

Scanfil

Yhtiöraportti

13.12.2021 8:25



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



Joonas Korkiakoski
+358 40 1828 660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Takaisku neutraloi lyhyen ajan tuotto-odotuksen

Laskemme Scanfilin tavoitehintamme 8,30 euroon (aik. 8,75 euroa) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) yhtiön perjantaina antaman melko lievän tulosvaroituksen jälkeen. Odotamme yhä Scanfilin pystyvän nostamaan tulostaan lähivuosina, mutta toisaalta osakkeen arvostustaso on kohonnut kuluvan vuoden 20 % kurssinousun myötä. Siten arvioimme Scanfilin seuraavan 12 kk:n tuotto-odotuksen asettuvan enää tuottovaatimuksen tasolle.

Scanfilin laski tulosohjeistustaan ja kavensi liikevaihto-ohjeistuksensa haarukkaa

Scanfil antoi perjantaina negatiivisen tulosvaroituksen, jossa yhtiö arvioi vuoden 2021 liikevaihdon olevan 680-700 MEUR ja oikaistun liikevoiton 38-41 MEUR (aik. liikevaihto 680-710 MEUR ja oikaistu liikevoitto 41-44 MEUR). Scanfilin mukaan tulosohjeistuksen lasku johtuu pääasiassa materiaalien saatavuushaasteiden jatkumisesta, koronatilanteen heikentymisestä ja valuuttapohjaisista syistä. Kysyntä sen sijaan on jatkunut vahvana Q4:n aikana. Arvioimme yhtiön toimitusten jääneen hieman arvioitua alemmas etenkin puolijohteiden hyvin heikkona pysyneen saatavuuden takia. Odotuksia alempiin volyymeihin peilattuna Scanfilin miehitys tehtailla on luultavasti ollut ylisuuri ja henkilöstötarvetta on nostanut lisäksi heikentynyt koronatilanne. Arvioimme mukaan näiden syiden luoma marginaalipaine on pääsyy tulosvaroitukselle ja isojen valuuttaliikkeiden sekä kohonneen varaston yhdistelmän vaikutus on pienempi. Kokonaisuutena varoitus on mielestämme lievätkö, sillä pidämme ongelmaa väliaikaisena ja tuottavuuden palautus on pääosin yhtiön omissa käsissä. Myös vahvan kysynnän säilyminen oli positiivista.

Laskimme lyhyessä päässä ennusteitamme tulosvaroituksen jälkeen

Scanfilin kuluvan vuoden liikevaihtoennusteemme oli uuden haarukan sisällä, emmekä tehneet oleellisia muutoksia lähivuosien liikevaihtoennusteisiimme. Q4:n tulosennusteitamme laskimme selvästi tulosvaroituksen takia ja vuoden 2021 oikaistun liikevoiton ennusteemme putosi 6 % 39,4 MEUR:oon. Vaikka odotamme Scanfilin parantavan tuottavuuttaan melko pikaisesti tehtaiden normaalien henkilöstöjousteiden optimoinnin kautta, lisäsimme todennäköisesti vielä ensi vuoteen jatkuvien materiaalihaasteiden takia ensi vuoden ennusteisiimme turvamarginaalia ja vuoden 2022 oikaistun liikevoiton ennusteemme laski 5 % 44,8 MEUR:oon. Kuluvan vuoden ennusteemme vastaa Scanfilille vaatimatonta 5,7 % oikaistua liikevoittomarginaalia ja ensi vuonnakin odotamme yhtiön kannattavuuden jäävän potentiaalinsa alapuolelle 6,4 %:iin. Arvioimme mukaan ensi vuoden tuloskasvua ajavat etenkin tehostuva tuottavuus (ml. parantuva miehityksen hallinta ja Hampurin tehtaan sulun hyödyt), maltillinen volyymikasvu ja myyntimixin parantuminen (ml. läpilaskutusmyynnin lasku). Vuonna 2023 Scanfililla on mielestämme edellytyksiä nousta potentiaalinsa mukaiselle 7 % liikevoitto-%:n tasolle, kun tuottavuusrasitteet eivät enää kurista. Pääriskejä lähivuosien ennusteidemme kannalta ovat materiaalien saatavuus ja globaali talous.

