä 10x-9x. Suhteellisesti sopimusvalmistajien arvostustasot ovat toimialan haastava liiketoimintalogiikka huomioiden verrattain matalia, joten näilläkään tulokertoimilla osake ei ole suhteellisesti poikkeuksellisen edullinen, mutta arvostustaso on silti hyvin perusteltu Scanfilin tuloskasvunäkymät, historiallinen track-record ja positiivinen M&A-optio huomioiden. Kokonaisuus huomioiden näemmekin osakkeessa melko selvää nousuvaraa seuraavan vuoden tähtäimellä, kun yhtiö pääsee realisoimaan PartnerTech-kaupan hyötyjä.

Analyttikko

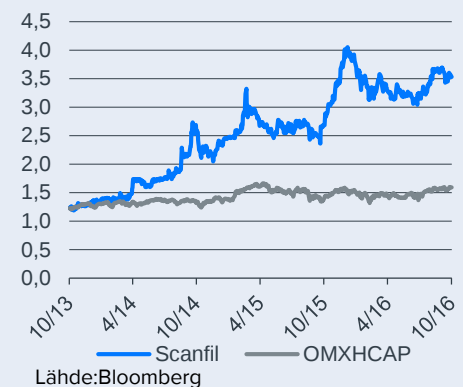
Antti Viljakainen
+ 358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus

Lisää

Tavoitehintaa: 4,00 €



Eilisen päätös

3,52 EUR

12 kk vaihteluväli

2,65-4,06 EUR

Potentiaali

13,6 %

Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	377	524	528
Kasvu-%	75,9 %	38,9 %	0,8 %
EBIT (oik.)	19,4	25,7	33,0
EBIT-% (oik.)	5,1 %	4,9 %	6,3 %
Tulos ennen veroja	13,8	11,1	31,1
Nettotulos	8,4	3,3	23,7
EPS (oik.)	0,24	0,26	0,37
Osinko	0,08	0,09	0,11
Jakosuhte	55 %	174 %	29 %
P/E (oik.)	15,7	13,5	9,5
P/B	2,2	1,9	1,7
P/S	0,6	0,4	0,4
EV/S	0,7	0,5	0,5
EV/EBITDA	8,7	7,2	5,8
EV/EBIT	14,5	10,7	7,9
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,5 %	3,1 %

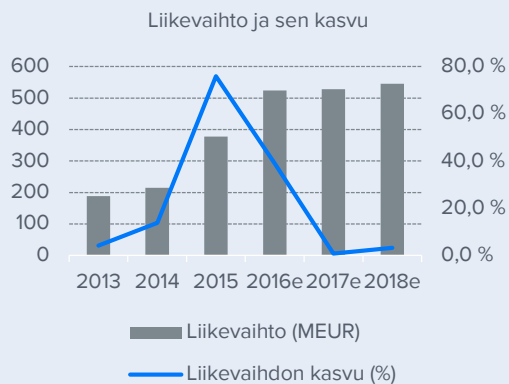
Lähde: Inderes

Yhteenveto

Sijoitusnäkemys

Arvoajurit	➤	- PartnerTech-kaupan potentiaali realisoituu 2017 alkaen - Elektroniikkamarkkina kasvaa ja ulkoistaminen lisää suosiota - Markkina on otollinen yrityskauppavetoiselle kasvulle	➤	 Lisää Tavoitehintaa: 4,00 €
Riskitekijät	➤	- Hinnoitteluvoima on heikko molempiin suuntiin arvoketjua - Suurimmat asiakkaat ovat yhä merkittäviä suhteessa Scanfliin - Investointihyödykkeiden markkinatilanne on globaalisti vaisu		
Arvostus	➤	- Osakkeen arvostus (2017e: P/E 10x) on absoluuttisesti matala - Suhteellisesti hyvin positioitunut Scanfil ansaitsee preemion - Positiivinen M&A-optio tukee pitkällä aikavälillä		

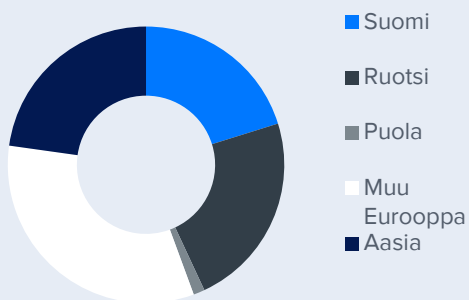
Liiketoiminnan kehitys



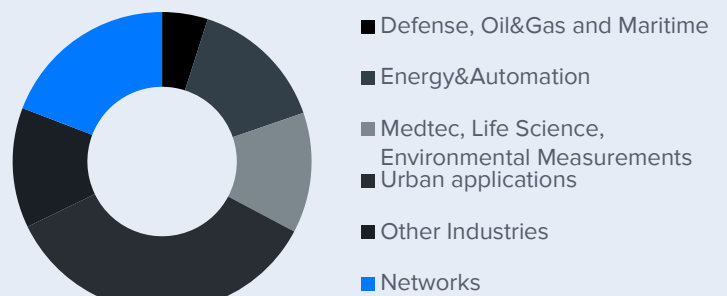
Lähde: Scanfil

Liiketoimintarakenne

Maantieteellinen myyntijakauma 2015



Myynti asiakassektoreittain Q2'16 LTM



Lähde: Scanfil

*PartnerTech luvuissa H2'15:n alusta alkaen

Arvostus 2017e



Sisällysluettelo

Yhteenveto	3
Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys	5
Scanfilin liiketoiminta	11
Toimiala	12
Scanfilin markkinat	15
Kilpailukenttä	16
Scanfilin kilpailijoiden historiallinen kehitys	19
Strategia, kilpailuedut ja riskit	20
Scanfilin strategia	24
Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne	25
Scanfilin kustannusrakenne ja taseasema	29
Tulosennusteet	30
Scanfilin tulosennusteet	33
Arvostustaso	34
Ennustettu osaketuotto ja suhteellinen arvostus	36
Tuloslaskelma ja tase	37
Vastuuvapauslauseke	39

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys

Viime vuonna kokonsa suurella PartnerTech-yrityskaupalla yli tuplannut Scanfil on vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja, joka on keskittynyt elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin yhdeksi tuotekokonaisuudeksi. Yhtiön liiketoiminta keskittyy kuuteen asiakassegmenttiin, joista noin 80 % on ammattielektroniikan puolella ja 20 % tietoliikennesektorilla. Yhtiön asiakkaat ovat näiden alueiden globaaleja yrityksiä, joita Scanfil palvelee 12 Euroopassa, Kiinassa ja USA:ssa sijaitsevalta tehtaaltaan. Yhtiön vahvuuksia sektorin kireässä kilpailussa ovat mielestämme kokonaistoimituksiin pohjautuva toimintamalli, pitkä kokemus sopimusvalmistusliiketoiminnasta sekä tuotannon nopeus ja joustavuus. Yhtiöllä on myös historiallisesti vahva taloudellinen track-record, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

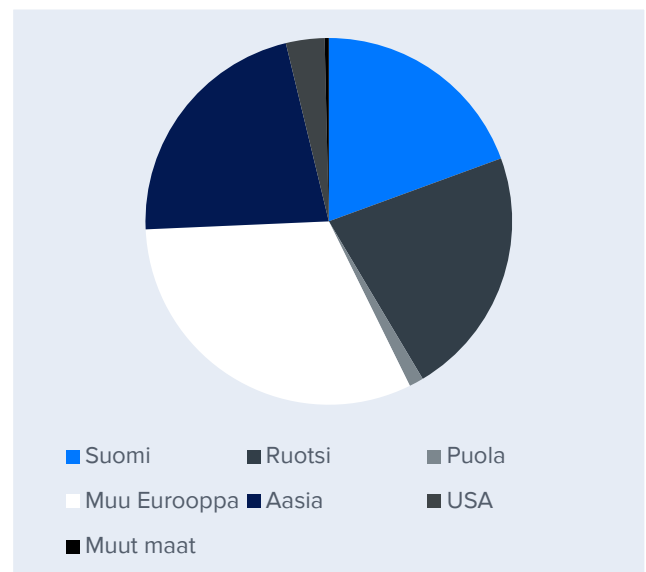
Vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut elektroniikan sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja. Yhtiö on keskittynyt etenkin elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin tuotekokonaisuudeksi. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Scanfil valmistaa asiakkaan tuotteen tai osan asiakkaan suuremmasta tuotteesta, mikä mahdollistaa asiakkaalle keskittymisen varsinaisen ydinliiketoimintansa prosesseihin. Scanfilin tuotteita käytetään etenkin tietoliikenteen, energian ja automaation, terveys- ja ympäristötekniikan ja kaupungistumisen sovelluksissa. Lisäksi tuotteita menee pienemmissä määrin muutamille muille asiakassegmenteille. Tyypillisiä Scanfilin tuotteita ovat esimerkiksi mobiili- ja tietoliikeverkkolaitteet, automaatiojärjestelmien moduulit, taajuusmuuttajat, hissien ohjausjärjestelmät, analysaattorit, peli- ja itsepalveluautomaatit ja säähavaintolaitteet. Scanfilin koon kesällä 2015 tuplanneen suuren PartnerTech-yrityskaupan myötä yhtiön juokseva liikevaihto (run-rate) on yli 500 MEUR vuositasolla, minkä myötä yhtiö on maailman 25 suurimman sopimusvalmistajan joukossa.

Asiakkaina Scanfililla on omien sektoreidensa kansainvälisiä kärkiyrityksiä, joilla on vahva markkina-asema omilla ydinalueillaan. Esimerkkeinä Scanfilin asiakkaista voidaan mainita esimerkiksi Metso, ABB (Energy&Automation), Nokia, Ericsson (Networks), Vaisala, Thermofisher (Med Tech, Life Science, Environmental measurements) RAY ja Kone (kaupungistumisen sovellukset). Lukumääräisesti asiakkaita Scanfililla on todennäköisesti satoja, mutta myynti painottuu silti 10-15 avainasiakkuuteen, vaikka PartnerTech-yrityskauppa tasapainottikin Scanfilin asiakasrakennetta selvästi niin asiakassektoreiden kuin yksittäisten asiakkaiden osalta. Esimerkiksi kolme suurinta asiakasta

tuovat Scanfilin liikevaihdosta noin 30 %, kun taas 10 avainasiakkaan osuus on arviolta noin 50 % Scanfilin myynnistä. Globaalisti operoivan asiakaskunnan myötä Scanfilin maantieteellisiä päämarkkina-alueita ovat Eurooppa, Yhdysvallat ja Aasia, joissa Scanfilin 12 tuotantolaitosta sijaitsevat.

Scanfilin myynnin jakauma asiakkaiden sijainnin mukaan 2015*



Lähde: Scanfil *PartnerTech luvuissa H2'15:n alusta alkaen

Asiakkaille Scanfil ja muut sopimusvalmistajat tarjoavat mahdollisuuden keskittyä omiin ydinliiketoimintoihinsa, joita voivat varsinaisen tuotteiden tai niiden osien valmistuksen sijaan olla esimerkiksi tuotekehitys, myynti ja markkinointi ja asiakaspalvelu. Näin ollen Scanfil täyttääkin yhden merkittävän osan asiakkaidensa arvoketjua sinällään melko yksinkertaisella ja perinteisellä liiketoimintamallillaan. Valmistuksen ulkoistamisen myötä asiakkaat saavat käyttöönsä joustavasti tehokasta valmistuskapasiteettia (tuotanto on sopimusvalmistajan ydinosasta) sitomatta

lainkaan pääomia tehtaisiin. Ulkoistettu valmistus antaa asiakkaille myös joustoa kulurakenteeseen, sillä sen myötä tuotteen tai osien valmistuskustannukset ovat lähes kokonaan muuttuvia ja asiakas saa siirrettyä kysynnän vaihtelun tuomat riskit osin sopimusvalmistajan kannettavaksi. Näistä syistä valmistuksen täysivaltainen tai osittainen ulkoistaminen onkin ollut 1990-luvulla ja 2000-luvulla trendinomaisessa kasvussa. Emme myöskään näe trendin katkeavan tulevaisuudessa Scanfilin ydinsegmenteissä.

Scanfil pyrkii liiketoiminnassaan pitkiin asiakassuhteisiin, joissa yhtiön liiketoimintamallin vahvuudet pääsevät parhaiten esiin. Yhtiö onkin onnistunut tässä historiallisesti erittäin hyvin, sillä avainasiakastason asiakkuuksia Scanfil ei ole menettänyt käytännössä koskaan ja myös PartnerTechin track-record on tässä suhteessa hyvä. Avainasiakkaiden pitämisen lisäksi Scanfilin kannalta on erittäin tärkeää, että asiakkaat menestyvät omissa liiketoiminnoissaan, sillä se avaa yhtiölle houkuttelevan kasvumahdollisuuden vahvojen asiakasyhtiöiden rinnalla. Tästä syystä sijoittajien kannattaa mielestämme kiinnittää erityistä huomiota yhtiön avain-asiakasportfolion laatuun ja avainasiakkaiden lukumäärään.

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

Scanfilin kokonaistoimitusmalli



Lähde: Scanfil

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

Kokonaistoimitusmallin avulla Scanfil pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan rajusti kilpaillulla sopimusvalmistusmarkkinalla. Arviomme mukaan kokonaistoimitukset tuovat Scanfilin liikevaihdosta yli puolet ja näissä toimituksissa yhtiön asema nykyisten asiakkaidensa keskuudessa on varsin vahva, sillä konsepti kattaa merkittävän osan asiakkaiden arvoketjua. Toisaalta huomioitavaa on, että Scanfil on historiallisesti fokuksittunut toimintamallistaan huolimatta varsin tiukasti sopimusvalmistajaksi ja jättänyt esimerkiksi tuotetoimituksiin integroitavien lisäarvo-palvelujen (esim. kehityspalvelut) tarjonnan pienelle painoarvolle. Pidämme tätä toistaiseksi järkevänä lähestymistapana, sillä lisäarvopalveluiden kehittäminen vaatii etupainotteista kulurakenteen kasvattamista ja palveluiden taloudellinen kannattavuus on jäänyt monissa tapauksissa kyseenalaiseksi. Arvioimme kuitenkin, että varsinkin PartnerTech-kaupan jälkeen Scanfililla on valmius lisätä lisäarvopalveluiden tarjontaansa tulevaisuudessa, jos yhtiön asiakaskunnasta ilmenee tähän riittävän vahvaa kysyntää. Potentiaalisimpina palveluasiakkaina näemme etenkin rajallisilla kehitysresursseilla operoivat pienet ja keskusuurat yritykset kehittyneillä markkinoilla, kun taas merkittäviä omia kehitysresursseja omaaville ja erittäin hintatietoisille suuryrityksille (ts. Scanfilin avainasiakkaat) kannattavien palvelumallien löytäminen voi olla vaikeaa.

Kokonaistoimituskonseptin lisäksi Scanfilin vahvuuksia ovat mielestämme tuotannon nopeus ja joustavuus, laatu ja toimitusvarmuus. Yhtiö on myös velkavetoisesta PartnerTech-kaupasta aiheutuneesta velkaantumisesta

huolimatta vakavarainen, minkä myötä Scanfil on asiakkaiden näkökulmasta taloudellisesti matalariskinen toimittajapartneri suuriinkin toimituksiin.

Tuotantoa on nyt kolmella mantreella

Scanfilin liiketoiminta jakautuu kahteen maantieteelliseen segmenttiin, jotka ovat Eurooppa ja USA sekä Aasia. Eurooppa ja USA -segmenttiin kuuluu PartnerTech-kaupan jälkeisen saneerauksen jälkeen 10 tehdasta (kaksi tehdasta Suomessa, Ruotsissa sekä Puolassa ja yksi tehdas, Virossa Unkarissa, Saksassa sekä Yhdysvalloissa), kun taas Aasia-segmenttiin kaksi Kiinassa sijaitsevaa tehdasta. Eurooppa- ja USA -segmentin tehdasverkko tulee kuitenkin todennäköisesti supistumaan vielä yhdellä tehtaalla, sillä arvioimme käynnissä olevien Vantaan tehtaan yt-neuvottelujen johtavan tehtaan sulkemiseen. Scanfilin strategiaan kuuluu globaali tuotanto ja yhtiö allokoii tilaukset tehtaalle keskusjohtoisesti yhtiön kannattavuuden hallinnan, asiakastarpeiden ja asiakkaan maantieteellisen sijainnin mukaan. Tämä on mahdollista, sillä Scanfililla on sekä mekaniikka-, elektroniikka-, integrointi- ja testaus-kapasiteettia molemmissa maantieteellisissä segmenteissä. Lähtökohtana toimitusprosessissa kuitenkin on, että kukin tehdas hoitaa tilauksensa alusta loppuun. Scanfilin tehdasportfolio on mielestämme kohtuullisen tasapainoinen myös kustannusperspektiivistä tarkasteltuna, sillä 11-12 tehtaasta puolet sijaitsevat henkilöstökustannuksiltaan edullisen kustannustason kehittyvissä maissa.

Työntekijöitä yhtiöllä oli vuoden 2016 puolivälissä 3500, joista yli 60 % on kehittyvillä markkinoilla. Scanfil on siis vahvasti läsnä Aasiassa, jonne yhtiön keskeiset asiakkaat ovat viime vuosina siirtäneet tuotantoaan. Yhtiö on myös sitoutunut toimimaan asiakkaidensa lähellä, joten pidämme mahdollisena, että yhtiön avainasiakkaiden tarpeiden niin vaatiessa Scanfil pystyy siirtämään tuotantoa tai kasvattamaan sitä uusilla maantieteellisillä alueilla. Yhdysvaltoihin yhtiö laajeni PartnerTech-kaupalla, mutta liiketoiminnan kokoluokka Pohjois-Amerikassa on vielä pieni ja Yhdysvaltojen nostaminen merkittäväksi merkinäksi konsernin kannalta vaatii yhtiöltä panostuksia lisää panostuksia Pohjois-Amerikkaan. Tulevaisuudessa myös ainakin Intia on todennäköisesti Scanfilia kiinnostava markkina-alue. Lähtökohtaisesti uskomme Scanfilin toteuttavan mahdollisen laajentumisen yritysostovetoisesti, sillä greenfield-investoinneissa volyymien riittävän nopea täyttäminen muodostuu usein haasteeksi vanhojen asiakkaiden volyymien kasvaessa asteittain. Tehtaan tai tehtaita ostamalla mukana tulee taas asiakkuuksia, jotka nopeuttaisivat uuden liiketoiminnan ylösajoa merkittävästi ja toisaalta tasaisivat asiakasriskejä.

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten liiketoiminnassa on vaikea hankkia etumatkaa kilpailijoihin pääomainvestoinneilla. Sen sijaan varsin henkilöstöintensiiviset tuotantoprosessit ja etenkin prosesseja käyttävät ihmiset ovat muuttuvia tekijöitä.

Scanfilin vertikaalisesti integroitunut toimintamalli asettaa myös henkilöstön osaamiselle korkean vaatimustason. Uskomme kuitenkin, että Scanfilin pitkä toimintahistoria sopimusvalmistuksessa on muokannut yhtiön tuotantoprosessit ja henkilöstön osaamistason kilpailukykyiseksi suhteessa kilpailijoihin ja asiakkaiden vaatimuksiin.

Historiallinen kehitys

Nykymuotoinen Scanfil syntyi vuonna 2012

Nykymuotoisen Scanfilin historia alkaa vuoden 2012 alusta, jolloin yhtiö irtosi Sievi Capitalista osittaisjakautumisessa ja listautui Helsingin Pörssin päälistalle. Osittaisjakautumisessa sopimusvalmistusliiketoimintaa harjoittava alakonserni Scanfil EMS Oy sekä sopimusvalmistusliiketoiminnan varat ja velat siirtyivät uuteen perustettavaan yhtiöön. Yhtiön nimeksi tuli Scanfil Oyj, joka aloitti itsenäisenä Helsingin pörssiin listattuna yhtiönä 1.1.2012. Sen sijaan 2000-luvulla Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan tuottamien rahavarojen sijoittamisesta konsernin sisällä alkanut sijoitusliiketoiminta sekä sen varat ja velat jäivät Sievi Capitaliin.