Vuoden tähtäimellä tuotto-odotus on pudonnut neutraaliksi

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 18x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 12x. Vuoden 2021 vaisulla kannattavuudella kertoimet ovat koholla, mutta osakkeen kuluvan vuoden 20 % kurssinousun jälkeen ensi vuoden kertoimetkin ovat mielestämme neutraalit. Suhteellisesti Scanfilin arvostus on linjassa verrokkeihin nähden ja DCF-mallimme on osakekurssin tasolla. Mielestämme koholla oleva arvostus neutraloi lyhyellä tähtäimellä tuloskasvua ja arvioimme 12 kk:n tuotto-odotuksen jäävän noin tuottovaatimuksen tasolle. Siten siirrymme odottamaan yhtiössä tuloskasvukuvan varmistumista, vaikka Scanfilista pitkällä perspektiivillä houkuttelevan sijoituskohteen tekevät elementit eivät ole hävinneet minnekään.

Suositus

Vähennä

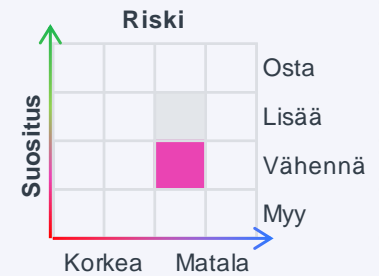
(aik. Lisää)

8,30 EUR

(aik. 8,75 EUR)

Osakekurssi:

7,96



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	595	692	700	715
kasvu-%	3 %	16 %	1 %	2 %
EBIT oik.	39,1	39,4	44,7	49,3
EBIT-% oik.	6,6 %	5,7 %	6,4 %	6,9 %
Nettotulos	36,9	28,7	34,7	38,1
EPS (oik.)	0,50	0,44	0,54	0,59

P/E (oik.)	13,0	17,9	14,8	13,5
P/B	2,3	2,6	2,3	2,1
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,4 %	2,6 %	2,9 %
EV/EBIT (oik.)	11,2	13,8	11,5	9,9
EV/EBITDA	7,2	9,9	8,5	7,8
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,7	0,7

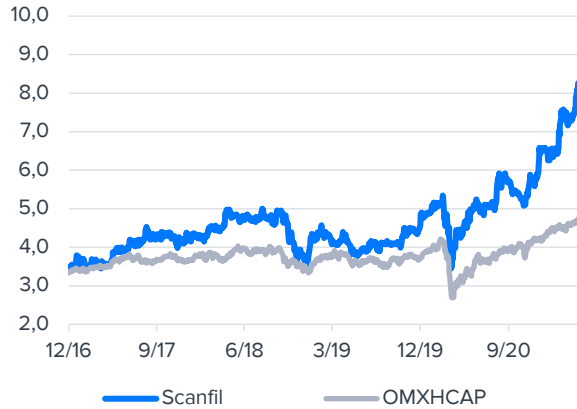
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Laskenut)

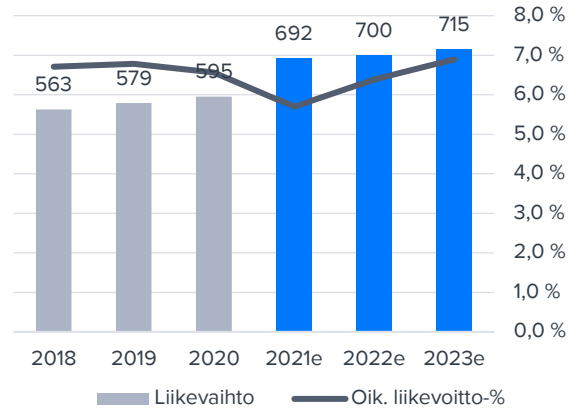
Scanfil arvioi vuoden 2021 liikevaihdon olevan 680–700 MEUR ja oikaistun liikevoiton 38–41 MEUR