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

Taustalla on kuitenkin pitkät perinteet sopimusvalmistuksesta

Vaikka nykymuotoisen Scanfilin historia on melko lyhyt, Scanfililla on 40 vuoden kokemus sopimusvalmistuksesta. Yhtiön juuret ovat vuodessa 1976, kun Scanfilin pitkäaikainen hallituksen jäsen ja yhä merkittävä omistaja Jorma J. Takanen perusti Scanfil Oy:n, joka aloitti elektroniikkateollisuuden mekaniikkatoimittajana. Elektroniikan valmistuksen ja testauksen Scanfil aloitti ensimmäisten yritysjärjestelyiden yhteydessä vuonna 1980, mistä lähtien yhtiö on toiminut sopimusvalmistusliiketoiminnassa. 1980-luvulla yhtiön toiminta oli vielä mittakaavaltaan pientä ja 1990-luvun alussa yhtiön liikevaihto oli vain noin 5 MEUR. 1990-luvulla Scanfil alkoi kasvaa nopeasti lähinnä Suomesta käsin erittäin vahvasti kasvaneen Nokia-asiakkuuden ansiosta ja vuonna 2001 yhtiön liikevaihto oli noussut jo noin 220 MEUR:oon.

2000-luvulla painopisteen siirto tietoliikenne-sektorista teollisuuden ammattielektroniikkaan

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

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

Scanfilin myynti asiakassegmenteittään 2008

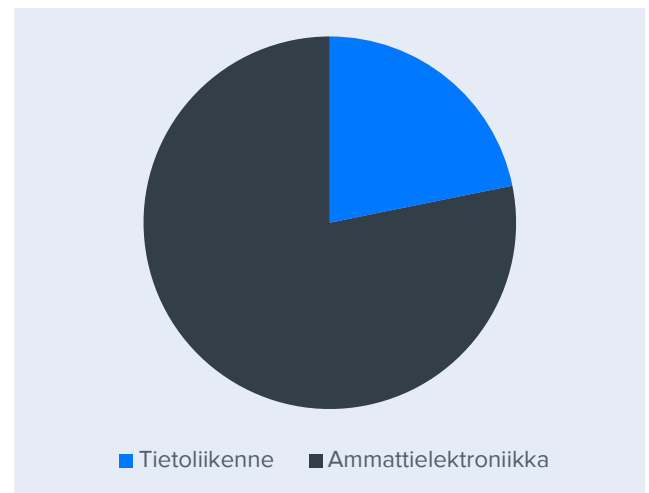


Lähde: Scanfil

Ammattielektroniikan osuuden trendinomaisesta kasvusta huolimatta yhtiön liikevaihto koki selvät notkahdukset vuosina 2008-2009 finanssikriisin ja vuosina 2011-2012 eurokriisin sekä toisaalta heikon verkkosyklin takia.

Jälkimmäinen notkahdus rokotti myös Scanfilin suhteellista kannattavuutta selvästi. Vuosina 2011-2012 Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan liikevaihto laski alle 190 MEUR:n, kun taas liikevoittomarginaali putosi hieman alle 5 %:n. Vuosina 2013-2014 Scanfilin liikevaihto kääntyi nousuun ammattielektroniikan osuuden trendinomaisen kasvun ja tietoliikennesektorin kysynnän elpymisen myötä. Kuitenkin myös 2000-luvun puolivälissä alkanut tietoliikennesektorin toimitusten arvon lasku jatkui, mikä rajoitti konsernin liikevaihdon kasvua. Liikevaihdon kasvu (sis. vuonna 2014 toteutettu pieni Schaltex -yrityskauppa) ja toisaalta yhtiön sisäiset tehostustoimet paransivat näinä vuosina kuitenkin Scanfilin suhteellista kannattavuutta selvästi. Vuonna 2014 Scanfil ylsi 215 MEUR:n liikevaihdolla 16,2 MEUR:n oikaistuun liikevoittoon, mikä vastasi sopimusvalmistusliiketoiminnassa varsin hyvää 7,6 %:n liikevoittomarginaalia.

Scanfilin myynti asiakassegmenteittään 2014



Lähde: Scanfil

Yhtiö otti kesällä 2015 historiansa suurimman kasvuloikan hankkimalla PartnerTechin

Scanfil teki toukokuussa 2015 julkisen ostotarjouksen Tukholman pörssiin listatun ruotsalaisen sopimusvalmistaja PartnerTechin kaikista osakkeista. Kauppa oli Scanfilin mittakaavassa erittäin merkittävä, sillä vuonna 2014 noin 244 MEUR:n liikevaihdon tehnyt PartnerTech oli jopa hieman Scanfilia suurempi yhtiö liikevaihdolla mitattuna. Tarjouksessa (sis. noin 57 %:n PartnerTechin 3 kk keskikursista laskettu preemio) PartnerTechin markkina-arvoksi tuli noin 440 miljoonaa Ruotsin kruunua eli noin 53 MEUR. Tällä markkina-arvolla PartnerTechin velat huomioivaksi yritys-arvoksi (EV) muodostuu noin 710 miljoonaa kruunua eli 83 MEUR. Siten kauppahinta vastasi PartnerTechin vuoden 2014 liikevaihdosta laskettuna matalaa EV/S-kerrointa 0,34x, mutta tulokertoimet olivat PartnerTechin kroonisten kannattavuusvaikeuksien takia korkeita. Siten kyseessä oli Scanfilille puhdas "turn around"-

yhtymä, joka perustui matalan volyympipohjaisen arvostuksen hyödyn realisoimiseen PartnerTechin kannattavuutta parantamalla. Valtaosa PartnerTechin osakkaista hyväksyi ostotarjouksen sen ehtojen mukaisesti kesän 2015 aikana ja kokonaisuudessaan Scanfil sai PartnerTechin osakekannan haltuunsa pakkolunastus-menettelyjen jälkeen alkuvuodesta 2016. Scanfilin lukuihin PartnerTech konsolidoitiin heinäkuun 2015 alussa, minkä myötä Scanfilin liikevaihto kohosi 76 % 377 MEUR:oon viime vuonna. Oikaistu liikevoittomarginaali kuitenkin putosi 5,1 %:n PartnerTechin laimennettua ”vanhan Scanfilin” todennäköisesti hyvällä tasolla pysynyttä kannattavuutta.

Strategisesti järjestely oli mielestämme looginen, sillä se vahvisti Scanfilin markkina-asemaa yhtiön ydinsegmenteissä ja laajensi tehdasportfoliota tärkeille markkinoille Yhdysvaltoihin ja Puolaan, joissa Scanfil ei aiemmin ollut läsnä. Lisäksi järjestely tasapainotti selvästi Scanfilin varsin keskittynyttä asiakasportfoliota, sillä yhtiöllä oli vain vähän päällekkäisiä asiakkuuksia. Liikevaihtotason hyötyjen lisäksi kaupalla oli selvät kustannussynergiat (tavoite 5 MEUR), kun kaksinkertaista hallintoa päästiin purkamaan (ml. johto ja pörssilistaukset jne.) ja ostovolyymejä konsolidoimaan suuremmiksi kokonaisuuksiksi. Lisäksi suomalainen ja ruotsalainen yhtiö sopivat kulttuurillisesti suhteellisen hyvin yhteen. Haasteena oli vastaavasti PartnerTechin heikko kannattavuus, joihin Scanfil on joutunut pureutumaan merkittävässä uudelleenjärjestelyllä.

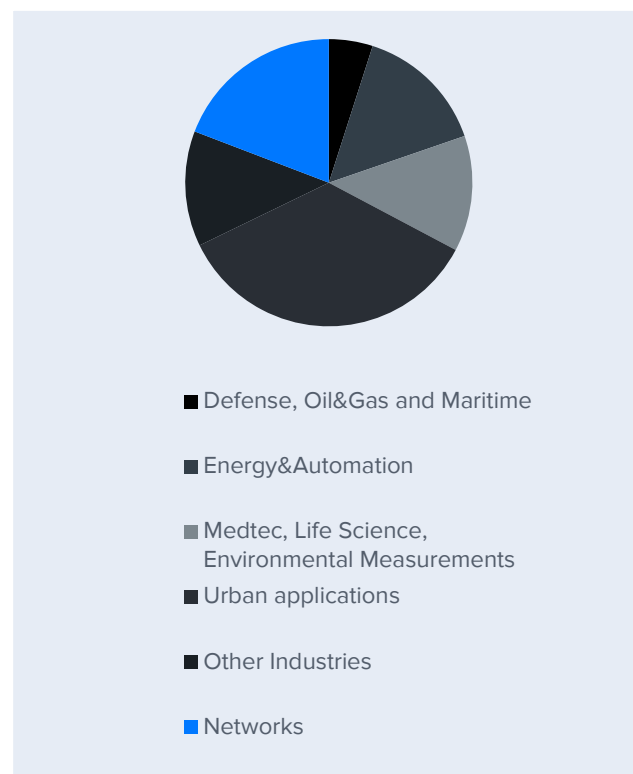
Scanfil rahoitti oston suurelta osin velkarahalla, sillä yhtiön taserakenne (Q1'15: omavaraisuusaste 71 %) oli ennen yrityskauppaa jopa jossain määrin ylikapitalisoitunut. Lisäksi yhtiö toteutti maaliskuussa 2016 pienen suunnatun osakeannin, jonka myötä yhtiö oma pääoma vahvistui annin kulut huomioiden vajaalla 17 MEUR:lla ja osakemäärä kasvoi vastaavasti 9,99 %:lla (noin 5,7 miljoonalla osakkeella). Vaikka alennuksella suhteessa pörssikurssiin tehty suunnattua osakeantia voi myös kyseenalaistaa, pidämme rahoituspakettia kokonaisuutena järkevänä, sillä suuren velkaosuuden avulla Scanfil pääsi hyödyntämään edullista velkavipua ja sai siten toteutettua kokoluokaltaan merkittävän yrityskaupan laimentamatta osakesarjaa merkittävästi.

Tähän mennessä Scanfil on jo sulkenut ja divestoinut kokonaan PartnerTechin suurimman ongelmapiirin eli Metal Precision Technology -liiketoiminnan (pääosin Defense, Oil&Gas -segmentin myyntiä kolmesta tuotantoyksiköstä). Tämä oli mielestämme erittäin järkevä ja kokonaisuuden kannalta täysin välttämätön liike Scanfililta huomattavista kertakuluista huolimatta, sillä rumasti tappiollinen Metal Precision Technology (2015: liikevaihto 25 MEUR, liiketappio 6,1 MEUR) ei verrattain raskaana metallin jalostusliiketoimintana kuulunut Scanfilin ydinliiketoimintaan eli elektroniikan ja mekaniikan sopimusvalmistukseen. Ydinliiketoiminnassa Scanfil on lisäksi sulkenut PartnerTechiin kuuluneet tappiolliset elektroniikkatehtaat Englannin Cambridgessä (2015: liikevaihto 6,1 MEUR, liiketappio 1,1 MEUR) ja Kiinan Dongguanissa (2015: liikevaihto 19,5 MEUR, liiketappio 1,1

MEUR). Arviomme mukaan uudelleenjärjestelyt alkavat olla nyt jo loppusuoralla, kun huomioidaan vielä käynnissä olevat yt-neuvottelut Vantaan tehtaalla (2015: liikevaihto 16,4 MEUR, liiketappio 0,1 MEUR) Yhteensä saneerauksesta on tähän mennessä liikevoittotasolla noin 14,1 MEUR:n negatiivinen tulosvaikutus (sis. alaskirjauksia ja kassa-vaikutteisia kuluja, ei. sis kuluja Vantaan tehtaalla mahdollisesta sulkemisesta), joten myös saneerauksen kustannukset ovat olleet konsernin mittakaavassa huomattavat. Tärkeintä kuitenkin on, että saneeraus on edennyt suunnitellusti ja yhtiön yrityskaupalle asettamat tavoitteet ovat yhä saavutettavissa.

Scanfilin alkuperäisenä tavoitteena PartnerTech-kaupassa oli saavuttaa 5 MEUR:n kulusynergia ja nostaa ostettujen liiketoimintojen kannattavuus 5 %:n liikevoittomarginaaliin vuonna 2017. Sitten yhtiön päivitti tavoittelevansa 6 %:n raportoitua liikevoittomarginaalia vuonna 2017, mikä oli kohtuullisessa linjassa aiempien tavoitteiden kanssa. Jos oletetaan PartnerTechin liikevaihdoksi divestoinnit (yhteensä 50,6 MEUR liikevaihtoa 2015) ja vuosien 2015-2017 orgaaninen kasvu huomioiden noin 220 MEUR, alkuperäisten tavoitteiden toteutuessa yrityskauppa toisi Scanfilille lisää liikevoittoa noin 16 MEUR. Saneerauskuluilla oikaistu yritysarvo on taas vastaavasti 97 MEUR, joten kaupan oikaistuksi EV/EBIT-kertoimeksi muodostuisi teoriassa matala noin 6x. Näin ollen kaupalla on mielestämme kaikki edellytykset luoda huomattavaa omistaja-arvoa Scanfilille, kunhan yhtiö ylittää tavoitteisiinsa tai ainakin niiden lähelle (arvostus jättää turvamarginaalia).

Scanfilin myynti segmenteittäin 6/2016 LTM



Lähde: Scanfil

Kokonaisuutena Scanfilin track-record 2000-luvulta on mielestämme varsin vahva, kun huomioidaan ajanjaksolle osuneet tietoliikennesektorin rakenteelliset muutokset, kehittyvien maiden kilpailupaineen nousun aiheuttama sopimusvalmistussektorin murros (Aasian painoarvon kasvu) sekä ajanjaksolle osuneet makrotalouden kriisit ja finanssikriisin jälkeinen vaimea talouskasvu.

Huomionarvoista on myös se, että Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminta ei ole tehnyt koko historiansa aikana yhtenäkkään vuonna liiketappiota, kun taas monet kilpailijat ovat kärsineet kroonisista kannattavuusvaikeuksista lähes koko 2000-luvun. Tämä kuvastaa mielestämme yhtiön strategian toimivuutta ja toisaalta Scanfilin kilpailukykyä. Scanfilin vahva historiallinen track-record on näkemyksemme mukaan osakkeen riskiprofiilia laskeva tekijä myös tulevaisuutta ajatellen.

Scanfil on yhä ”yrittäjätarina”

Vaikka Scanfil on ollut jossain muodossa listattuna pörssissä jo vuodesta 2002 alkaen, yhtiö on mielestämme silti henkilöitynyt voimakkaasti yhtiön perustaneeseen Jorma J. Takaseen ja hänen lähipiiriinsä. Käytännössä Jorma J. Takanen, hänen perheenjäsenensä (puoliso ja lapset), heidän hallinnoimansa säätiö sekä Jorma J. Takasen veli Martti Takanen omistavat Scanfilin osakkeista yhä yli 50 %. Kymmenen suurimman osakkeenomistajan hallussa on noin 74 % Scanfilin osakkeista, sillä kevään 2016 osakeannin omistajapohjaa laajentava vaikutus jäi kokonaisuutena vähäiseksi. Sijoittajille omistuksen keskittyminen heijastuu pienenä vapaasti vaihdettavien osakkeiden määränä (free-float) ja sitä kautta rajallisena osakkeen likviditeettinä olettaen, että pääomistajat eivät ole luopumassa omistuksistaan. Tästä syystä osakkeelta pitää mielestämme toistaiseksi vaatia arvonmäärityksessä likviditeettipreemiota.

Jorma J. Takanen ja hänen lapsensa ovat olleet aiemmin mukana voimakkaasti Scanfilin operatiivisessa johdossa, mutta viime vuosina pääomistajaperhe on vaikuttanut yhtiössä hallituksesta käsin. Vuodesta 2013 alkaen Scanfilin toimitusjohtajana on toiminut Takasen perheestä riippumaton diplomi-insinööri Petteri Jokitalo, jolla on pitkä kokemus Scanfilista ja sopimusvalmistusliiketoiminnasta. Pääomistajaperheestä ja muista merkittävistä osakkeenomistajista riippumattomia jäseniä on kolme viidestä jäsenestä, joten kokonaisuutena yhtiön hallinto on mielestämme järjestetty kaikkien osakkeenomistajien kannalta tarkoituksenmukaisella tavalla.

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

Näin ollen perheyhtiö-profiilista on mielestämme myös hyötyä.

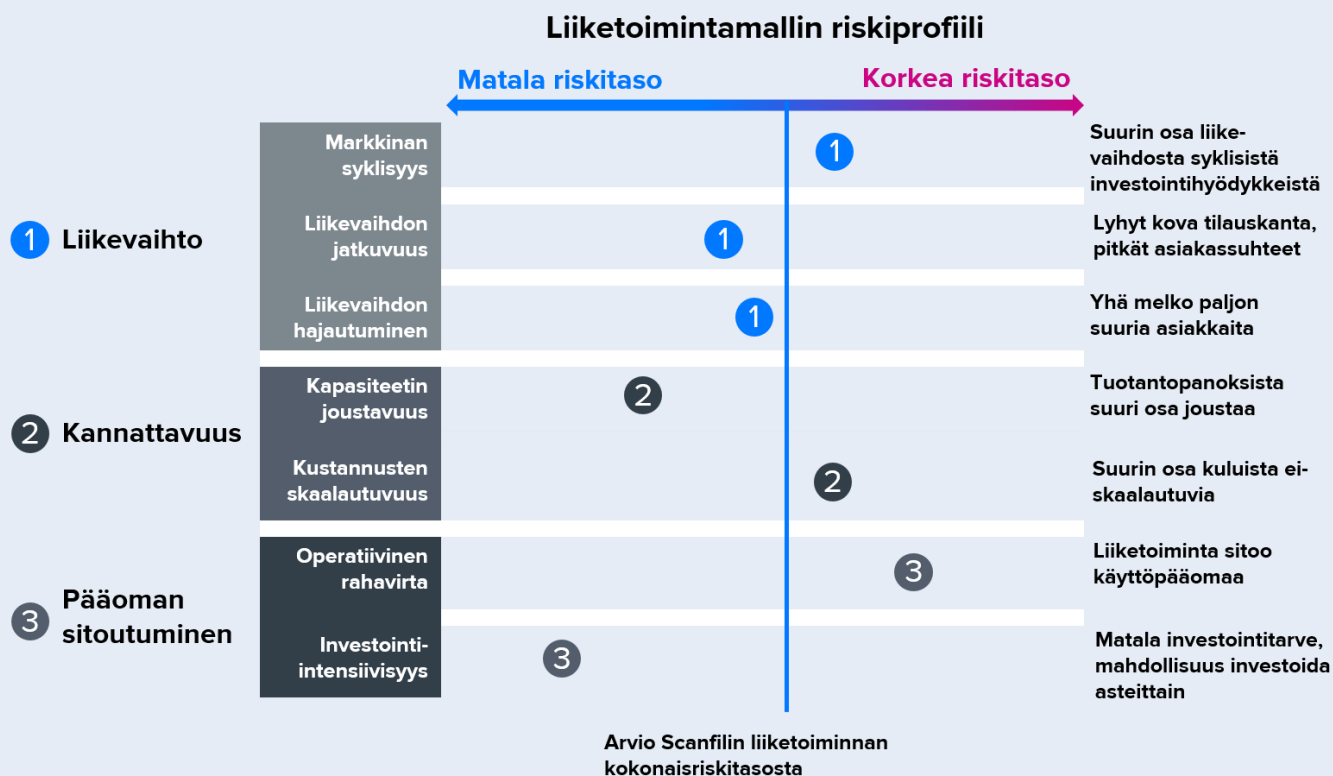
Omistajarakenne (23.9.2016)

Omistaja	Omistusosuus (%)
1 Harri Takanen	15,4 %
2 Jarkko Takanen	13,3 %
3 Varikot Oy	12,0 %
4 Jorma Takanen	9,6 %
5 Jonna Tolonen	5,3 %
6 Reijo Pöllä	5,2 %
7 Mikko Laakkonen	4,0 %
8 Martti Takanen	3,1 %
9 Sijoitusrahasto Aktia Capital	3,0 %
10 Riitta ja Jorma J. Takasen säätiö	3,0 %
Yhteensä	73,7 %

Lähde.: Scanfil

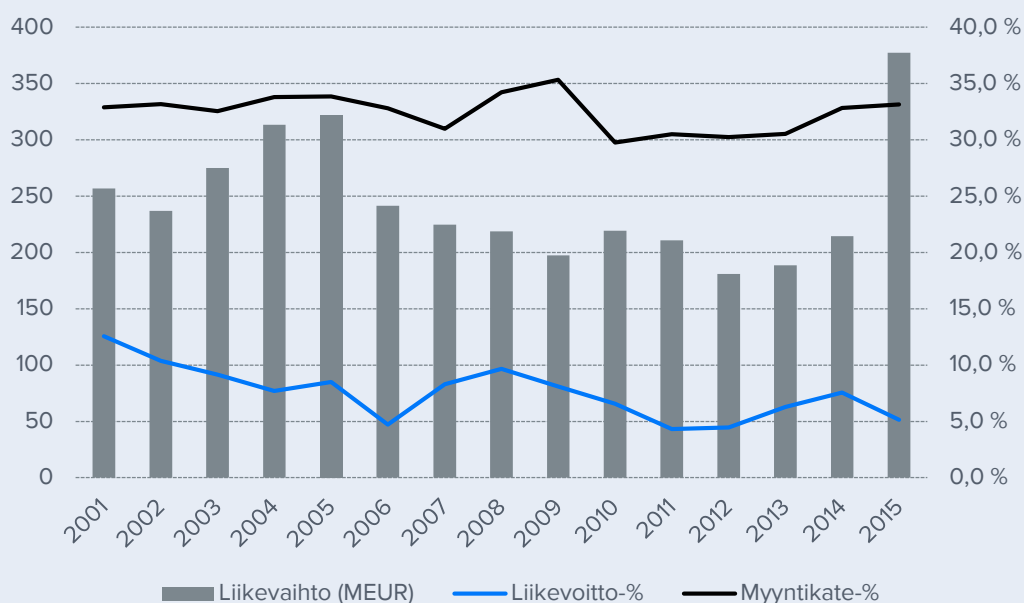
Scanfilin liiketoiminta

Scanfilin liiketoimintamallin riskiprofiili



Lähde: Inderes

Scanfilin sopimusvalmistusliiketoiminnan historiallinen kehitys 2001-2015



Lähde: Scanfil, Sievi Capital

Toimiala

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

Aasia dominoi valtavaa globaalia elektroniikkamarkkinaa

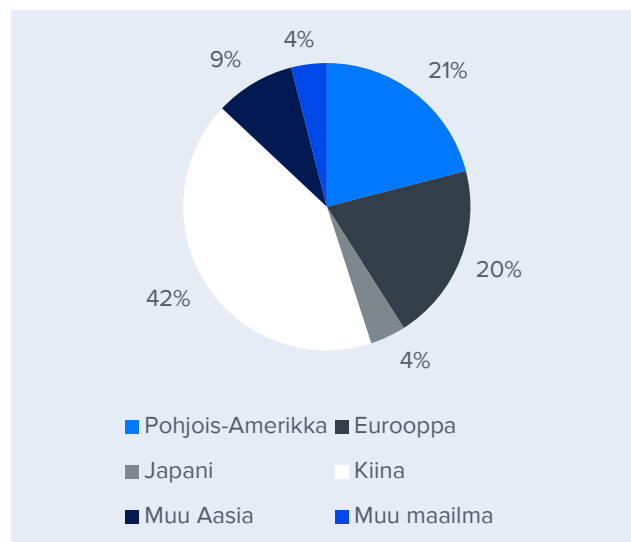
Globaali elektroniikkamarkkina oli markkinatutkimusyhtiö Custer Consulting Groupin mukaan vuonna 2014 noin 2050 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoinen. Kyseessä on Scanfilin kokoluokka (liikevaihto hieman reilut 500 MEUR) huomioiden valtava markkina. Huomioitavaa tosin on, että markkina jakautuu lopputuotteen myyjän omamerkki-valmistukseen (OEM), ulkoistettuun suunnitteluun ja valmistukseen (ODM) ja sopimusvalmistukseen (EMS). Erilaiset toimintamallit kilpailevat globaalilla elektroniikka-markkinalla kuitenkin keskenään, joten mielestämme myös sopimusvalmistusliiketoimintaan keskittyneen Scanfilin perspektiivistä on relevanttia tarkastella koko elektroniikkamarkkinan kehitystä.

Omamerkkivalmistuksessa lopputuotteen myyjä vastaa itse tuotteen spesifioinnista, suunnittelusta, valmistuksesta ja myynnistä. Kaksi jälkimmäistä toimintamallia (ODM ja EMS) pohjautuvat toimitusketjun osaprosessien ulkoistukseen. Ulkoistetussa suunnittelussa ja valmistuksessa lopputuotteen myyjä ulkoistaa valmistuksen lisäksi myös tuotteen suunnittelun partnerille ja keskittyy vain markkinoimaan muiden suunnittelemaa ja valmistamaa lopputuotetta omalla brändillään. Sopimusvalmistuksessa lopputuotteen myyjä ulkoistaa vain tuotteen valmistuksen siihen fokuoituneelle partnerille. Scanfil on fokuoitunut juuri sopimusvalmistukseen eikä yhtiöllä ole merkittävää itsenäistä ja asiakkaista riippumatonta tuotekehitystä.

Maantieteellisesti globaaleja elektroniikkamarkkinoita dominoi etenkin Kiina, jossa valmistettiin yli 40 % kaikesta maailman elektroniikasta vuonna 2014. Euroopan ja Pohjois-Amerikan osuudet olivat noin 20 %, kun taas markkinan loppuosa jäi pääosin muiden Aasian maiden ja Japanin haltuun. Viime vuosina alalla onkin ollut selvä trendi siirtää tuotantoa matalamman kustannustason maihin ja toisaalta lähelle asiakasta. Aasian kustannuskilpailukyvyyn ylivoimasta kertoo hyvin se, että Kiinassa palkkakustannukset (ilman sivukuluja) ovat vain noin 20-30 % länsimaiden vastaavista tasoista. Myös Itä-Euroopan kustannuspositio on kohtuullinen palkkojen ollessa noin 30-40 % länsimaiden palkoista. Liiketoiminnan henkilöstöintensiivisen luonteen ja kehittyvien maiden ylivoimaisen kustannusposition takia

emme odota muutoksia trendiin myöskään tulevaisuudessa vaan etenkin Aasian painoarvo sektorilla tulee pysymään kasvussa myös jatkossa.

Elektroniikkatuotannon jakautuminen maantieteellisesti 2014



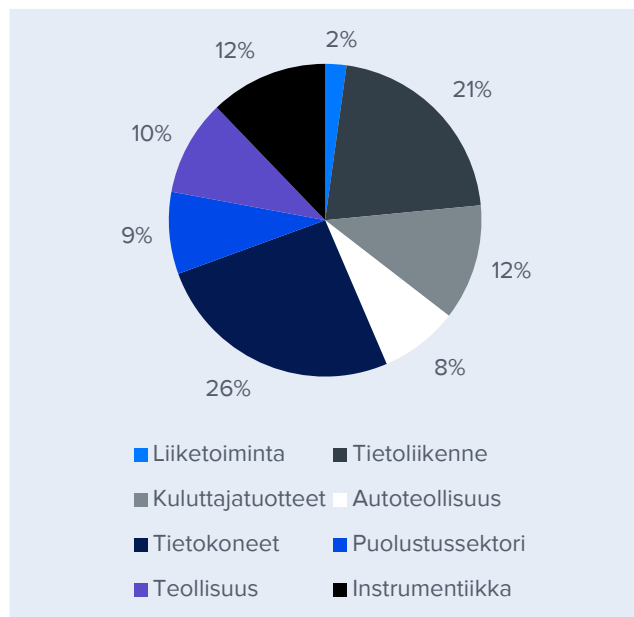
Lähde: Cluster Consulting Group

Markkina jakautuu useampaa erilaiseen segmenttiin

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

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

Globaalin elektroniikkamarkkinan segmentit 2014



Lähde: Custer Consulting Group

Globaalin elektroniikkamarkkinan kysyntää ajavat sähkölaitteiden yleistymisen, joka on taas seurausta väestön kasvun, elintason nousun, kaupungistumisen megatrendeistä. Näiden tekijöiden tukemana globaali elektroniikkamarkkina on kokonaisuutena kasvanut viime vuosina eri markkinalähteiden mukaan keskimäärin 3-6 % vuodessa, joten markkinoiden kasvu on ollut tervettä ja tarjonnut alan pelureille laajentumismahdollisuuksia. Myös lähivuosien markkinakasvun on arvioitu olevan suurin piirtein samalla tasolla, joten myös sektorin näkymät vaikuttavat kohtuullisilta. Omissa ennusteissamme odotamme globaalin elektroniikkamarkkinan kasvavan noin linjassa BKT:n kanssa, mikä tarkoittaa arviomme mukaan Eurooppaan ja USA:han noin 1-2 %:n ja Aasian noin 4-6 %:n markkinakasvua. Tämä on ei-syklinen pitkän aikavälin arvio, kun taas vuositasolla talouden syklit tulevat vaikuttamaan elektroniikkamarkkinan kysyntään myös jatkossa.

Lähtökohtaisesti odotamme myös Scanfilin kaikkien asiakassegmenttien kasvavan suurin piirtein samaa vauhtia, sillä niitä tukevat samat mainitut megatrendit.

Tietoliikennesektorin kysyntä tulee todennäköisesti kuitenkin myös jatkossa olemaan ammattielektroniikkaa huomattavasti volatiilimpaa verkkosukupolvien vaihtelevien valmistumisaikataulujen takia, minkä lisäksi tietoliikennesektorin rakenteellinen muutos (ts. tuotteiden arvon lasku) ei osoita taittumismerkkeitä. Toisaalta myös ammattielektroniikan kysyntä on arviomme mukaan jonkun verran esimerkiksi kuluttajaelektroniikkaa volatiilimpaa, sillä ammattielektroniikan kysyntää ajavat BKT:n kasvun takana etenkin globaalit pääomainvestoinnit, joissa syklit voivat olla voimakkaitakin (vrt. defensiivisempi kuluttajaelektroniikka).

Trendinä ulkoistamisen kasvu

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

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

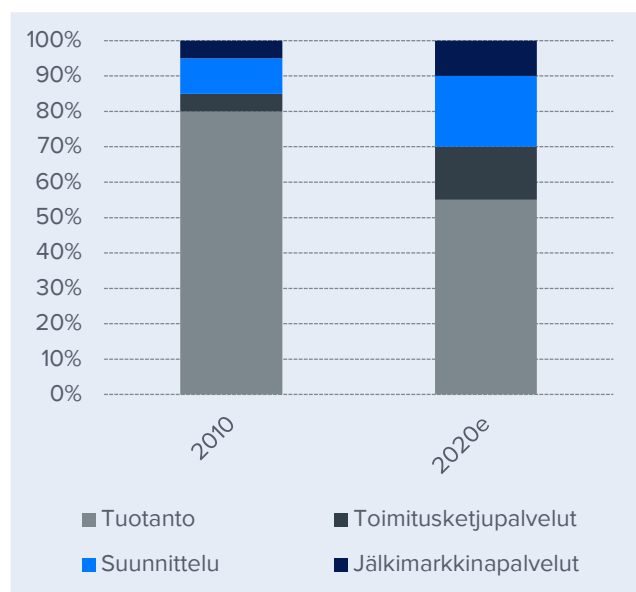
Scanfilin painopistealueilla ammattielektroniikassa ja tietoliikennesektorilla sopimusvalmistajien asema on mielestämme ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen toimittajia parempi, sillä kokonaisvaltainen suunnittelun ulkoistaminen on sektorilla muun muassa kuluttajaelektroniikkaan vaikeampaa monimutkaisempien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

Scanfil on hyvin asemoitunut sektorin trendeihin

Scanfil on näkemyksemme mukaan asemoitunut markkinoille hyvin, sillä ammattielektroniikassa kasvun pitäisi vielä lähivuosina ylittää yleinen elektroniikka-markkinan kasvu ulkoistamisasteen noustessa. Toisaalta huomautamme, että Scanfil on sille relevanttien markkinoiden kokoluokka huomioiden pieni peluri toimialalla eikä yhtiön kasvupotentiaali ole suoranaisesti riippuvainen markkinoiden kasvusta. Korostamme kuitenkin, että globaalin elektroniikkamarkkinan kasvun jatkuminen olisi positiivista myös Scanfilin kannalta, sillä kokonaiskakun kasvaessa suuremmilta pelureilta jää ”katveeseen” helpommin niche-taskuja, joissa Scanfilin kaltaiset pienemmät yhtiöt pääsevät operoimaan kannattavasti. Lisäksi markkinakasvun hyötyminen olisi näkemyksemme mukaan melko todennäköisesti myös seurausta maailman yleisen talouskehityksen heikentymisestä, joka taas vaikuttaisi varmuudella Scanfilin nykyisten asiakkaiden tuotteiden kysyntään (suurelta osin investointihyödykkeitä) ja sitä kautta myös Scanfilin volyymeihin.

Arvioimme myös, että Scanfilin kokonaistoimituksiin painottuvan kattavan toimintamallin kasvattavan suosioitaan, sillä se avaa asiakkaille laajempia mahdollisuuksia keskittyä ydintoimintoihinsa ja optimoida resurssejaan kuin pelkkä tuotteiden kokoonpanon ulkoistaminen sopimusvalmistajalle. Näkemyksemme mukaan tämä korostuu juuri ammattielektroniikassa, jossa tuotesykliit ovat perinteisesti kuluttajasektoria pidempiä ja tuotekehitystarve jatkuvampaa. Näin ollen Scanfil on mielestämme asemoitunut elektroniikkamarkkinalla vallitseviin trendeihin nähden varsin hyvin. Lisäksi uskomme, että yhtiöllä on edellytyksiä laajentaa tarjontaansa myös lisäarvopalveluissa, jos asiakkaiden kysyntä sitä edellyttää ja yhtiö onnistuu positioitumaan palveluissa sektoreille, joissa kannattava operointi on mahdollista (etenkin pienet ja keski-suuret asiakkaat kehittyneillä markkinoilla).

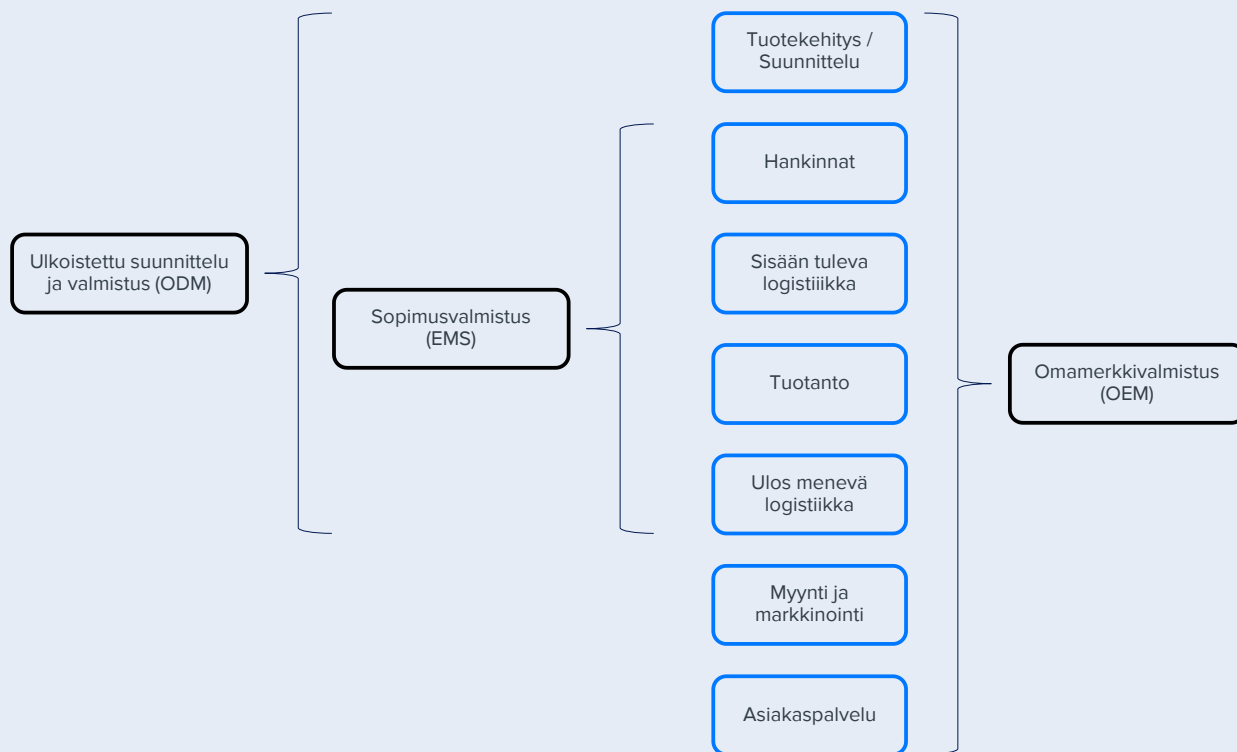
Sopimusvalmistajien tulojen jakautuminen



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

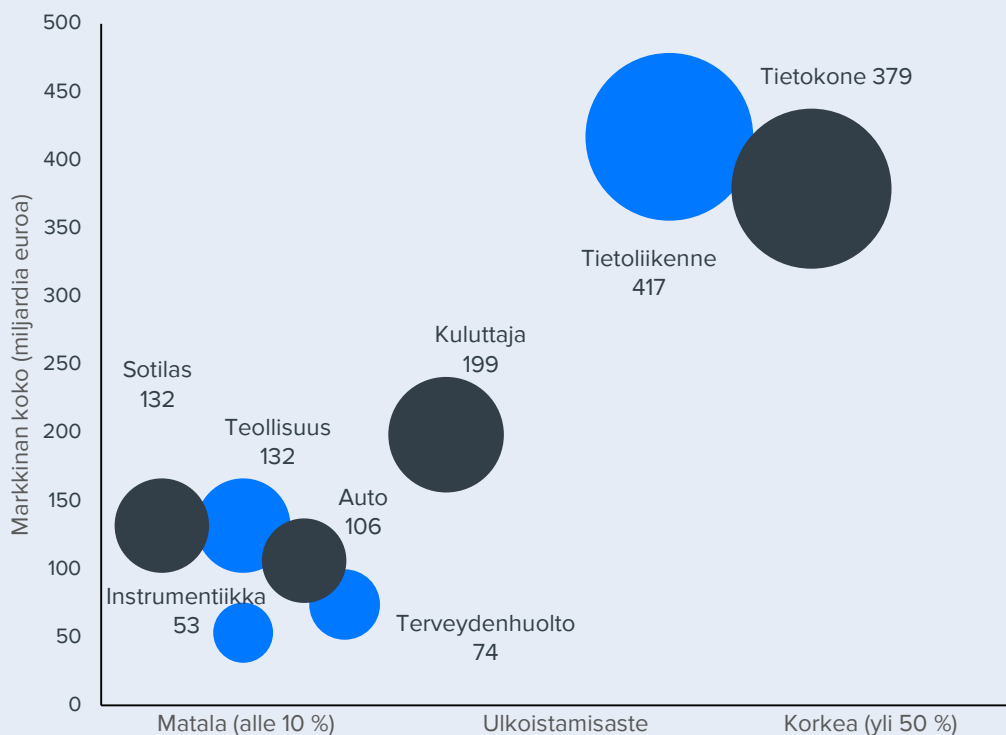
Scanfilin markkinat

Elektroniikan arvoketju



Lähde: Inderes

Elektroniikkamarkkinoiden jakautuminen segmentteihin



Lähde: Inderes

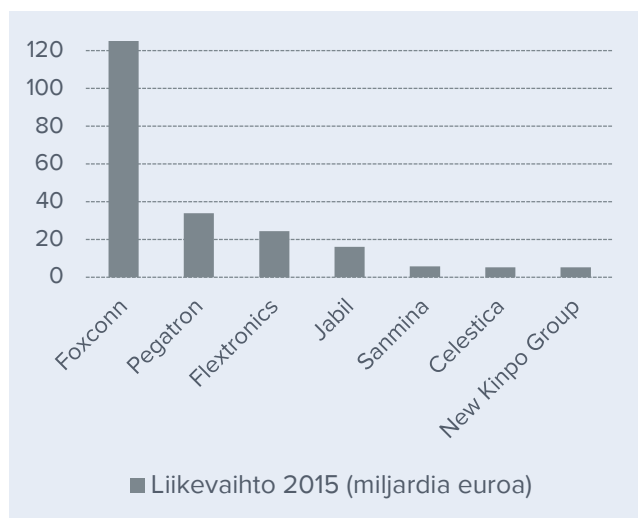
Kilpailukenttä

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

Suuret pelurit dominoivat kokonaismarkkinalla

Globaalit ulkoistetun elektroniikkavalmistuksen toimijat jaetaan tyypillisesti kolmeen kategoriaan liikevaihdon perusteella. Ensimmäisessä kategoriassa ovat alan globaalit jätit, joiden vuosiliikevaihto on vähintään miljardi euroa. Tähän ryhmään kuului Market Manufacturing Insidersin mukaan vuonna 2014 noin 10-15 yhtiötä. Maailman suurimpia sopimusvalmistajia tai ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tuottajia vuonna 2015 olivat taiwanilainen Foxconn, taiwanilainen Pegatron, singaporelainen Flextronics, amerikkalainen Jabil ja amerikkalainen Sanmina.