Osakekurssi



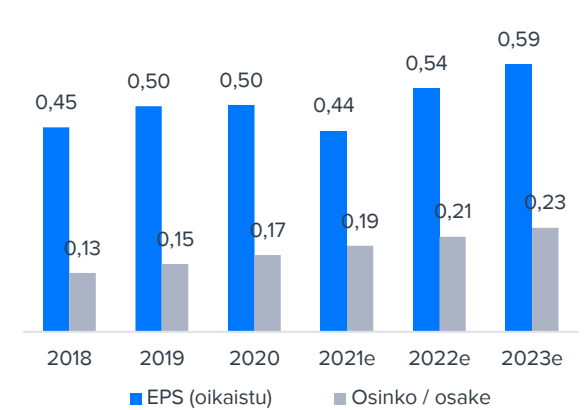
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kysyntä tulee pääosin jossain määrin syklisiltä sektoreilta
- Kilpailun kiristyminen
- Rajallinen hinnoitteluvoima
- Koronaviruksen negatiiviset vaikutukset maailmantalouteen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,96	7,96	7,96
Osakemäärä, milj. kpl	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	513	513	513
Yritysarvo (EV)	542	512	489
P/E (oik.)	17,9	14,8	13,5
P/E	17,9	14,8	13,5
P/Kassavirta	>100	11,9	13,8
P/B	2,6	2,3	2,1
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,9	8,5	7,8
EV/EBIT (oik.)	13,8	11,5	9,9
Osinko/tulos (%)	42,8 %	39,0 %	38,9 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,6 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Ennusteleikkaukset jäivät lyhyeen päähän

Ennustemuutokset 2021e-2023e

- Scanfil antoi perjantaina negatiivisen tulosvaroituksen, jossa arvioi vuoden 2021 liikevaihdon olevan 680-700 MEUR ja oikaistun liikevoiton 38-41 MEUR (aik. liikevaihto 680-710 MEUR ja oikaistu liikevoitto 41-44 MEUR). Yhtiön mukaan tulosohjeistuksen lasku johtuu pääasiassa materiaalien saatavuushaasteiden jatkumisesta sekä koronatilanteen heikentymisestä ja valuuttapohjaisista syistä.
- Käytännössä arviomme Scanfilin volyymien jääneen hieman odotuksista materiaalitytilanteen takia ja toteutuneeseen liikevaihtoon peilattuna miehitys tehtailla on ollut turhan suuri. Miehitystarvetta on nostanut myös hankaloituneeseen koronatilanteeseen varautuminen. Näiden tekijöiden ja molemmista syistä johtuneen tuotannon rikkonaisuuden (ml. esim. katkot tuotantosarjoissa) seurauksena arvioimme tehokkuustason pudonneen Q4:lla.
- Vaikka odotamme Scanfilin pystyvän parantuvan tuotannon suunnittelun avulla ratkomaan väliaikaisen tehokkuushaasteen pikaisesti, leikkasimme hieman vuosien 2021 ja 2022 tulosennusteitamme.
- Vuodesta 2023 alkaen pidimme ennustemme käytännössä ennallaan, joten odotamme tuottavuushaasteen olevan pitkälti väliaikainen.