Maailman suurimmat sopimusvalmistajat 2015



Lähde: CapitalIQ

Nämä yhtiöt ja muut globaalit suurpelurit toimivat lähes kaikilla elektroniikanmarkkinan segmenteillä. Yhteneväistä kuitenkin on, että suuryhtiöt omaavat paljon tuotantokapasiteettia eri mantereilla matalan kustannustason maihin painottuen, minkä myötä ne saavat mittakaavaetuja massatuotannosta. Lisäksi suuryhtiöillä on laajat taloudelliset resurssit prosessikehitykseen sekä investointeihin, minkä myötä niiden teknologinen kyvykyys on yleisesti korkealla tasolla. Suurpelurien heikkous on

vastaavasti tuotannon ja rakenteiden tietty jäykkyys, minkä takia niiden kilpailuedut hupenevat melko nopeasti eräkköjen pienentyessä.

Suuryhtiöt eivät ole Scanfilin relevantteinta kilpailijakuntaa, mutta täysin niitäkään ei mielestämme voi sulkea pois yhtiön kilpailijakenttää tarkasteltaessa. Tämä koskee etenkin tietoliikennesektoria, jossa esimerkiksi Foxconn on läsnä. Toisaalta esimerkiksi vuonna 2015 reilun 4 miljardin dollarin liikevaihdon tehnyt Flextronicsin Industrial&Emerging Industries -divisioona sisältää yli 20 eri asiakassegmenttiä. Divisioonan pienimmät asiakassegmentit, jotka todennäköisesti sisältävät useita asiakkaita, ovat joitakin prosentteja divisioonan liikevaihdesta. Siten divisioonan pienemmät asiakkaat ovat samassa kokoluokassa Scanfilin suurimpien asiakkaiden kanssa. Toistaiseksi Scanfil ei kuitenkaan ole vielä ammattielektroniikan puolella kohdannut kilpailussa alan jättiläisiä, mikä kuitenkin olisi yllä olevan esimerkin valossa mielestämme periaatteessa mahdollista tulevaisuudessa. Arviomme mukaan yhä pienempien asiakkuuksien haaliminen vaatisi suuryhtiöiltä etenkin ajatus- ja toimintamallimuutoksia, mutta teknisiä rajoituksia tähän ei käsityksemme mukaan ole.

Suuryhtiöiden takana on paljon pieniä ja keskisuuria pelureita

Toiseen kategoriaan kuuluvat näkemyksemme mukaan noin 200-1000 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevät yhtiöt, joilla on suuryhtiöitä pienemmästä koosta huolimatta globaali toimintamalli. Tässä kategoriassa yhtiöt ovat pääsääntöisesti keskittyneet johonkin tai joihinkin elektroniikkamarkkinan tuotesegmentteihin. Kuluttajille suunnatut massatuotteet ovat kuitenkin pääosin niiden toimitus- ja kustannus-kilpailukykyyn rajojen ulkopuolella. Tässä kategoriassa yhtiöt ovat vielä riittävän joustavia pienempiin toimituseriin ja räätälöityyn asiakaspalveluun, mutta niillä on silti riittäviä resursseja globaalien asiakkaiden palvelemiseen. Näin ollen yhtiöt ovat tyypillisesti suuryhtiöitä enemmän läsnä asiakkaiden tuotekehitysprosesseissa ja kokonais-toimitukset ovatkin tyypillinen liiketoimintamallin runko tässä kategoriassa. Scanfil, joka oli Manufacturing Market Insidersin mukaan vuonna 2015 liikevaihdon mitattuna maailman 24. suurin sopimusvalmistaja, kuuluu juuri tähän

kategoriaan. Myös Scanfilin relevanteimmat kilpailijat löytyvät tästä segmentistä.

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

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

Scanfilin pääkilpailijat ovat pieniä ja keskisuuria yhtiöitä

Scanfilin pääkilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan pienet ja keskisuuret toimijat sekä Euroopassa ja Yhdysvalloissa että Aasiassa. Huomattavaa on kuitenkin, että liiketoiminnan globaalista luonteesta huolimatta asiakassuhteissa paikallisuus on säilynyt toimialalla. Tästä syystä Scanfililla on asiakkainaan esimerkiksi varsin paljon suomalaisia ja ruotsalaisia teknologiayhtiöitä, kun taas esimerkiksi keskieuropalaisilla kilpailijoilla keskieuropalaisten asiakkaiden paino on suurempi. Arviomme mukaan tämä on seurausta erittäin pitkäaikaisista asiakassuhteista ja alhaisesta asiakasvaihtuvuudesta, mikä taas johtuu asiakkaiden perspektiivistä suurista kustannuksista, joita vakiintuneen valmistajapartnerin vaihto voi aiheuttaa. Näin ollen sopimusvalmistussektorilla ei perinteisesti olekaan vaihdettu toimittajia kuin erityisen vakavien perusteiden (laatu- tai toimitusvarmuusongelmat ja/tai kilpailukykyyn pysyvä menettäminen). Tämä taas vaikeuttaa kaikkien alan pelurien kannalta uusiasiakas-hankintaa, mutta toisaalta pienentää riskiä menettää nykyiset asiakkaat.

Muiden sopimusvalmistajien lisäksi Scanfilin kilpailijaksi voidaan mielestämme yhä laskea asiakkaiden oma valmistus, sillä se kattaa varsinkin tietyissä ammattielektroniikan segmenteissä edelleen merkittävän

osan asiakkaiden tuotannosta. Asiakkaiden oma tuotanto on kuitenkin kilpailijana luonnollisesti muita yhtiöitä näkymättömämpi, joten tässä suhteessa kilpailutilanteen muutokset tulevat esiin etenkin ulkoistamisasteiden muutosten kautta.

Scanfilin kilpailijoiden ja EMS-sektorin verrokki-yhtiöiden liikevaihdot ja kannattavuudet 2015

Yhtiö	Liikevaihto (MEUR)	Käyttökate-%
Foxconn	125000	5,2
Pegatron	33900	4,4
Flextronics	21440	4,5
Jabil	16000	6,2
Sanmina	5300	4,9
Celestica	5200	3,8
Benchmark Electronics	2340	6,2
SIIX	1800	5,4
Zollner	1332	-
UMC Electronics	881	5,0
Enics*	500	-
Scanfil**	377	6,8
Neways	374	4,2
Kitron	203	6,8
Hanza	127	3,2
Connect Group	113	1,6
Hanza	110	1,1
Incap	31	13,1
Inission	29	7,3
Mediaani		5,0

* Yksityisomisteisia yhtiöitä

** Scanfilin käyttö kate-% vuonna 2015 ilman kertaeriä 7,6 %

Lähde: CapitalIQ

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

Scanfilin kannattavuus on erittäin hyvä myös alan suuryhtiöihin verrattuna, mutta huomautamme, että liiketoiminnan skaalan ja sektorien määrän kasvaessa kannattavuus helposti laimentuu keskiarvotasolle. Tämä johtuu siitä, että yleensä kannattavuusmarginaaleilla mitattuna kannattavimpia toimituksia ovat pienet ja/tai

nopeasti toimitettavat erät, joihin suuryhtiöillä ei ole toimituskykyä tai -halua. Suuryhtiöiden tavoite onkin arviomme mukaan maksimoida liikevaihdon ja tuloksen absoluuttista määrää sekä sitä kautta pääoman tuottoa, joka onkin mielestämme mittari, jolla Scanfiliä tulisi verrata alan suurpelureihin. Scanfilin suoritus on kuitenkin tässäkin ollut alan suurimpiin yhtiöihin nähden parhaimmillaan vertailukelpoisella tasolla.

Kokonaisuutena sopimusvalmistusmarkkinan kapasiteetti on mielestämme kohtuullisen hyvin tasapainossa kysyntään nähden eikä alalla ole merkittävää ylikapasiteettia. Tästä on pitänyt huolen elektroniikan kasvu-uralla pysynyt loppu-tuotekysyntä ja toisaalta ulkoistamistrendi, joka on vauhdittanut sopimusvalmistajien kasvumahdollisuuksia. Lisäksi sopimusvalmistusliiketoiminnassa kapasiteettia on verrattain helppo kasvattaa asteittain kysynnän mukana lisäämällä uusia linjoja ja koneita tehtaile, minkä myötä kapasiteetti voi kasvaa suhteellisen lineaarisesti kysynnän mukana (vrt. kapasiteetetin portaittain lisääntyminen pääomavaltaisessa prosessiteollisuudessa). Toisaalta myös tuotantolaitosten sulkeminen on verrattain yksinkertaista ja edullista, koska toimiala ei ole erityisen pääomaintensiivistä, käyttökelpoiset koneet ja laitteet ovat varsin helposti siirrettävissä ja etenkin kehittyvillä markkinoilla myös työvoimasta eroon hankiutuminen on verrattain helppoa ja edullista. Nämä tekijät estävätkin mielestämme osittain kroonisen ylikapasiteettiongelman syntymistä alalle, sillä yhtiöt voivat sopeuttaa kapasiteettiään kohtuullisen joustavasti kysynnän mukana (vrt. esim. globaali terästeollisuus)

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

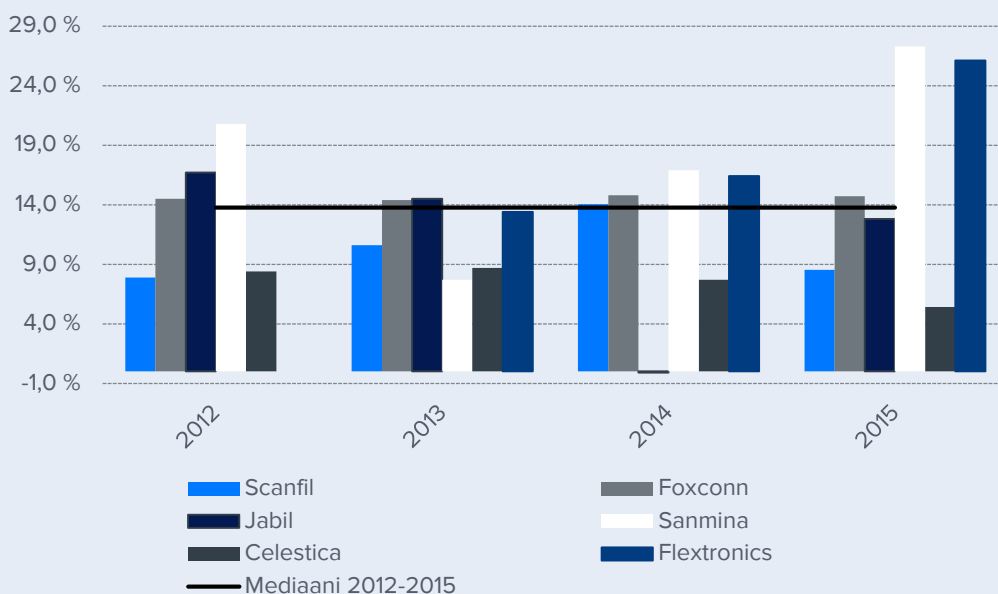
Scanfilin kilpailijoiden historiallinen kehitys

Scanfilin kilpailutekijät

- + Asemoituminen ammattielektroniikkaan
 - + Vahva asiakas- ja referenssiportfolio
 - + Kyky globaalien asiakkaiden palvelemiseen useammalla mantereella
 - + Ketterä ja joustava kapasiteetti
 - + Kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri
-
- Rajalliset skaalaedut
 - Heikko hinnoitteluvoima molempiin suuntiin arvoketjua
 - Osa tuotannosta korkean kustannustason maissa
 - Kysynnän investointivetoisuus

Lähde: Inderes

Scanfilin ja globaalien EMS-jättien oman pääoman tuotto 2012-2015



Lähde: CapitalIQ

Strategia, kilpailuedut ja riskit

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

Strategia

Yhtiö hakee kannattavaa kasvua

Strategiseksi päämääräkseen Scanfil mainitsee kannattavan kasvun. Koska yhtiöllä ei ole taloudellisia tavoitteita (pl. osinkopolitiikka) päämäärää on vaikea kääntää numerotasolle. Arviomme kuitenkin, että yhtiö pyrkii markkinakasvua nopeampaan vuotuiseseen kasvuun ja toimialan parhaaseen suhteelliseen kannattavuuteen. Näkemyksemme mukaan 10 %:n käyttökatemarginaali (EBITDA-%) tai vastaavasti noin 8 %:n liikevoittomarginaali on realistinen tavoite sektorin parhaille toimijoille, kun huomioidaan sopimusvalmistajien haastavan arvoketjuaseman myötä heikko hinnoitteluvoima sekä toisaalta liiketoiminnan rajalliset pääomavaatimukset (ts. kohtuullinen marginaali riittää hyvään pääoman tuottoon).

Scanfilin strategian keskiössä ovat pitkäaikaiset asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa sekä vertikaalinen integraatio, jonka avulla Scanfil voi kattaa mahdollisimman suuren osan asiakkaan arvoketjusta. Pidämme valittua lähestymistapaa järkevänä, sillä se asemoi Scanfilin hieman kauemmas suoraviivaisesta kokoonpanotoiminnasta, jossa hinta on mielestämme merkittävin kilpailuvaltti. Lisäksi yhtiö voi varsinkin PartnerTech-kaupan jälkeen tarjota yhä enenevissä määrin lisäarvopalveluita (2015: palvelumyynti 10,5 MEUR pääosin PartnerTechiltä ostetuista yksiköistä), jos taloudellisesti kannattavia palvelumalleja on löydettävissä. Pidämme kuitenkin konservatiivista kasvuhakuisuutta palveluiden osalta järkevimpänä vaihtoehtona, sillä historiallisesti asiakkaiden halu maksaa lisäpalveluista on ollut rajallinen ja siten palveluliiketoiminnan kannattavuudet ovat jääneet vaisuiksi. Sopimusvalmistusliiketoiminnan palvelumyyntissä ei myöskään ole näkemyksemme mukaan mahdollista saavuttaa erityisen korkeita ja laitetoimituksia parempia marginaaleja (vrt. esim. konepajojen korkeakatteinen palvelumyynti), mikä puoltaa myös varovaisia panostuksia palveluliiketoiminnan kasvuun.

Scanfil on sitoutunut kasvustrategiassaan globaaliksi toimijaksi, mitä PartnerTech-kauppa vahvisti edelleen (ml. laajentuminen Yhdysvaltoihin). Näkemyksemme mukaan maantieteellisen peiton laajentaminen nykyisen kolmen

toimintamantereen ulkopuolelle ei ole kuitenkaan yhtiölle itsetarkoitus vaan lähinnä mahdollisuus, jos sen nykyiset asiakkaat laajentavat toimintaansa uusille alueille avaten uutta kasvualustaa myös Scanfilille. Potentiaalisimpia uusia alueita voisi arviomme mukaan olla esimerkiksi Intia, johon laajentuminen voisi tulla kyseeseen etenkin keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä. Lyhyellä tähtäimellä yhtiöllä on arviomme mukaan mahdollisuuksia laajentaa toimintaansa myös nykyisillä tehtaillaan niiden rakennusten lattiapinta-alat huomioiden, mikä onkin pääoman käytön kannalta kustannustehokas vaihtoehto. Nykyisiä tehtaita laajentamalla kasvu painottuisi maantieteellisesti Aasiaan ja Eurooppaan (etenkin Keski-Eurooppa ja Puola) ja mahdollisesti myös Yhdysvaltoihin.

Orgaaninen kasvu luo kasvulle pohjan

Orgaanista kasvua Scanfil hakee sekä uusilta että nykyisiltä asiakkailtaan. Mielestämme tämä on hyvä lähestymistapa, sillä yhtiöllä on asiakkainaan alojensa huippuyhtiöitä, joiden mukana kasvaminen ja niiden sisältä suuremman markkinaosuuden voittaminen on houkutteleva mahdollisuus Scanfilille. Toisaalta pidämme kuitenkin myös uusasiakashankintaa tärkeänä, sillä yhtiön nykyinen asiakasportfolio on PartnerTech-kaupan selvästi tasapainottaneesta vaikutuksesta kohtuullisen keskittynyt (kts. riskit), vaikka Scanfil on jo vuosia pyrkinyt kasvattamaan asiakkaidensa lukumäärää ja laajentamaan sitä kautta myös liikevaihtojakaumaansa. Korostamme kuitenkin, että uusasiakashankinta on sopimusvalmistussektorin hyvän asiakaspysyvyyden takia haastavaa eikä siitä ole mielestämme odotettavissa erityisen nopeita tuloksia.

Yritysostot kuuluvat strategiaan

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

liiketoimintaportfoliota laajentanut kauppa on ollut arviomme mukaan onnistunut, kun huomioidaan kaupan matala arvostustaso ja laajentuminen Keski-Euroopan terveyssektorille. Siten yhtiön näytöt yritysostoista ovat suhteellisen hyviä viime vuosilta, kun huomioidaan toistaiseksi suunnitelmien mukaan edennyt PartnerTech-integraatio.

Vaikka yritysostojen lopullinen järkevyys määräytyy toki tapauskohtaisesti ja se on olennaisesti riippuvainen liiketoiminnan laadusta sekä kauppahinnasta, suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti Scanfilin epäorgaaniseen laajentumiseen ja mielestämme yhtiön valitsema yritysostovetoinen kasvustrategia on orgaanisen kasvuun painottuvaa strategiaa houkuttelevampi valinta Scanfilille. Perustelemme näkemystämme kolmella tekijällä: 1) alusta alkaen positiivista kassavirtaa tuottava yritysosto on orgaanista kasvua nopeampi kasvustrategia 2) yritysostojen kautta laajentuminen hajauttaa automaattisesti yhtiön yhä kohtuullisen keskittyntä asiakaskuntaa ja avaa uusia markkinoita 3) edullisen ostoksen integrointi preemiohinnoiteltuun Scanfilin luo potentiaalisesti omistaja-arvoa (ks. kappale arvostustaso). Myös fragmentoitunut sopimusvalmistusmarkkina tarjoaa mielestämme hyvät lähtökohdat epäorgaaniseen laajentumiseen.

Lähtökohtaisesti arvioimme, että Scanfil jatkaa kasvu-strategiansa toteuttamista yritysostovetoisesti, kunhan PartnerTech-integraatio on valmistunut. Potentiaalisia kohteita on vaikea arvioida, mutta yhtiö vaikuttaa olevan suhteellisen avoin erityyppisille kohteille, joten arviomme mukaan potentiaalisia kauppvoja harkitaan aina tapauskohtaisesti. Lähtökohtaisesti kuitenkin arvioimme, että seuraavat kaupat tulevat olemaan PartnerTech-ostoa pienempi, sillä yhtiön taloudellinen liikkumavara asettaa yhtiölle tiettyjä rajoitteita lähivuosina, jos oletetaan, että yhtiö ei kerää uutta omaa pääomaa. Greenfield-investointeja emme sen sijaan usko yhtiön tekevän jatkossakaan, vaikka uuden tehtaan 10-20 MEUR:n investointikustannus olisi Scanfilin nykyisessä mittakaavassa toteutettavissa oleva panostus. Tämä johtuu siitä, että uusien tehtaiden ylösajoaika jäisi pelkän vanhan asiakasportfolion varassa pitkäksi ja investointikustannusten ja positiivisten kassavirtojen väliin jäisi liian pitkä kuilu, mikä tekisi mielestämme uudesta tehtaasta pienehköä yritysostoa selvästi riskisemmän vaihtoehdon.

Kilpailuedut

Kilpailuetu toimintamallin toteuttamisessa

Koska Scanfil on sopimusvalmistusliiketoiminnan mittakaavat huomioiden yhä pieni yhtiö, sen pitää hakea kilpailuetunsa joustavuudesta ja ketteryydestä. Scanfilin kilpailuetu on mielestämme parhaimmillaan vaativissa ja toistuvissa, mutta kuitenkin verrattain pienissä toimitussarjoissa, joissa yhtiö pääsee soveltamaan

kokonaistoitusmalliaan. Muistutamme, että Scanfilin tarjoama kokonaistoitusmalli ei ole sinällään ainutlaatuinen vaan myös keskeisillä kilpailijoilla on pääpiirteiltään vastaavia malleja. Näin olleen itse liike-toimintamalli ei ole mielestämme kestävä kilpailuetu vaan Scanfilin vahvuudet ovat etenkin mallin toteuttamisessa. Pitkällä aikavälillä kestävä kilpailuetu sopimus-valmistussektorilla on myös mielestämme haastavaa luoda rajallisten differentioitumismahdollisuuksien takia.

Vaativissa kokonaistoituksissa Scanfilin tuotantosarjojen volyymi ei ole riittävän houkutteleva suurempien kilpailijoiden perspektiivistä. Toisaalta kaikki pienemmät ja lokaalimmat kilpailijat eivät ole Scanfilin tavoin vertikaalisesti integroituneita. Integroiduissa kokonaistoituksissa Scanfilin tuotteeseen luoma arvo on korkeimmillaan ja tätä kautta yhtiö saa kokonaistoituksissa useamman marginaalin (esim. hankinta, valmistus, integrointi ja testaus). Tämä tekee niiden marginaaliprofilista suppeampia toimituksia houkuttelevamman. Lisäksi arvioimme, että Scanfil pystyy verrattain pienissä, vaativissa ja toistuvissa toimitussarjoissa rakentamaan pitkäaikaisia asiakassuhteita strategiansa mukaisesti. Tämän myötä yhtiö pystyy siirtämään asiakkaan fokusta tuotteen yksikkö-kustannuksista kohti sen pitkän aikavälin kokonais-kustannuksia. Tämä on mahdollista etenkin useampaan pienempään asiakassegmenttiin jakautuvassa ammatti-elektroniikassa, jonne yhtiö on näkemysemme mukaan järkevästi asemoitunut.

Mielestämme Scanfilin kilpailuedut ja vahvuudet voidaan tiivistää seuraavasti:

- Vertikaalisesti integroitunut kokonaistoituskonsepti
- Kilpailukykyinen kokonaistarjonta
- Tuotannon joustavuus, ketteryys ja kustannustehokkuus
- Teknologinen osaaminen

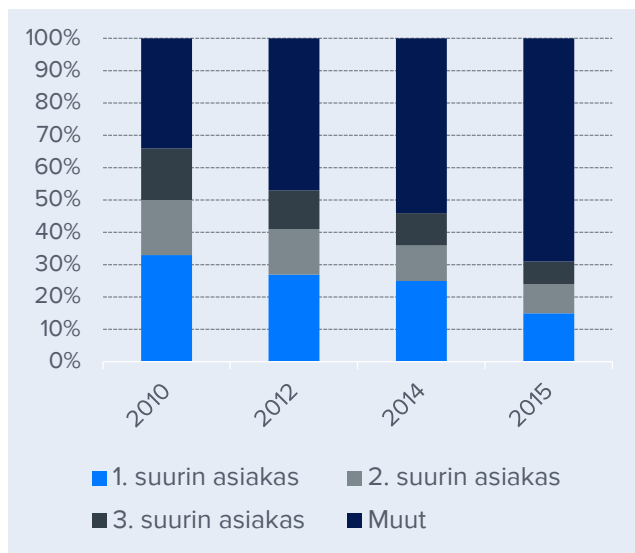
Pitkä historia luo liiketoiminnalle vahvan pohjan

Lisäksi Scanfilin eduksi voidaan mielestämme todeta se, että yhtiöllä on pitkä 40 vuoden kokemus toimialalta, jonka aikana Scanfil on pystynyt rakentamaan vakaan toimittaja-aseman useiden avainasiakkaiden keskuudessa. Yleensä toimittaja-aseman parantuminen sopimusvalmistuksesta avaintoimittajaksi, kumppaniksi, systeemitoimittajaksi ja valmistusyhteistyöpartneriksi voi viedä jopa 10-15 vuotta. Tämä rajoittaa jossain määrin kilpailua ja vaikeuttaa etenkin uusien pelurien pyrkimyksiä päästä Scanfilin markkina-segmentteihin tai avainasiakkuuksiin. Siten yhtiön pitkä historia yhdessä tehokkaan kustannusrakenteen kanssa luovat Scanfilin liiketoiminnalle vahvan perustan, mutta näitä tekijöitä on vaikea arvottaa numeerisesti.

Merkittävimmät riskit

Keskeisen asiakkaan menettäminen on mielestämme yhä riski Scanfilille, vaikka yhtiö on viime vuosina pyrkinyt systemaattisesti laajentamaan asiakaskuntaansa ja PartnerTech-kaupan ansiosta yhtiö otti huomattavan edistysaskeleen tässä suhteessa. Vuonna 2015 Scanfilin suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta 15 %, toiseksi suurin 9 % ja kolmanneksi suurin 7 % (kolme suurinta yhteensä 31 %). Vastaavasti 10 suurinta avainasiakasta toivat liikevaihdosta arviolta 50 %. Näin ollen Scanfilin asiakaskunta on yhä suhteellinen keskittynyt, mikä pitää asiakasriskin korkeana. Suuren asiakkaan äkillinen menettäminen aiheuttaisikin merkittävän loven Scanfilin liikevaihtoon. Tätä yhtiön olisi vaikea paikata nopeasti ja toisaalta kulurakenteissa on rajallisesti joustovaraa lyhyellä tähtäimellä, joten liikevaihdon putoaminen pilaisi todennäköisesti myös yhtiön tuloksen joksikin aikaa. Asiakkaiden suoranaisten menettämisen lisäksi on riski, että Scanfilin merkittävät asiakkaat kohtaavat vaikeuksia omissa liiketoiminnoissaan, mikä voi heijastua niin ikään negatiivisesti Scanfilin. Korostamme kuitenkin, että Scanfil on onnistunut rakentamaan pitkäaikaisia asiakassuhteita eikä yhtiö ole koskaan menettänyt avainasiakkaita. Näin olleen yhtiön track-record on tässä suhteessa erittäin hyvä, mikä pienentää jossain määrin riskiprofiilia tässä suhteessa.

Scanfilin suurimpien asiakkaiden liikevaihto



Lähde: Scanfil

Hinnoitteluvoima on mielestämme riski Scanfilille, sillä yhtiö sijaitsee arvoketjussa haastavassa paikassa suurten komponenttitoimittajien ja teknologiayhtiöiden välissä. Näin ollen yhtiön hinnoitteluvoima on molempiin suuntiin arvoketjua heikko, minkä myötä yhtiöllä voisi olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, jos lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat laskupaineita tai komponenttien ja

raaka-aineiden hinnat nousupaineita. Historiallisesti Scanfilin myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, mikä lisää luottamustamme myös tulevaisuuden suhteen. Lisäksi Scanfil on suojautunut hinnoitteluriskiä vastaan jossain määrin myös sopimusteknisin klausulein.

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

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

Muutokset kilpailukentässä voivat näkemyksemme mukaan lisätä kilpailua Scanfilin kannalta houkuttelevimmissa asiakassegmenteissä. Tähän ajurina voisi olla esimerkiksi monien sopimusvalmistajien kroonisesti heikko kannattavuus, mikä voi ajaa heikompia pelureita asemoitumaan uusiin liiketoimintoihin. Toisaalta kilpailupaineen kasvua voi tulla myös sektorin globaaleilta jäteiltä, jotka voisivat pyrkiä tulevaisuudessa yhä voimakkaammin Scanfilin ydinsegmenttiin ammatti-elektroniikkaan. Nämä muutokset kilpailukentässä taas voisivat laskea hintoja ja volyymejä Scanfilin asiakassegmentissä, mikä olisi negatiivista yhtiölle.

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

Kehittyviin markkinoihin liittyvät tyypilliset

liiketoimintariskit (esim. lainsäädäntö, työvoiman hinta ja saatavuus) koskettavat mielestämme myös Scanfilia, sillä yhtiön liikevaihdosta noin kolmannes tulee Kiinasta. Mielestämme Scanfilin riskejä tässä kategoriassa rajoittaa kuitenkin merkittävästi se, että yhtiön asiakkaat ovat pääosin vakiintuneita länsimaisia toimijoita. Lisäksi yhtiöön liittyy jonkin verran valuuttariskejä (ml. translaatio- ja transaktioriskit), vaikka monista muista kehittyvissä maissa toimivista yhtiöistä poiketen altistuminen valuutoille on vähäistä. Siten pidämme kehittyviin markkinoihin liittyvää riskiä kohtuullisena Scanfilille.

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

Scanfilin strategia

Scanfilin kasvuajurit



Lähde: Inderes

Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla EMS-liiketoiminnassa



Lähde: Inderes

Kustannusrakenne ja taloudellinen tilanne

Sopimusvalmistusliiketoiminta on verrattain henkilöintensiivistä, mikä näkyy Scanfilin kulurakenteessa korkeana myyntikatteena ja suurina kiinteinä kuluina. Arviomme mukaan kustannusrakenteen skaalautuvuus on kuitenkin rajallinen, sillä liikevaihdon kasvu edellyttää myös henkilömäärän kasvattamista. Kokonaisuutena Scanfilin kulukuri on historiallisesti ollut hyvällä tasolla ja PartnerTech-integraation valmistuessa kulurakenteen pitäisi olla jälleen kilpailukykyisellä tasolla. Arviomme mukaan tämä on myös yksi yhtiön vahvuuksista. Yhtiön rahoitus-asema on velkavetoisesta PartnerTech-kaupasta huolimatta kohtuullinen ja yhtiöllä on taas lähitulevaisuudessa liikkumavaraa uusiin yrityskauppoihin.

Kustannusrakenne

Kolme merkittävää kuluerää

Scanfilin käteiskulujen rakenne tuloslaskelmassa jakautuu kuuteen erään, jotka ovat aineiden ja tarvikkeiden käyttö, henkilöstökulut, liiketoiminnan muut kulut, liiketoiminnan muut tuotot, valmistus omaan käyttöön ja valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varaston muutos. Lisäksi liikeluokasta rasittavat poistot, mutta tämä erä on luonnollisesti laskennallinen eikä sillä ole kassavirta-vaikutusta. Tutkimukseen ja tuotekehitykseen Scanfil käyttää lähinnä henkilöresursseja ja jossain määrin ohjelmistoja, joten sitä ei ole erikseen huomioitu kulurakenteessa. Mielestämme tämä on täysin normaalia, kun huomioidaan liiketoiminnan luonne, jossa tuotekehitystä tehdään etenkin yhteistyössä asiakkaiden kanssa. Kustannuksista Scanfil raportoi kvartaalitasolla vain kulut (sis. aineet ja tarvikkeet, henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut), mikä tekee kustannusrakenteen läpinäkyvyydestä erittäin heikon kvartaalitasolla. Näin ollen keskittymmekin kustannusrakenteen tarkastelussa vuositason, josta on saatavissa tilinpäätöksen liitetietojen kautta melko yksityiskohtaista tietoa.

Scanfilin kustannusrakenteessa on käytännössä kolme merkityksellistä erää eli aineiden ja tarvikkeiden käyttö, henkilöstökustannukset ja liiketoiminnan muut kulut. Valmistus omaan käyttöön on ollut viime vuosina nollaerä eikä varaston muutoksella lähtökohtaisesti pitäisi olla vuositason konsernin mittakaavassa merkitystä. Kvartaalituloksiin varaston arvomuutos voi kuitenkin vaikuttaa, sillä Scanfil varautuu Q2:n ja Q3:n tyypillisesti kausiluontoisesti parempaan kysyntään Q1:llä ja Q2:n aikana. Näin ollen varaston arvomuutos on historiallisesti parantanut hieman H1:n tulosta, mutta vuositason sen vaikutus on jäänyt pääosin neutraaliksi H2:n tasoittavan vaikutuksen takia. Liiketoiminnan muita tuottoja Scanfil on saanut erinäisistä lähteistä viime vuosina varsin tasaisesti 0,3-0,8 MEUR vuodessa (pl. vuosi 2012, jolloin yhtiö sai

suuremman vahingonkorvauksen Ojala-Yhtymältä sulautumissopimuksen peruuntumisesta), joten niiden merkitys konsernin tuloksen kannalta on hyvin rajallinen, vaikka PartnerTech-kaupan myötä kasvanut skaala lisää todennäköisesti myös muita tuottoja hieman. Näin ollen keskittymmekin yhtiön kulurakenteen tarkastelussa aineisiin ja tarvikkeisiin, henkilöstökuluihin, liiketoiminnan muihin kuluihin sekä poistoihin, jotka ovat kattaneet viime vuosina Scanfilin liiketoimintakulut (liikevaihdon ja liikeluoksan erotus) lähes kokonaan.

Myyntikate on pysynyt vakaana arvoketju- asemasta huolimatta

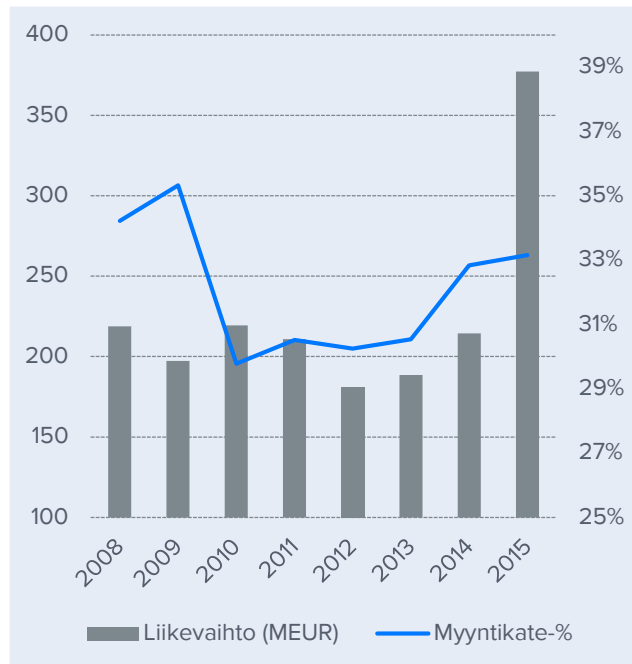
Selvästi suurin erä Scanfilin kulurakenteessa on aineiden ja tarvikkeiden käyttö, joka on muuttuva eli liikevaihdon määrästä riippuvainen kuluerä. Aineiden ja tarvikkeiden käyttö on historiallisesti ollut noin 65-70 % Scanfilin liikevaihdosta eli käänteisesti Scanfilin myyntikate (ts. Scanfilin luoma lisäarvo) on vuosien 2001-2014 aikana liikkunut 30-35 %:n välillä. Vuonna 2015 Scanfilin myyntikate nousi 0,6 %-yksikköä 33,2 %:iin, joten PartnerTech-kauppa vaikutti myyntikatteeseen lievästi positiivisesti. Myyntikatteen perusteella vaikuttaakin mielestämme siltä, että yhtiön PartnerTechiltä ostama liiketoiminta on rakenteellisesti tervettä eikä portfolioissa pitäisi olla ainakaan merkittäviä määriä epäterveen matalalla myyntikatteella tehtyä kaupaa.

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

sopimusvalmistuksessa toisin kuin esimerkiksi kapasiteetin käyttöaste prosessiteollisuudessa.

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

Scanfilin liikevaihto ja myyntikate 2008-2015



Lähde: Scanfil

Scanfilin arvoketjuasema suurien komponenttitoimittajien ja toisaalta yhtiötä selvästi isompien ja keskittyneempien asiakkaiden välissä on kiistatta haastava eikä se mielestämme tarjoa merkittävää hinnoitteluvoimaa hintojen tai toisaalta maksuehtojen suhteen kumpaankaan suuntaan arvoketjua. Lisäksi sopimusvalmistuksessa kilpailu on rajua ja differentioitumismahdollisuudet rajalliset, mikä laskee hinnoitteluvoimaa entisestään suhteessa tavarantoimittajiin ja asiakkaisiin. Tätä taustaa vasten ei ole yllättävää, että Scanfil on tehnyt korkeimmat myyntikatteensa 2000-luvun alkupuolella tietoliikennesektorin vahvoina vuosina, kun kilpailu oli rajallisempaa ja hinnoittelu siten helpompaa. Korostamme kuitenkin, että hinnoittelu haastavista lähtökohdista huolimatta korkean ja etenkin varsin vakaan myyntikatteen myötä, Scanfilillä näyttää olevan kohtuullinen asema asiakkaiden ja tavarantoimittajien välissä ruuvipenkissä. Tämä lisää luottamusta siihen, että yhtiö pystyy säilyttämään myyntikatteensa jatkuvista hintapaineista huolimatta historiallisilla tasoillaan 32-34 %:ssa. Tämä kuitenkin vaatii sitä, että yhtiö kykenee

uudistumaan ja pitämään pitkällä aikavälillä tuotemixinsä lisäarvon vähintään nykyisellä tasollaan.

Sopimusvalmistus on henkilöstöintensiivistä

Vaikka sopimusvalmistajien tuotantolinjoilla automaation määrä on kasvanut, sitoo tuotanto edelleen merkittävän määrän työvoimaa. Henkilöstöä Scanfililla on yhteensä reilut 3000. Tyypillisesti henkilöstökulut (sis. palkat ja sivukulut) ovat olleet noin 14-15 % Scanfilin liikevaihdosta, mutta PartnerTechin vähäisemmän kehittyvien markkinoiden painon takia henkilöstökulujen osuus kohosi viime vuonna noin 17 %:iin.

Näkemyksemme mukaan henkilöstökulut ovat osittain kiinteitä ja osittain muuttuvia. Lyhyellä aikavälillä henkilöstökulut ovat kiinteitä, mutta jo joidenkin viikkojen varoitusaajalla Scanfil voi toimintamaidensa lainsäädäntö (pl. Saksa ja Ruotsi) huomioiden sopeuttaa henkilöstökuluja kysynnän vaihteluihin ainakin osittain lomautuksilla ja vastaavilla työaikajärjestelyillä. Irtisanomismahdollisuus tekee taas henkilöstökuluistakin muuttuvia pitkällä tähtäimellä. Lyhyisiin kysyntäpiikkeihin Scanfil voi sopeutua ylityöjärjestelyillä, mitkä tosin nostavat yksikkökustannuksia ylityökorvausten takia. Lisäksi vuokratyön käyttäminen on ainakin tietyissä olosuhteissa mahdollista. Pidemmällä aikavälillä nousevaan kysyntään Scanfil taas joutuu näkemyksemme mukaan vastaamaan palkkaamalla uutta henkilöstöä, mistä myös viime vuosien liikevaihdon kasvun ja henkilöstömäärän positiivinen korrelaatio kertoo. Tämä heikentää korkean myyntikatteen teoriassa mahdollistamaa liiketoiminnan skaalautumispotentiaalia selvästi.

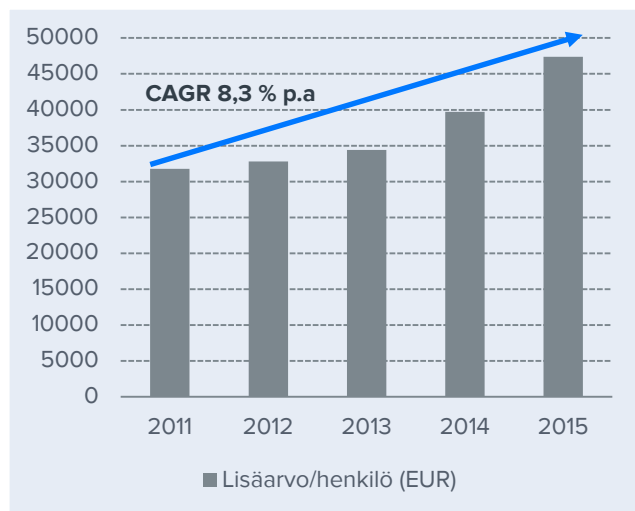
Työn tuottavuus tärkeä kilpailutekijä

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

Työn tuottavuutta voidaan mitata sillä, miten paljon Scanfil luo lisäarvoa suhteessa henkilömäärään. Tässä tapauksessa määrittelemme lisäarvon liikevaihdon sekä aineiden ja tarvikkeiden erotuksena. Vuosina 2011-2015 Scanfilin luoma lisäarvo on kasvanut selvästi henkilömäärää nopeammin ja

työn tuottavuus onkin tällä mittarilla arvioituna kasvanut ajanjaksolla keskimäärin noin 8,3 % vuodessa. Tämä ylittää arviomme mukaan palkkainflaation, joten yhtiö on onnistunut parantamaan tehokkuuttaan viime vuosina. Viime vuosien track-record lisääkin luottamustamme sen suhteen, että Scanfil pystyy kompensoimaan myös jatkossa väijäämättömän palkkainflaation ja henkilöstömäärän absoluuttisen kasvun tehokkuusparannuksilla.