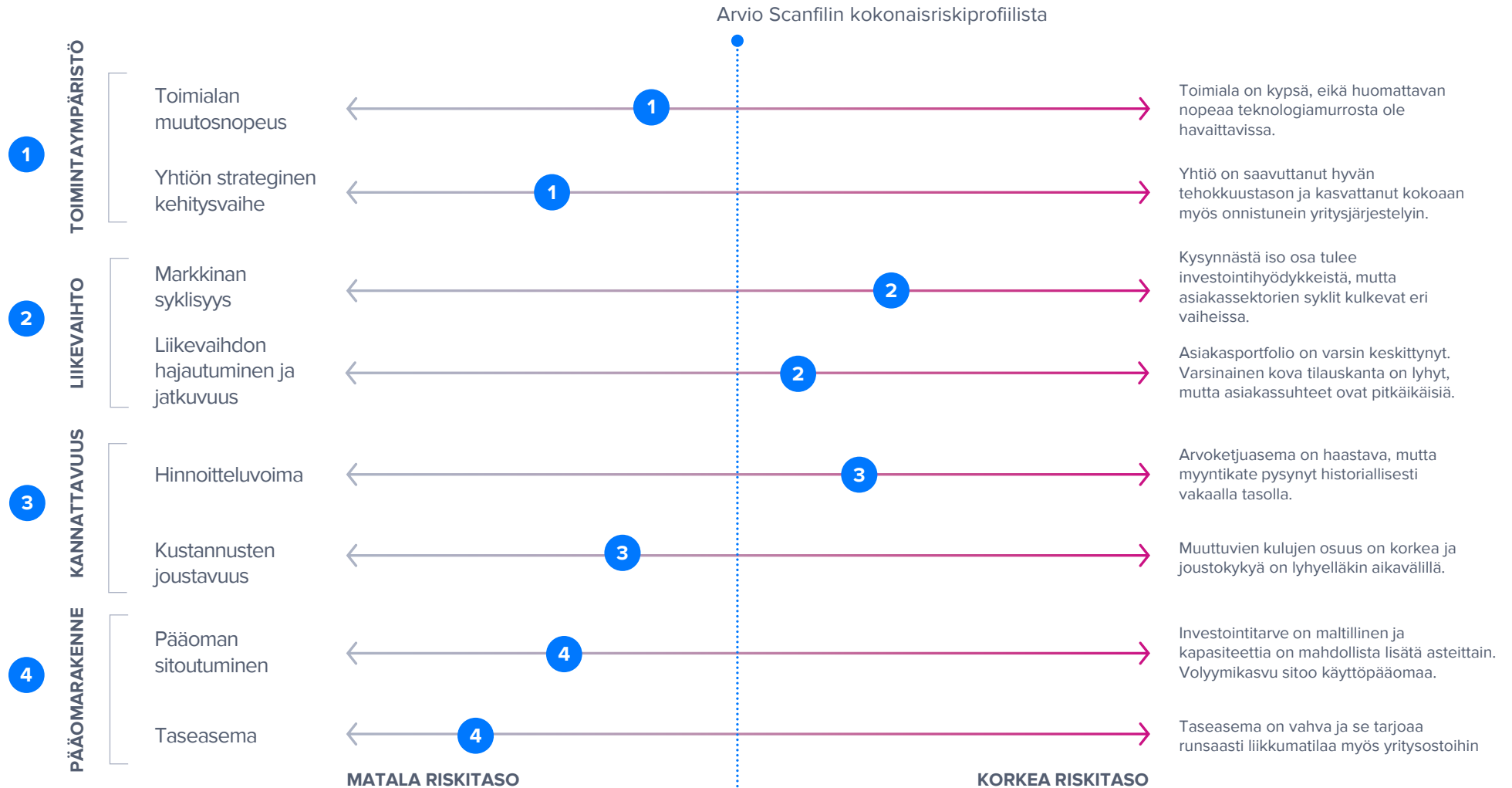
Operatiiviset tulosajurit 2021e-2023e:

- Tänä vuonna odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan 16 % 692 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton pysyvän vakaana noin 39 MEUR:ssa. Vuonna 2021 kasvu ei arviomme mukaan tuo tuloskasvua, mikä johtuu suljettavan Hampurin tehtaan tuotannon siirroista, matalakatteisen tilapäismyynnin suurehkoista määrästä ja hankalasta materiaalitytilanteesta. Lisäksi yhtiön oma tuottavuuden hallinta ei ole onnistunut vaikeissa olosuhteissa täysin.
- Vuosina 2022-2023 odotamme yhtiön jatkavan tasaista volyymikasvuaan laadukkaiden avainasiakkaiden, etenevän uusasiakashankinnan sekä oman kilpailukyvyyn paranemisen tukemana (ml. valtaosa Hampurin tehtaan sulkemisesta saatavista 2,5 MEUR:n säästöistä tukee tulosta vuodesta 2022) ja odotamme yhtiön saavan palautettua tuottavuutensa asteittain.
- Odotamme yhtiön käytännössä yltävän liikevaihto- ja marginaalitavoitteisiinsa vuonna 2023 (700 MEUR liikevaihto ja 7 %:n EBIT-%). Jo lähestyvän liikevaihtotavoitteen takia pidämme mahdollisena, että yhtiö antaa uuden myyntitavoitteen Q4-raportissaan.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	692	692	0 %	700	700	0 %	710	715	1 %
Käyttökate	56,9	54,6	-4 %	61,6	59,9	-3 %	63,0	63,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,7	39,4	-6 %	47,0	44,7	-5 %	49,4	49,3	0 %
Liikevoitto	41,7	39,4	-6 %	47,0	44,7	-5 %	49,4	49,3	0 %
Tulos ennen veroja	39,7	37,4	-6 %	46,4	43,9	-5 %	48,9	48,8	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,47	0,44	-6 %	0,57	0,54	-5 %	0,59	0,59	0 %
Osakekohtainen osinko	0,19	0,19	0 %	0,21	0,21	0 %	0,23	0,23	0 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Lyhyen ajan tuotto/riski-suhde on tasapainossa