Työn tuottavuuden kehitys



Lähde: Scanfil, Inderes

Muut kulut koostuvat pienistä puroista

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

Muiden kulujen suhteellinen osuus on ollut trendinomaisessa laskussa ennen PartnerTech-kauppaa ja vuonna 2014 niiden Scanfilin liikevaihdosta oli 8,2 %. PartnerTech-kauppa nosti muiden kulujen suhteellisen osuuden 11,2 %:iin. Vaikka osa noususta voi selittyä hankintaan liittyneillä kertakuluilla, arviomme mukaan pääosa kasvusta johtuu PartnerTechin heikommasta tehokkuudesta ja Scanfilin pitäisi saneerauksen jälkeen saada painettua muiden kulujen suhteellinen osuus takaisin selvästi alle 10 %:n. Olemme tässä suhteessa luottavaisia, sillä historiallisesti Scanfilin kulukuri on ollut tiukka, mikä heijastelee arviomme mukaan yrittäjätaustaisen yhtiön toimintakulttuuria. Siten Scanfilin pitäisi arviomme mukaan päästä selvästi alhaisemmalle muiden kulujen tasolle absoluuttisesti lähivuosina ja myös muiden kulujen kasvun pitäisi myöhemmin jäädä liikevaihdon kasvua hitaammaksi.

Poistojen tulosrasitus on kohtuullinen

Scanfilin poistot, jotka ovat laskennallinen ja kiinteä kuluerä, ovat olleet viimeisen 12 kuukauden ajalla noin 12 MEUR/a eli reilut 2 % liikevaihdosta. Tämä on mielestämme maltillinen tulosrasitus, mikä kuvastaa sopimusvalmistusliiketoiminnan ei-pääomavaltaista luonnetta. Arviomme mukaan Scanfilin nykyinen poistotaso ylittää hienoisesti yhtiön nykyisten tehtaiden ylläpito- ja parannusinvestointi tarpeen, mutta kapasiteettia kasvattavat hankkeet nostavat investoinnit nykyisen poistotason yläpuolelle lähivuosina.

Kustannusrakenne on kokonaisuutena kilpailukykyinen

Vaikka Scanfilin kustannusrakenteen suora vertailu listattuihin kilpailijoihin on muun muassa raportointierojen takia vaikeaa, on historiallisesti yhtiön kustannusrakenne ollut mielestämme kilpailukykyinen ja yhtiön viime aikoina tekemät saneeraustoimet PartnerTechissä antavat luottamusta, ettei yhtiö lipsu tässä suhteessa myöskään jatkossa. Pidämme tiukkaa kustannusrakennetta myös yhtenä keskeisenä syynä siihen, että Scanfilin kannattavuus on ollut monia kilpailijoita parempi ennen PartnerTech-kauppaa. Lisäksi absoluuttisessa kustannusrakenteessa voi mielestämme olla lievää tehostamisen varaa myös lähivuosina, kunhan Scanfil saa PartnerTech-integraation isot linjat maaliin vuonna 2016 ja pääsee keskittymään yksityiskohtiin vuodesta 2017 alkaen. Pidemmällä aikavälillä tulospaannusten on kuitenkin tultava etenkin liikevaihdon kasvun ja sen kautta syntyvän lievän suhteellisen tehokkuuden parantumisen myötä. Näin ollen kehotammekin sijoittajia kiinnittämään huomiota pidemmällä tähtäimellä etenkin Scanfilin myynnin kehitykseen.

Tase- ja rahoitusasema

Varat painottuvat lyhytaikaisiin eriin

Scanfilin taseessa pitkäaikaisten varojen puolella suurin omaisuuserä ovat aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet, joiden arvo Q2'16:n lopussa oli 38 MEUR. Pidämme yhtiön aineellista omaisuutta oikein arvostettuna emmekä näe siinä alaskirjaurisriskiä. Pitkäaikaisissa varoissa yhtiöllä oli kiinteän omaisuuden lisäksi Q2'16:n lopussa aineetonta omaisuutta 17,2 MEUR ja liikearvoa 10,7 MEUR (2015 yhtiö teki varsin odotetun 2,1 MEUR:n liikearvon alaskirjauksen Unkarin tytäryhtiöön). Liikearvosta reilut noin kolmannes kuuluu Schaltex-kaupassa hankitulle Saksan tytäryhtiölle ja noin kaksi kolmannesta syntyi PartnerTech-kaupassa Puolan ja Ruotsin tytäryhtiöihin. Vuoden 2015 testauksessa kaikki yksiköt läpäisivät testin kirkkaasti, joten pidämme yhtiön liikearvoa kuranttina. Myös aineettomien hyödykkeiden kirjanpitoarvoa pidämme kuranttina.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat erät ovat lyhytaikaisten varojen käyttöpääomaerissä, sillä varastojen arvo Q2'16:n lopussa oli 86 MEUR ja myyntisaamisten 101 MEUR. Tämä kuvastaa mielestämme hyvin myös sopimusvalmistuksen luonnetta, joka ei sido merkittäviä määriä pääomia tuotantolaitoksiin vaan enemmänkin käyttöpääomaa liiketoiminnan pyörittämiseen. Yhtiön varasto ja saamiset ovat näkemyksemme mukaan täysin kurantteja. Kassassa Scanfilillä oli Q2'16:n lopussa varoja lähes 20 MEUR, mikä on mielestämme riittävä taso liiketoiminnan kokoluokka huomioiden. Näin ollen yhtiön maksuvalmius onkin hyvä, minkä takia Scanfil pystyy joustavasti sopimaan kannattavuutensa perspektiivistä järkevät maksuajat sekä tavarantoimittajiensa että asiakkaidensa kanssa.

Taseessa on velkavipua PartnerTech-kaupan jälkeen

Taseen vastuissa yhtiöllä oli Q2'16:n lopussa 101 MEUR omaa pääomaa (sis. kevään 2016 pieni osakeanti ja arviomme mukaan myös valtaosa PartnerTech-saneerauksen kuluista). Tästä 54 MEUR oli kertyneitä voittovaroja. Pitkäaikaista rahoitusvelkaa Scanfilillä oli Q2'16:n lopussa noin 45 MEUR, jonka koron arvioimme olevan tällä hetkellä 1-2 %. Muita pitkäaikaisia vastuita yhtiöllä ole Q2'16:n lopussa 8 MEUR.

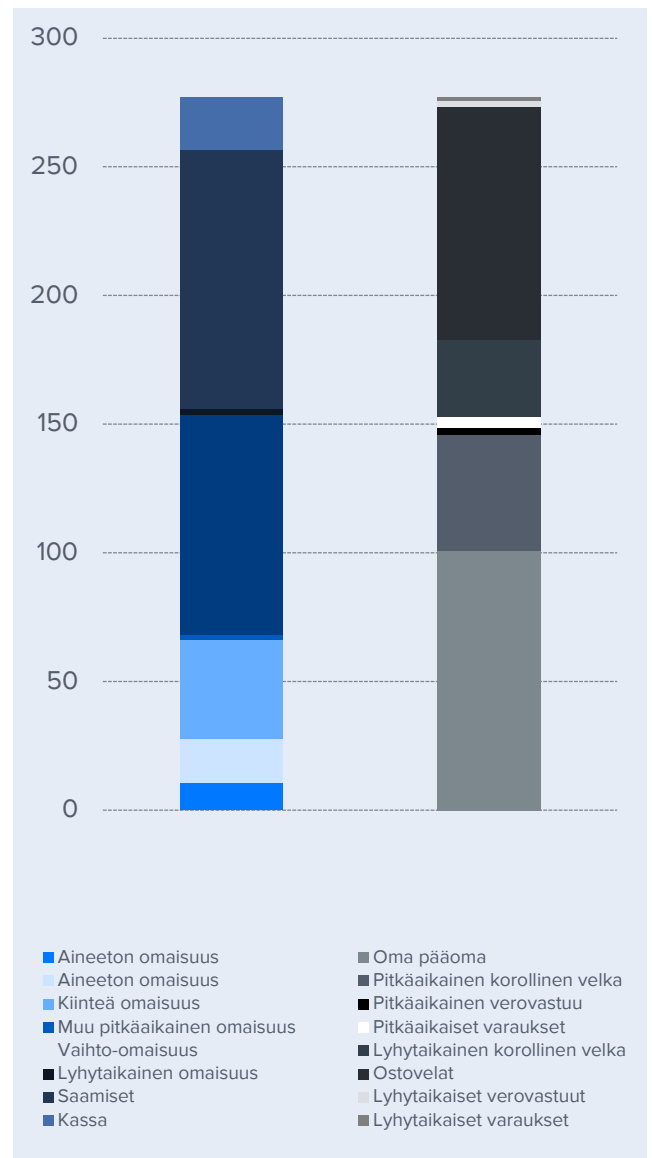
Lyhytaikaisissa veloissa suurin erä on sopimusvalmistuksen liiketoimintalogiikka huomioiden luonnollisesti ostovelat, joiden arvo oli Q2'16:n lopussa 91 MEUR. Lyhytaikaista velkaa Scanfilillä oli 30 MEUR Q2'16:n lopussa, mikä koostuu arviomme mukaan etenkin pitkäaikaisen velan lyhennyseristä. Tätä yhtiö voi joutua rahoittamaan ainakin osittain uudella pitkäaikaisella lainalla, mutta sitä yhtiön pitäisi arviomme mukaan saada kilpailukykyiseen hintaan. Scanfilin taseen loppusumma oli Q2'15:n lopussa 277,3 MEUR.

Toistaiseksi liikkumavara taseessa on vielä rajallinen

Q2'16:n lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 37 % ja nettovelkaantumisaste 60 %. Nämä luvut ovat Scanfilille vielä kohtuullisia ja kun nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde on alle 2x ei yhtiön velanhoitokyvyssäkään ole mielestämme moitittavaa. Scanfilillä ei ole taloudellisia tavoitteita pääomarakenteelle ja historiallisesti vahvalla taseella operoinu Scanfil haluaa todennäköisesti hankkia taas liikkumavaraa yritysostoihin. Näkemyksemme mukaan tämä edellyttää velkojen lyhentämistä, sillä taserakenne on mielestämme tällä hetkellä kohtuullisella tasolla, mutta merkittävä velkamäärän lisääminen ei arviomme mukaan ole mahdollista ilman uutta omaa pääomaa. Näin ollen arvioimme, että Scanfil pyrkii lähiaikoina lyhentämään velkojaan ja hankkimaan siten valmiuden tehdä uusia yritysostoja. Arviomme mukaan

sopimusvalmistuksen liiketoimintalogiikka ja riskit huomioiden sopiva omavaraisuusaste Scanfilille voisi mielestämme olla 40-50 %, mikä vastaisi nykyisellä taserakenteella noin 20-40 %:n nettovelkaantumisastetta. Tälle tasolle yhtiö voi arviomme mukaan päästä noin 1-2 vuodessa, joten vuosina 2018-2019 Scanfilillä on arviomme mukaan eväät jatkaa yritysostoja yhtiön kasvustrategian mukaisesti.

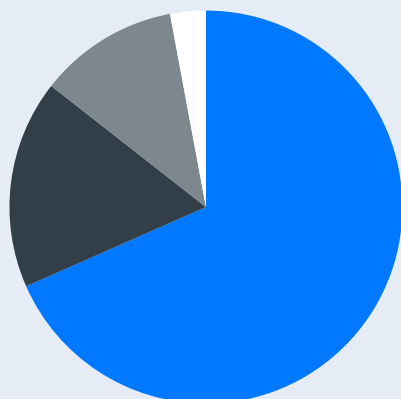
Scanfilin taserakenne Q2'16:n lopussa



Lähde: Scanfil

Scanfilin kustannusrakenne ja taseasema

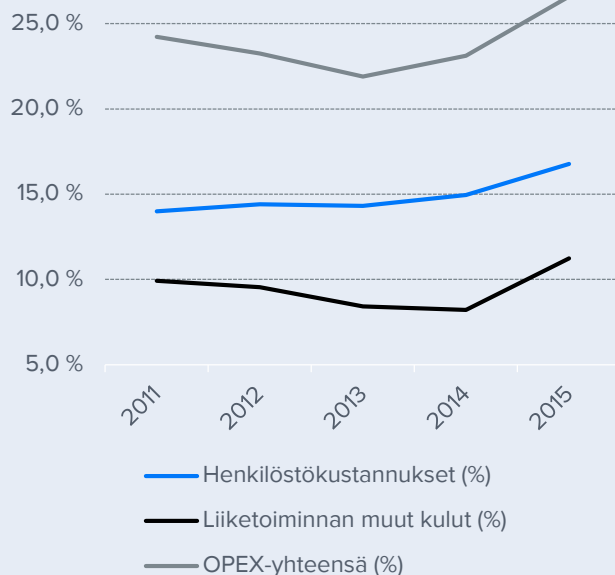
Scanfilin kustannusrakenne 2015



- Aineet ja tarvikkeet
- Henkilöstökustannukset
- Liiketoiminnan muut kulut
- Poistot

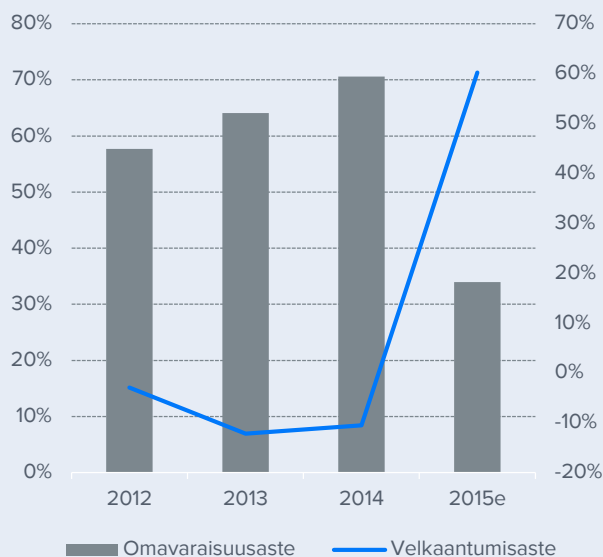
Lähde: Scanfil

Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon 2011-2015



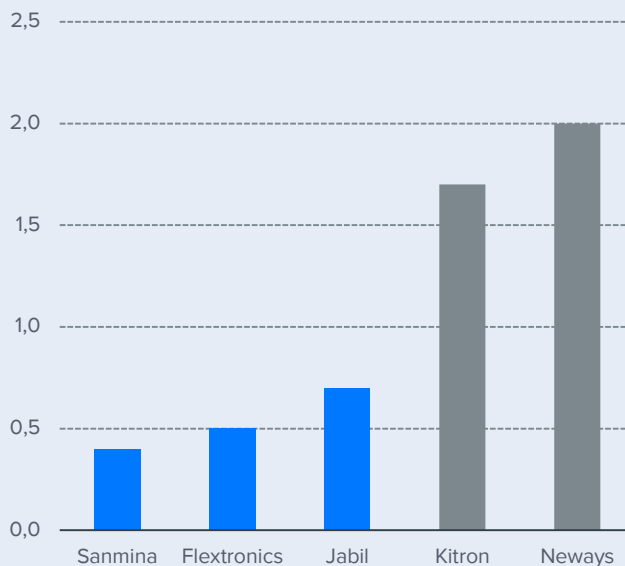
Lähde: Scanfil

Scanfilin taseen kehitys 2012-2014



Lähde: Scanfil

Sopimusvalmistajien nettovelka/käyttökate 2015



Lähde: CapitalIQ

Tulosennusteet

Scanfilin vuosi 2016 on mennyt PartnerTechin saneerauksessa, mutta vuoteen 2017 yhtiön pitäisi päästä lähtemään puhtaalta pöydältä. Investointihyödykkeiden markkinatilanne on mielestämme globaalisti haastava vaisun ja kuluttajavetoisen talouskasvun takia, mutta odotamme Scanfilin liikevaihdon pysyvän lähivuosina lievässä noin 2-3 %:n orgaanisessa kasvussa, kun yhtiö voittaa markkinaosuuksia vahvan avainasiakasportfolionsa sisällä ja markkina kasvaa hieman orgaanisesti. Kannattavuuden arvioimme nousevan yli 6 %:n liikevoittomarginaalitasolle vuonna 2017, kun PartnerTechin saneerauksen isot linjat ovat maalissa. Pidemmällä tähtäimellä arvioimme Scanfilin jatkavan orgaanista kasvuaan yhtiötä tukevien trendien ansiosta, mutta yhtiön pitkän tähtäimen kehityskaaren kannalta keskeisessä roolissa tulee myös jatkossa olemaan epäorgaaninen laajentuminen yrityskaupoilla. Kauppojen ajoittumista on mahdotonta ennakoida, mutta arvioimme mukaan Scanfililla on valmius taseensa puolesta jälleen järjestelyihin vuosina 2018-2019 hieman kauppojen kokoluokasta riippuen.

Makrotalouden näkymät

Maailmantalous on vaisussa kuluttaja-vetoisessa kasvussa

Q2'16:n talouskasvuluvut olivat globaalisti kohtuullisia. Talouskasvu on nyt vahvasti kuluttajavetoista, ja pitkälti keskuspankkien (Federal Reserve, EKP, Japanin keskuspankki) elvyttävän rahapolitiikan varassa. Vientikysyntä on pysynyt globaalisti heikkona, ja investoinnitkin ovat elpyneet hyvin kituliaasti. Oman riskinsä globaaliin kasvunäkymään tuo Kiina, jossa julkisilla elvytystoimilla on pyritty kompensoimaan muutoin hiipuneita talouslukuja. Kiinan taloudessa julkiset investoinnit ovat olleet reilussa kasvussa, kun taas yksityisen sektorin investointihalukkuus on vaimentunut heijastaen samalla kiinalaisyritysten vaisuja näkymiä. Kiinan talouskasvun hidastumista on paikannut länsimaiden kasvanut kuluttajakysyntä, mutta tästä huolimatta maailmantalouden kasvu jäänee kuluvana ja ensi vuonna korkeintaan viime vuoden tasolle noin 3 % prosentin tuntumaan.

Maailmantalouden kasvuennusteet

Kasvuennusteet (reaalinen BKT)	2015	2016e	2017e	2018e
Maailmantalous (%)	3,1	3,1	3,4	3,9
Euroalue (%)	2,0	1,6	1,4	1,6
Kiina (%)	6,9	6,6	6,2	6,1

Lähde: IMF

Euroopassa kasvuodotukset perustuvat pitkälti Euroopan keskuspankin elvytysohjelmaan, joka on painanut sekä valtionlanojen että yrityslainojen korkoja viime kuukausina. Rahoitusympäristön asteittainen piristymisen tukee kotitalouksien kysyntää ja sen pitäisi hiljalleen rohkaista myös investointikysyntää, mutta alueelliset erot pysyvät suurina. Euroalueen pääomahyödykkeiden tuotanto on ollut

jälleen viime kuukausina laskusuunnassa, ja siihen on osaltaan vaikuttanut poliittinen epävarmuus (mm. Britannian Brexit-kansanäänestys) sekä matalat talouskasvuodotukset. Toisaalta taas maailmankaupan hiljainen jakso tulee pitämään vientinäköymät hyvin maltillisina.

Euroalueen teollisuustuotanto (pääomahyödykkeet)



Lähde: Bloomberg

Nämä makrotaloudenennusteet toimivat pohjana myös Scanfilille laatimillemme tulosennusteille. Vaisu, riskipitoinen ja kuluttajatuotteisiin painottuvan makronäkymä ei ole Scanfilin kannalta missään tapauksessa optimaalinen, minkä arvioimme pitävän yhtiön markkinoiden orgaanisen kasvunäkymän maltillisena lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä. Näin ollen liikevaihdon kasvattaminen vaatii yhtiöltä etenkin oikeiden kasvutaskujen löytämistä ja asiakaskohtaisten markkinaosuuksia kasvattamista, sillä markkinoilta suoranaista vetoapua kasvuille ei ole luvassa.

Hyvän tuloksen tekemistä makronäkymä ei kuitenkaan mielestämme suoranaisesti estä, joten arviomme mukaan avaimet ovat yhtiön omista käsissä.