Kertoimet ovat kohonneet korona-aikana

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 18x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 14x ja 12x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme puolestaan asettuvan etunenässä hyvän tuloskunnan seurauksena 2-3 %:iin. Emme kuitenkaan näe osinkoa kasvuyhtiöksi profiloituvan Scanfilin tuotto-odotuksen kannalta merkittävänä, vaikka lähivuosien osingot kohtuullista pohjatuottoa tarjoavatkin.

Vallitseva tulos pohjainen arvostus on yhtiön historiallisten mediaanien yläpuolella. Tämä johtuu etenkin arvostuksen noususta, sillä Scanfilin osakekurssi on noussut kuluvan vuoden alusta lukien 20 % ja kahdessa vuodessa noin 60 %, vaikka operatiivinen tulos on vuonna 2021 arviomme mukaan vuoden 2019 tasolla. Mielestämme arvostuksen nousu on pääosin perusteltua, kun huomioidaan Scanfilin viime vuosien aikana vahvistunut suorituskyky, onnistuneiden yrityskauppojen myötä laskenut riskiprofiili (ml. aikaisempaa laajempi asiakasportfolio) ja vuodelle 2021 osuva väliaikainen tehokkuushaaste. Vuoden 2021 kertoimet ovat kuitenkin kohollaan, kun taas pääpainossa olevat vuoden 2022 ennusteisimme pohjaavat kertoimet ovat ainoastaan neutraaleja. Mielestämme Scanfilille voidaankin viimeaikaisten näyttöjen perusteella varsin vaivatta hyväksyä P/E-luku 13x-15x ja EV/EBIT-kerroin 10x-12x.

Scanfilin P/B-luku 2,6x on puolestaan järkevä yhtiön viimeisen viiden vuoden oikaistuun 18 % oman pääoman tuottoon ja tuloskasvuun peilattuna. Näillä luvuilla Scanfilin taaksepäin katsovaksi staattiseksi tulostuotoksi saadaan 7 %, mikä on vain lievästi oman pääoman tuottovaadetta matalampi. Näin ollen yhtiön keskipitkän ja pitkän aikavälin hyvää kannattavan kasvun potentiaalia ei mielestämme hinnoitella osakkeeseen tavattoman voimakkaasti, mutta hyvin

edulliseksi arvostusta ei enää tätäkään kautta voida mieltää.

Tuotto-odotus on mielestämme tuottovaatimuksen tasolla

Kertoimien lievän laskun, tuloskasvun ja osingon varaan rakentuva seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotus on arviomme mukaan noin 8-9 %:ssa olevan tuottovaatimuksen tasolla. Näin ollen pidämme osaketta jokseenkin oikein hinnoiteltuna lyhyellä tähtäimellä. Siten siirrymme odottamaan yhtiössä tuloskasvukuvan varmistumista, vaikka Scanfilista pitkällä perspektiivillä houkuttelevan sijoituskohteen tekevät elementit eivät ole hävinneet minnekään ja myös yhtiön pidemmän ajan track-record kannattavasta kasvusta on yhä vakuuttava. Lisäksi osakkeen oikein hinnoittelua tukee DCF-mallimme, joka on vain lievästi nykykurssin yläpuolella (olemme nostaneet diskonttauskorkoa hyvin lievästi tulosvaroituksen takia). Myös osakkeen suhteellinen arvostus on neutraali.