Tulosennusteet

2016 on tuloksen osalta välivuosi PartnerTech-uudelleenjärjestelyn takia

Scanfil on ohjeistanut vuodelle 2016 liikevaihtonsa olevan 500-550 MEUR ja uudelleenjärjestelykuluista oikaistun liikevoittonsa 22-28 MEUR. H1:llä Scanfil on tehnyt 264 MEUR:n liikevaihdolla 9,7 MEUR oikaistun liikevoiton. Kun huomioidaan, että H1:llä yhtiön tulosta rasittivat useat jo nyt eliminoidut PartnerTechin tappiolliset yksiköt eivätkä yrityskaupan synergiat olleet vielä tulleet tulokseen läpi, ei yhtiöllä ole arviomme mukaan vaikeuksissa saavuttaa ohjeistustaan. Ennustamme Scanfilin tekevän tänä vuonna noin 524 MEUR:n liikevaihdolla 25,7 MEUR:n oikaistun liikevoiton, mikä vastaa vielä vuositasolla vaisua 4,8 %:n liikevoittomarginaalia. Korostamme kuitenkin, että viimeisen vuoden aikana tehtyjen saneeraus- ja uudelleenjärjestelytoimenpiteiden pitäisi alkaa näkyä operatiivisessa tuloksessa H2:lla, sillä yhtiön kiinteät kulut ovat laskeneet vuoden aikana noin miljoonalla eurolla per kuukausi. Kun taas myyntikatsauksissa (2016e: 32-33 %) ei ole olennaisia muutoksia, odotamme H2:n kannattavuuden parantuvan selvästi H1:een verrattuna todennäköisesti rauhoittuvasta liikevaihdon orgaanisesta kasvusta huolimatta. Raportoidun liikevoiton arviomme jäävän uudelleenjärjestelykulujen takia 12,6 MEUR:oon, mitä Vantaan tehtaan mahdollinen sulkeminen todennäköisesti kuitenkin nostaa hieman. Selvästi suurin osa PartnerTechin saneeraukseen liittyvistä kertakuluista on kuitenkin arviomme mukaan kirjattu tulokseen H1:llä, joten merkittäviä yllätyksiä ei enää tässä suhteessa pitäisi olla tulossa.

H1:llä rahoituskulut olivat matalahkolla tasolla vain -0,5 MEUR:ssa, minkä arviomme koostuvan pääosin korkokuluista ja mahdollisesti pienistä valuuttakurssivoitoista. Koko vuoden rahoituskulujen ennustamme olevan 1,6 MEUR. Sen sijaan veroasteen ennustamme olevan tänä vuonna korkealla tasolla noin 33 %:ssa, sillä tappiolliset yksiköt ja maat (esim. Norja) kohottivat veroastetta H1:llä. H2:n pitäisi olla uudelleenjärjestelyiden ansiosta jo tässä suhteessa helpompi. Näin ollen arviomme Scanfilin oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan viime vuodesta kahdella sentillä 0,26 euroon osakkeelta, mutta kertaerät painavat raportoidun EPS:n arviomme mukaan 0,05 euroon.

Myös rahavirta jää vuodelta 2016 vaisuksi uudelleenjärjestelykulujen takia, mutta H1:llä parantuvan kannattavuuden ja käyttöpääoman kausiluonteisten vapautumisen ansiosta arvioimme Scanfilin taseen alkavan vahvistua Q3:sta alkaen. Vuoden lopussa arviomme Scanfilin omavaraisuusasteen olevan noin 38 %:ssa ja nettovelkaantumisasteen noin 43 %:ssa. Positiivisen H2:n ja parantuvien näkömyiden ansiosta myötä Scanfilin nostavan osinkoaan jälleen sentillä viime vuoteen verrattuna 0,09 euroon osakkeelta. Tämä on oikaistusta tuloksesta

laskettuna kohtuullisen hyvin linjassa yhtiön osinkopolitiikan kanssa.

Vuoteen 2017 yhtiö lähtee puhtaalta pöydältä

Odotamme Scanfilin saavan PartnerTechin uudelleenjärjestelyn ja integroinnin isot linjat maaliin kuluvan vuoden aikana, joten ensi vuoteen yhtiön pitäisi päästä lähtemään puhtaalta pöydältä. Vuonna 2016 ennustamme Scanfilin jatkavan maltillista orgaanista kasvuaan markkinoiden lievän kasvun, nykyisten asiakkaidensa toimitusten nousun sekä positiivisesti etenevän, mutta hitaasti näkyviä tuloksia tuovan uusasiakashankinnan mukana. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuitenkin kasvavan vain 0,8 % 528 MEUR:oon, kun H1'16:n aikana lopetetut toiminnot painavat raportoitua liikevaihtoa H1'17:lla. Euroopan ja USA:n odotamme supistuvan 1,5 % ja Aasian kasvavan noin 5,5 %. Orgaanisesti kasvuodotuksemme ovat hieman markkina-kasvua korkeammalla, mutta pidämme niitä silti realistisinä Scanfilin ja sen avainasiakkaiden kilpailuedut huomioiden.

Vuoden 2016 liiketuloksen ennustamme nousevan liikevaihdon mixin parantumisen, vakaan myyntikatteen ja selvästi laskevien kiinteiden kulujen ansiosta 33 MEUR:oon. Kertakuluja emme enää vuodelle 2017 odota, joten tämä on myös raportoidun liikevoiton ennustemme. Tämä vastaa 6,3 %:n liikevoittomarginaalia, mikä on linjassa Scanfilin julkaiseman yli 6 %:n tavoitteen kanssa. Tähän tasoon yhtiön pitäisi arviomme mukaan yltää ”vanhan Scanfilin” hyvällä suorituksella ja PartnerTech-kaupan alkuperäisten tavoitteiden pääasiallisella saavuttamisella. Rahoituskulut pysyvät arviomme mukaan maltillisina alle 2 MEUR:ssa myös ensi vuonna ja myös veroasteen ennustamme asettuvan pitkällä aikavälillä normalisoidulle tasolle noin 25 %:iin. Näin ollen vuoden 2016 osakekohtaisen tuloksemme kohoa 0,37 euroon osakkeelta.

Arviomme myös rahavirran vahvistuvan ensi vuonna kannattavuusparannuksen ansiosta, minkä myötä yhtiön omavaraisuusaste kohoa arviomme mukaan noin 44 %:iin ja nettovelkaantumisaste noin 26 %:iin. Tämä heijastelee mielestämme verrattain ”optimaalista” tasoa Scanfilille, jos yrityskaupat eivät kuuluisi olennaisena osana yhtiön kasvustrategiaan. Periaatteessa pienemmät täydentävät yrityskaupat ovat kuitenkin mielestämme mahdollisia jo H2'17:lla tai viimeistään vuonna 2018, sillä ennusteidemme valossa taseessa olisi jo lievää liikkumavaraa tässä vaiheessa. Osinkoennusteemme ovat yhtiön osinkopolitiikan mukaisella 30 %:n jakosuhteella kaksi senttiä edellisvuotta korkeammalla tasolla eli 0,11 eurossa.

Lievää parannusta myös 2018

Vuonna 2018 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan 3,2 %:n vauhtia ja nostavan liikevaihdon 545 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen BKT:n kasvun ajama

markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja positiivinen kehitys yhtiön avainasiakasportfolion sisällä. Vuoden 2018 liikevoiton ennustamme olevan 35,0 MEUR. Tämä vastaa 6,4 %:n liikevoittomarginaalia, vaikka periaatteessa näemme mahdollisuuden, että uudessa kokonaisuudessa on potentiaalia vielä hieman korkeammalle tasolla. Lievää kannattavuusparannusta ajaa ennusteissamme liikevaihdon kasvu ja kiinteän kulurakenteen leveroituminen hieman korkeammalle liikevaihtotasolle, kun taas myyntikatteiden ennustamme pysyvän edelleen vakaana 32-33 %:ssa. Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,40 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2018. Nettovoiton ja hyvän rahavirran ansiosta arvioimme omavaraisuusasteen nousevan 48,1 %:iin ja nettovelkaantumisasteen painuvan 14 %:iin. Tällä tasolla yhtiöllä olisi jo suhteellisen mukavaa liikkumavaraa yritysostoihin. Reilun 30 %:n jakosuhte-ennusteella arvioimme osingon nousevan jälleen kahdella sentillä 0,13 euroon osakkeelta. Mahdolliseen osingon kasvuvauhtiin vaikuttavat arviomme mukaan olennaisesti yrityskauppa-sektorin näkymät, mutta lähtökohtaisesti arviomme Scanfilin pyrkivän pitämään osinkonsa nousukäyrällä kasvu-panostuksista huolimatta.

Tulosennusteemme perustuvat orgaaniseen kasvuun, sillä yrityskauppojen ajoituksen epävarmuuden takia emme ole sisällyttäneet niitä ennusteisiimme. Keskipitkällä aikavälillä todennäköiset yrityskaupat vaikuttaisivat olennaisesti kasvu-, tulos-, marginaali- ja osinkoennusteisiimme, joten pidämme hyvin mahdollisena, että absoluuttiset ennustasot tulevat todennäköisesti muuttamaan muotoaan selvästi seuraavan kolmen vuoden aikana. Korostamme myös, että lähtökohtaisesti suhtaudumme yrityskauppoihin positiivisesti johtuen Scanfilin hyvästä track-recordista ja sopimusvalmistusliiketoiminnan luonteesta. Lopullinen arvio yrityskaupoista on toki täysin tapauskohtainen ja riippuvainen maksetuista kertoimista.

Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2018 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 3 % vuodessa, mikä heijastelee Scanfilin päämarkkina-alueiden bruttokansantuotteen kasvuennusteita. Pidämme tätä verrattain konservatiivisena arviona ja pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä.

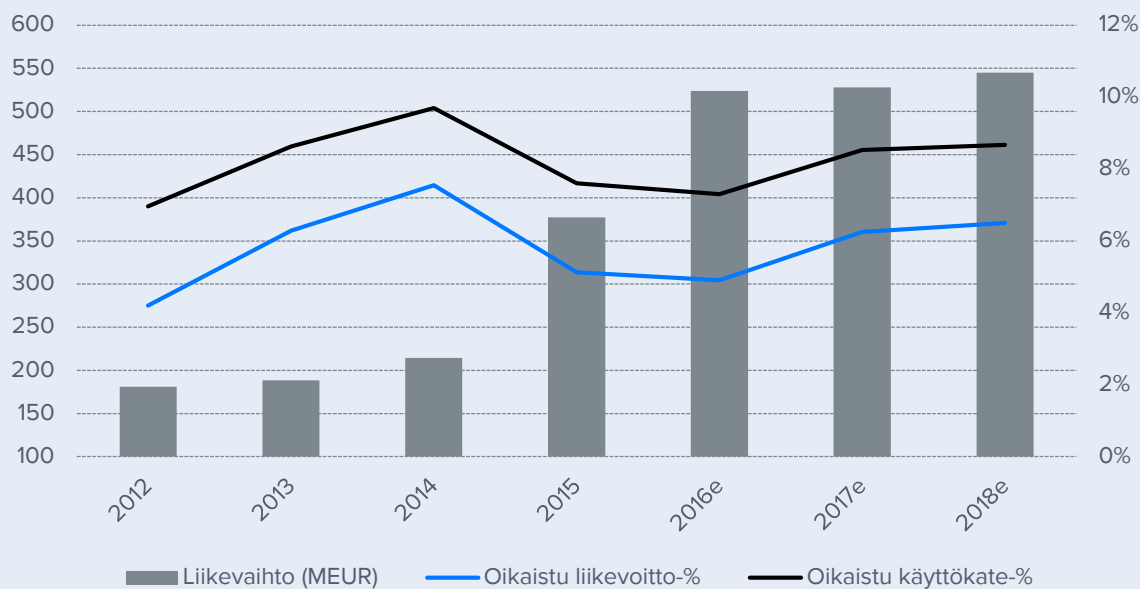
Yhtiön liiketulosmarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 5,0-6,7 %:n haarukassa ankarana pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta kehittyvien markkinoiden kustannusinflaation myötä. Korostamme kuitenkin, että

mielestämme PartnerTech-kauppa ei varsinaisesti laimentanut Scanfilin pitkän aikavälin marginaalipotentialiaa, joten emme varsinaisesti näe esteitä, että nykymuotoinen Scanfil ei pitkällä aikavälillä voisi yltää esimerkiksi vanhan Scanfilin vuonna 2014 saavuttamaan lähes 8 %:n liikevoittomarginaaliin tai jopa hieman vielä korkeammalle.

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

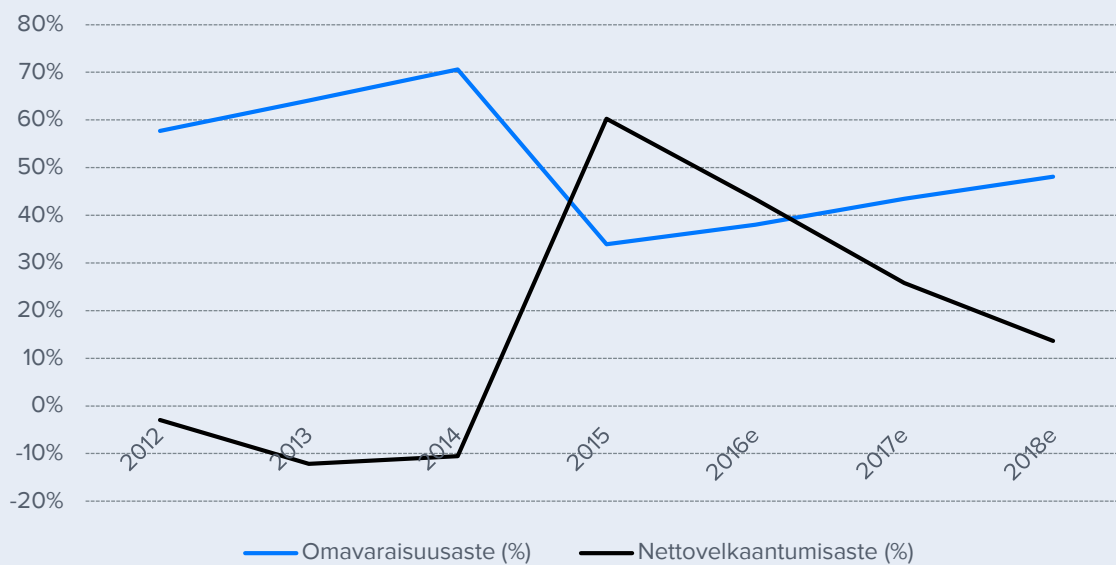
Scanfilin tulosenennusteet

Scanfilin liikevaihto ja -voitto 2012-2018e



Lähde: Scanfil, Inderes

Scanfilin taserakenne 2012-2018e



Lähde: Scanfil, Inderes

Arvostustaso

Nostamme Scanfilin tavoitehintamme 4,00 euroon (aik. 3,80 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Mielestämme osake on hinnoiteltu absoluuttisesti maltillisesti lähivuosien ennusteidemme mukaisten P/E-lukujen liikkeessä välillä 10x-9x. Suhteellisesti sopimusvalmistajien arvostustasot ovat toimialan haasteet huomioiden verrattain matalia, joten näilläkään tulokertoimilla osake ei ole suhteellisesti poikkeuksellisen edullinen, mutta arvostustaso on silti hyvin perusteltu Scanfilin tuloskasvunäkymät, historiallinen track-record ja positiivinen M&A-optio huomioiden. Kokonaisuus huomioiden näemmekin osakkeessa melko selvää nousuvaraa seuraavan vuoden tähtäimellä, kun yhtiö pääsee realisoimaan PartnerTech-kaupan hyötyjä.

Arvostustason kulmakivet

Scanfil on kasvuyhtiö

Scanfilin arvostustasoa tarkasteltaessa on mielestämme tärkeä huomioida yhtiön rooli verrattain korkean teknologiatason tuotteiden ulkoisena valmistuskumppanina. Tästä seuraa alituinen riski avainasiakkaan menettämisestä ja siitä väistämättä seuraavasta liikevaihdon ja tuloksen putoamisesta, vaikka Scanfilin historiallinen track-record onkin tässä suhteessa käytännössä moitteeton. Tämän lisäksi Scanfilin haastava arvoketjuasema ja sitä myötä rajallinen hinnoitteluvoima vaikuttavat hyväksyttävään arvostustasoon rajoittavasti. Vaakakupin toisella puolella ovat yhtiön tietyt vahvuudet sektorin kireässä kilpailussa, hyvä taloudellinen track-record ja lähtökohtaisesti positiivinen M&A-optio.

Sijoittajien perspektiivistä Scanfilin profiloituu tällä hetkellä mielestämme selvästi kasvuyhtiöksi ja tarkemmin ”kannattavaksi kasvujaksi” yrityskauppavetoisen kasvustrategiansa ansiosta. Tämä vaatii yhtiöltä myös pääomia, minkä takia osinkojen rooli Scanfilin pääoman allokoinnissa on mielestämme toissijainen, vaikka arvioimme yhtiön pyrkivän kasvattamaan osinkoaan maltillisesti myös jatkossa. Näin ollen Scanfilin tarjoamasta osaketuotosta pääosa tulee arviomme mukaan muodostumaan kurssimuutoksesta, sillä ennustamme nykykurssille laskettujen osinkotuottojen jäävän maltilliselle tasolle lähivuosina.

Yhtiö hinnoitellaan markkinoilla tulospohjaisesti

Mielestämme Scanfil tulee hinnoitella muiden ”kannattavien kasvajien” tavoin ensisijaisesti tulospohjaisesti. Näin ollen tärkein arvostuskero on mielestämme P/E, minkä lisäksi sijoittajien kannattaa mielestämme käyttää yritysarvopohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EV/EBIT-kertoimia, jotka huomioivat Scanfilin taserakenteen P/E-lukua paremmin. Tarkastelemme Scanfilia ensisijaisesti kuluvan

vuoden ja kahden seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvä historiallinen track-record ja vakaa taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi lyhyen tähtäimen näkyvyyteen liittyviä rajoitteita.

Mielestämme Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 11x-13x sekä vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella mitattuna 7x ja 6x. Nämä tasot ovat selvästi Helsingin pörssin yleistä arvostustasoa matalampia (2016e: mediaani P/E 17x, mediaani EV/EBITDA 9x), mitä pidämme kuitenkin perusteltuna Scanfilin toimiala ja arvoketjupositio huomioiden. Luonnollisesti hyväksyttäviin arvostuskertoimiin vaikuttaa olennaisesti myös yhtiön kasvunopeus.

Absoluuttinen arvostustaso

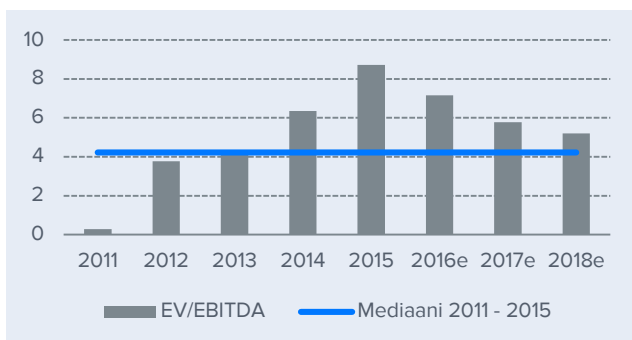
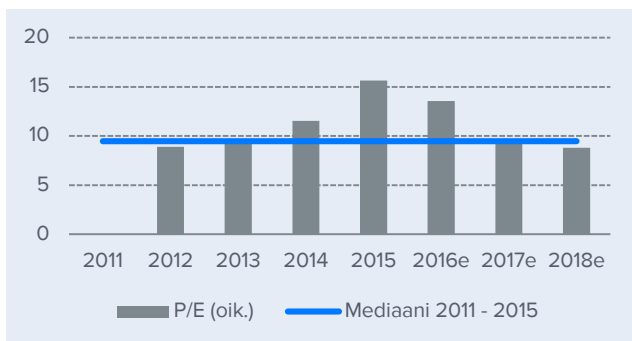
Scanfilin kuluvan vuoden arvostustaso on korkea, mutta vuosien 2017-2018 tulosennusteidemme mukaiset P/E-luvut laskevat tasolle 10x-9x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 6x-5x. Yhtiön osinkopolitiikkaa heijastelevat perusskenaarion osinkotuottoennusteemme antavat nykykurssille 2,6-3,7 %:n osinkotuotot lähivuosina, mikä on tämänhetkessä nollakorkojen ympäristössä mielestämme kohtuullinen taso. Absoluuttisesti Scanfilin osake onkin mielestämme yllä mainittujen kertoimien valossa varsin edullisesti hinnoiteltu viimeisen vuoden 35 %:n kurssinoususta huolimatta. Scanfilin omaan historialliseen arvostustasoon nähden osake ei ole lähivuosien ennusteillamme erityisen halpa, mutta mielestämme yhtiön vahvan kehityksen ansiosta osake on lähivuosina perusteltua hinnoitella historiallisia matalia kertoimia korkeammalle. Näin ollen historiallinen arvostustaso ei mielestämme varsinaisesti rajoita osakkeen nousuvaraa.

Scanfilin arvostuskertoimet 2014-2018e

Arvostustaso	2014	2015	2016e	2017e	2018e
P/E (oik.)	11,5	15,7	13,5	9,5	8,8
P/E	11,5	26,3	65,7	9,5	8,8
P/B	1,5	2,2	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	6,3	8,7	7,2	5,8	5,2
EV/EBIT	8,2	14,5	10,7	7,9	7,0
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,1 %	2,5 %	3,1 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Scanfilin historialliset arvostuskertoimet



Lähde: Inderes

Suhteellinen arvostustaso

Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiryhtiöiden vertailtavuus Scanfilin on verrokkien suuresta määrästä huolimatta kohtuullisen huono, sillä skaalaerot alan globaaleihin jätteihin ovat valtavia ja toisaalta pienempien pelurien heikko kannattavuus vaikeuttaa vertailua tulospohjaisiin kertoihin. Lisäksi keskisuurten sopimusvalmistajien kentässä on myös listaamattomia yrityksiä, joten Scanfilin kaikkia relevantteja kilpailijoita ei ole mahdollista saada vertailuun (esim. Zollner ja Enics). Näin ollen painotamme arvioissamme etenkin absoluuttisia kertoimia, mille verrokkiryhmäanalyysi toimii tukena.

Vertailuryhmään olemme sisällyttäneet maailman 50 suurimmasta sopimusvalmistajasta valtaosan (ml. kaikki länsimaiset pelurit). Yleisenä huomiona voidaan mielestämme todeta, että sopimusvalmistajien tulospohjaiset kertoimet ovat kohtuullisen matalia, mikä johtuu näkemyksemme mukaan yhtiöiden arvoketjuasemasta, jossa lisäarvon luomisen mahdollisuudet ovat rajalliset ja siten myös hinnoitteluasema on haastava. Tämän takia myös volyympipohjaiset kertoimet ovat varsin matalia, kun taas tasepohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

Scanfilin houkuttelevan positioitumisen ja verrokkiryhmää korkeamman kannattavuuspotentiaalin takia Scanfil on mielestämme perusteltua arvottaa preemiolla suhteessa verrokkeihin. Vuoden 2017 P/E-luvulla mitattuna Scanfil on kuitenkin aliarvostettu verrokkeihin nähden, mikä tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta. EV-pohjaisesti osake on lievällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, mutta tämä on mielestämme perusteltua, koska Scanfil käyttää tällä hetkellä monista verrokeista poiketen taseessaan edullista velkavipua. Osinkotuotolla Scanfil on niin ikään preemiohinnoiteltu, mutta mielestämme hyvät osingon kasvunäkymät kompensoivat tämän. Kokonaisuutena osake ei ole suhteellisesti poikkeuksellisen edullinen, mutta mielestämme preemiohinnoittelu on täysin perusteltu yhtiön positioitumisen ja track-recordin ansiosta, eikä se mielestämme estä osakkeen nousuvaraa seuraavan vuoden tähtäimellä.

Sijoitusnäkemys

Nostamme Scanfilin tavoitehintamme 4,00 euroon (aik. 3,80 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Pidämme yhtiön arvostusta seuraavan vuoden tähtäimellä houkuttelevana ja näemme kertomissa kohtuullisen selvää nousuvaraa, kun PartnerTech-kaupan hyödyt alkavat realisoitua ensi vuonna. Pidemmällä tähtäimellä Scanfilin kurssikehityksen kannalta keskeistä on yhtiön tuloskasvu, joka riippuu arviomme mukaan etenkin yhtiön yrityskauppavetoisen kasvustrategian onnistumisesta. Scanfililla on tästä kuitenkin vahvat historialliset näytöt, minkä takia suhtaudumme myös yhtiön pitkän aikavälin sijoitustarinaa positiivisesti toimialan haastavasta luonteesta huolimatta.

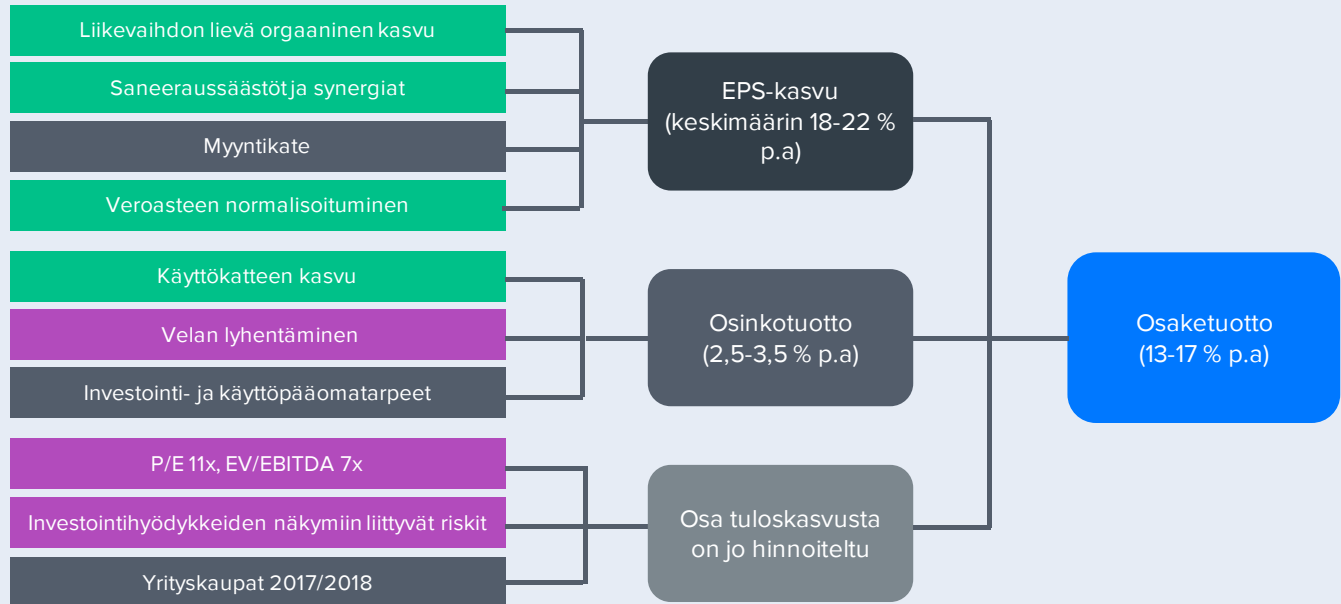
Scanfilin arvomatriisi P/E-luvulla*

		Kannattavuus (EBIT-%)				
		4 %	5 %	6 %	7 %	8 %
P/E	8	1,79	2,29	2,78	3,28	3,77
	9	2,01	2,57	3,13	3,68	4,24
	10	2,24	2,86	3,48	4,09	4,71
	11	2,46	3,14	3,82	4,50	5,18
	12	2,69	3,43	4,17	4,91	5,66
	13	2,91	3,71	4,52	5,32	6,13
	14	3,13	4,00	4,87	5,73	6,60

Lähde: Inderes *liikevaihto, rahoituskulut ja veroaste 2017e

Ennustettu osaketuotto ja suhteellinen arvostus

Osaketuoton ajurit 2016e-2018e



Scanfilin suhteellinen arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Scanfil	3,53	225	279					0,5	0,5	13,6	9,5	2,5	3,1	1,9
Benchmark Electronics	24,95	1088	777					0,4	0,4	17,9	15,3			0,9
Plexus	46,78	1392	1239	11,7	8,9	8,3	6,5	0,5	0,5	17,6	14,2			1,7
Venture	9,19	1663	1474	11,3	10,0	9,1	8,6	0,8	0,8	15,2	14,2	5,4	5,4	1,3
Universal Scientific	11,35	3295	2886	21,2	17,9	15,6	13,1	0,9	0,8	26,2	22,3	1,1	1,4	3,3
Siix	4035,00	893	934					0,5	0,4	13,4	11,8	1,2	1,3	1,8
Fabrinet	44,59	1437	1237	17,8	12,4	15,4	10,8	1,4	1,1	21,2	15,9			3,0
Sparton	26,26	229	317					0,9	0,8	20,0	17,1			2,0
Valuetronics	0,50	125	37		3,3		2,7	0,2	0,2	9,5	8,5	6,4	7,0	1,3
Lacroix	17,75	67	96			6,6	4,8	0,2	0,2	54,6	11,5	1,2	2,6	0,7
Neways	8,69	99	136	9,2	6,9	5,8	4,7	0,3	0,3	11,4	7,7	3,5	5,1	1,3
Sanmina	28,47	1873	1970					0,3	0,3	11,4	10,6			1,4
Jabil	21,82	3711	4811	8,1	7,8	4,0	3,9	0,3	0,3	11,9	10,6	1,5	1,5	1,7
Foxconn	79,20	38998	31897	6,9	5,8	4,7	4,0	0,3	0,3	10,5	9,8	4,2	4,3	1,2
Flextronics	13,62	6613	7620	11,4	10,7	7,3	6,9	0,3	0,4	12,1	11,5			3,0
Celestica	14,19	1385	1225	6,0	4,6	4,3	3,5	0,2	0,2	9,3	8,7			1,3
Pegatron	81,70	5979	5761	5,3	4,9	4,0	3,7	0,2	0,2	9,6	8,7	5,9	6,3	1,3
Scanfil (Inderes)	3,53	224	276	10,7	7,9	7,2	5,8	0,5	0,5	13,5	9,5	2,5	3,1	1,9
Keskiarvo				10,9	8,5	7,7	6,1	0,5	0,4	16,8	12,2	3,3	3,8	1,7
Mediaani				10,2	7,8	6,6	4,8		0,4	13,4	11,5	3,0	3,7	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				9 %	10 %	8 %	24 %	61 %	47 %	5 %	-11 %	-18 %	-17 %	42 %

Lähde: Bloomberg

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma kvartaaleittain

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	215	46	53	136	143	377	130	134	134	126	524	528	545
<i>Eurooppa ja USA</i>	<i>132</i>	<i>29</i>	<i>30</i>	<i>105</i>	<i>118</i>	<i>282</i>	<i>108</i>	<i>106</i>	<i>104</i>	<i>100</i>	<i>418</i>	<i>415</i>	<i>425</i>
<i>Aasia</i>	<i>87</i>	<i>18</i>	<i>25</i>	<i>38</i>	<i>33</i>	<i>113</i>	<i>30</i>	<i>33</i>	<i>37</i>	<i>33</i>	<i>133</i>	<i>140</i>	<i>147</i>
<i>Eliminoinnit</i>	<i>-4</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-8</i>	<i>-8</i>	<i>-18</i>	<i>-7</i>	<i>-6</i>	<i>-7</i>	<i>-7</i>	<i>-27</i>	<i>-27</i>	<i>-27</i>
Käyttökate	20,8	4,0	3,6	12,3	7,0	26,9	3,6	-0,6	12,2	10,2	25,4	45,0	47,3
Poistot ja arvonalennukset	-4,6	-1,3	-1,3	-7,1	-3,2	-12,9	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-12,8	-12,0	-11,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,2	2,7	3,1	8,6	5,0	19,4	5,1	4,6	9,0	7,0	25,7	33,0	35,0
Liikevoitto	16,2	2,7	2,3	5,2	3,8	14,0	0,4	-3,8	9,0	7,0	12,6	33,0	35,0
<i>Eurooppa ja USA</i>	<i>7,9</i>	<i>1,7</i>	<i>1,0</i>	<i>4,8</i>	<i>2,3</i>	<i>9,8</i>	<i>2,7</i>	<i>2,4</i>	<i>5,2</i>	<i>4,0</i>	<i>14,3</i>	<i>20,5</i>	<i>21,8</i>
<i>Aasia</i>	<i>8,3</i>	<i>1,0</i>	<i>2,1</i>	<i>3,8</i>	<i>2,7</i>	<i>9,6</i>	<i>2,4</i>	<i>2,2</i>	<i>3,8</i>	<i>3,0</i>	<i>11,4</i>	<i>12,5</i>	<i>13,2</i>
<i>Kertaluonteiset erät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,8</i>	<i>-3,4</i>	<i>-1,2</i>	<i>-5,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettorahoituskulut	-0,3	0,6	0,0	-0,6	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	-0,5	-0,5	-1,6	-1,9	-1,8
Tulos ennen veroja	15,9	3,3	2,3	4,6	3,6	13,8	0,0	-3,9	8,5	6,5	11,1	31,1	33,6
Verot	-3,6	-0,6	-0,6	-1,9	-2,4	-5,4	-1,6	-2,1	-2,4	-1,6	-7,8	-7,5	-8,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	12,3	2,7	1,7	2,8	1,2	8,4	-1,7	-6,1	6,1	4,9	3,3	23,7	25,6
EPS (oikaistu)	0,21	0,05	0,04	0,11	0,05	0,24	0,05	0,03	0,10	0,08	0,26	0,37	0,40
EPS (raportoitu)	0,21	0,05	0,03	0,05	0,02	0,14	-0,03	-0,10	0,11	0,08	0,05	0,37	0,40

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>13,8 %</i>	<i>-3,7 %</i>	<i>-12,6 %</i>	<i>139,3 %</i>	<i>187,9 %</i>	<i>75,9 %</i>	<i>184,3 %</i>	<i>152,1 %</i>	<i>-1,2 %</i>	<i>-11,8 %</i>	<i>38,9 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>3,2 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>36,8 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>-40,2 %</i>	<i>64,9 %</i>	<i>51,8 %</i>	<i>19,4 %</i>	<i>88,9 %</i>	<i>46,5 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>41,4 %</i>	<i>32,8 %</i>	<i>28,4 %</i>	<i>6,1 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>9,7 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>-0,4 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>8,7 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>7,6 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>6,7 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>6,4 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>5,7 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>2,2 %</i>	<i>-1,3 %</i>	<i>-4,5 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>0,6 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>4,7 %</i>

Lähde: Inderes

Tase

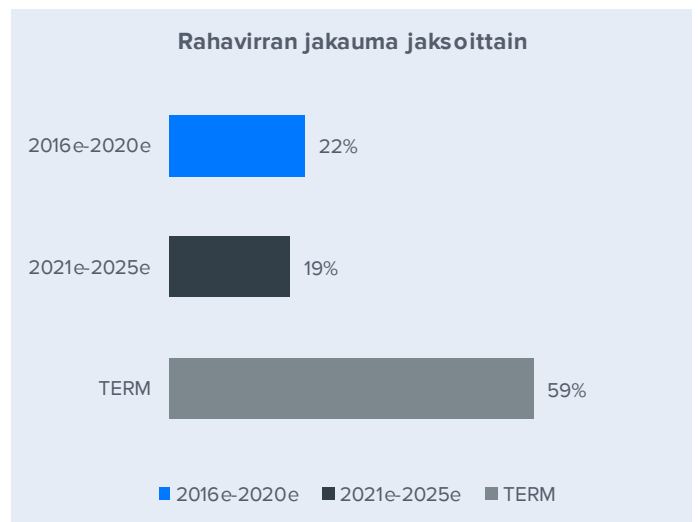
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	35	38	77	78	80
Liikearvo	2	6	11	11	11
Aineettomat oikeudet	4	5	19	19	19
Käyttöomaisuus	28	27	45	46	48
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	90	96	222	232	235
Varastot	29	36	91	90	91
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	4	4	4
Myyntisaamiset	33	41	105	106	108
Likvidit varat	28	19	22	32	32
Taseen loppusumma	126	134	299	310	315

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	80	95	101	119	137
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	54	63	67	68	86
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	25	30	32	49	49
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	10	1	50	56	51
Laskennalliset verovelat	0	0	3	3	3
Varaukset	0	1	2	2	2
Lainat rahoituslaitoksilta	9	1	46	51	46
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	36	38	147	134	127
Lainat rahoituslaitoksilta	9	9	38	30	27
Lyhytaikaiset korottomat velat	26	29	105	101	97
Muut lyhytaikaiset velat	0	1	4	4	4
Taseen loppusumma	126	134	299	310	315

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	14,0	12,6	33,0	35,0	37,5	38,8	37,6	36,2	34,8	32,6	33,2	
+ Kokonaispoistot	12,9	12,8	12,0	11,9	11,8	12,3	13,3	13,7	14,1	14,5	15,0	
- Maksetut verot	-4,1	-7,8	-7,5	-8,1	-8,7	-9,0	-8,8	-8,6	-8,3	-7,8	-8,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-43,7	-3,7	-0,7	-3,1	-3,1	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-2,3	
Operatiivinen kassavirta	-20,9	13,6	36,4	35,7	37,2	38,7	38,7	38,0	37,2	35,9	37,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-49,4	-14,1	-13,4	-13,5	-16,2	-16,9	-15,2	-15,6	-16,1	-16,5	-16,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-69,3	-0,5	23,0	22,2	21,0	21,8	23,6	22,4	21,2	19,3	21,7	
+/- 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	-69,3	-0,5	23,0	22,2	21,0	21,8	23,6	22,4	21,2	19,3	21,7	382,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,5	20,9	18,7	16,4	15,8	15,9	14,0	12,3	10,4	10,8	190,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		325,3	325,7	304,8	286,1	269,7	253,8	237,9	223,9	211,7	201,3	190,5
Velaton arvo DCF		325,3										
- Korolliset velat		-83,4										
+ Rahavarat		22,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-4,6										
Oman pääoman arvo DCF		259,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,09										

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	189	215	377	524	528
EBITDA	16,3	20,8	26,9	25,4	45,0
EBITDA-marginaali (%)	8,6	9,7	7,1	4,8	8,5
EBIT	11,8	16,2	14,0	12,6	33,0
Voitto ennen veroja	10,6	15,9	13,8	11,1	31,1
Nettovoitto	8,2	12,3	8,4	3,3	23,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-5,4	-13,1	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	126	134	299	307	310
Oma pääoma	80	95	101	117	135
Liikearvo	2	6	11	11	11
Korolliset velat	18	9	83	82	66

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	16,3	20,8	26,9	25,4	45,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	-10,9	-43,7	-3,7	-0,7
Operatiivinen kassavirta	13,9	6,2	-20,9	13,6	36,4
Vapaa kassavirta	10,9	-1,5	-69,3	-0,5	23,0

Yhtiökuvaus
Scanfil on tietoliikennetekniikan ja ammattielektroniikan sopimusvalmistaja. Tyypillisiä tuotteita ovat matkaviestin- ja tietoliikenneverkon laitejärjestelmät, automaatiojärjestelmät, taajuusmuuttajat, hissien ohjausjärjestelmät, sähköntuotannon ja -siirron laitteet ja järjestelmät, analysaattorit, peliautomaatit sekä erilaiset säähavaintolaitteet. Yhtiöllä on tuotantoa kuudella tehtaalla Kiinassa, Unkarissa, Virossa ja Suomessa ja henkilöstöä yhteensä noin 1800 työntekijää.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,14	0,21	0,14	0,05	0,37
EPS oikaistu	0,14	0,21	0,24	0,26	0,37
Operat. kassavirta per osak	0,24	0,11	-0,36	0,22	0,57
Tasearvo per osake	1,39	1,64	1,76	1,93	2,12
Osinko per osake	0,05	0,07	0,08	0,09	0,11
Voitonjako, %	35	33	55	174	29
Osinkotuotto, %	3,7	2,8	2,1	2,5	3,1

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	9,5	11,5	26,3	68,8	9,5
P/B	1,0	1,5	2,2	1,9	1,7
P/Liikevaihto	0,4	0,7	0,6	0,4	0,4
P/CF	5,6	22,9	neg.	16,5	6,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,7	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,2	6,3	10,5	10,9	5,8
EV/EBIT	5,8	8,2	20,1	21,9	7,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Takanen	16,9 %
Jarkko Takanen	14,3 %
Varikot Oy	12,6 %
Jorma Takanen	10,2 %
Jonna Tolonen	5,6 %

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonnäilymenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja

lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäilymenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kuukauden tavoitehintaan:

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.5.2015	Lisää	2,80 €	2,51 €
26.5.2015	Lisää	3,10 €	2,78 €
11.8.2015	Lisää	3,00 €	2,70 €
25.9.2015	Lisää	3,00 €	2,65 €
29.10.2015	Lisää	3,35 €	3,08 €
30.11.2015	Lisää	4,00 €	3,74 €
25.2.2016	Lisää	3,80 €	3,34 €
2.5.2016	Lisää	3,80 €	3,40 €
10.8.2016	Lisää	3,80 €	3,49 €
4.10.2016	Lisää	4,00 €	3,52 €

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2016, 2015, 2014

#1 ennusteet ja
suositukset



2016, 2014

#1 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**