Yrityskauppaoptio voi tukea pitkällä aikavälillä

Tämänhetkisen tuotto-odotuksen päälle sijoittajat saavat positiivisen yritysosto-option, jonka realisoitumista pidämme keskipitkällä aikavälillä varsin todennäköisenä. Arviomme mukaan yhtiöllä on tase- asemansa puitteissa noin 100 MEUR:n järjestelyvoima strategisesti nykyrakenteeseen sopivien ja omistaja-arvoa luovien (ts. arvostus omia kertoimia matalampi) liikkeiden toteuttamiseen, kunhan vuonna 2021 sitoutunut käyttöpääoma saadaan normalisoitua. Suhtaudumme tähän option luottavaisesti, sillä yhtiön historialliset näytöt tällaisista järjestelyistä ovat vahvat. Lyhyellä tähtäimellä kauppojen tekemistä vaikeuttaa kuitenkin mielestämme korkeat arvostustasot, joten option realisoituminen 12 kuukauden tähtäimellä on hyvin epävarmaa.

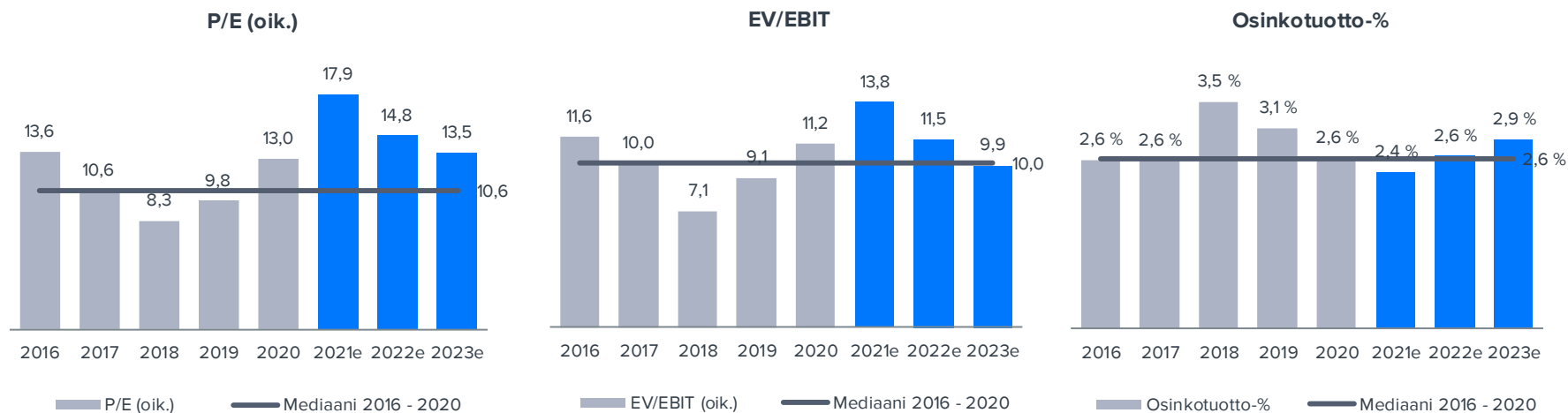
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,96	7,96	7,96
Osakemäärä, milj. kpl	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	513	513	513
Yritysarvo (EV)	542	512	489
P/E (oik.)	17,9	14,8	13,5
P/E	17,9	14,8	13,5
P/Kassavirta	>100	11,9	13,8
P/B	2,6	2,3	2,1
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,9	8,5	7,8
EV/EBIT (oik.)	13,8	11,5	9,9
Osinko/tulos (%)	42,8 %	39,0 %	38,9 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,6 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,49	4,28	3,75	4,89	6,52	7,96	7,96	7,96	7,96
Osakemäärä, milj. kpl	60,6	63,9	64,0	64,4	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	221	273	240	313	420	513	513	513	513
Yritysarvo (EV)	261	314	268	359	439	542	512	489	466
P/E (oik.)	13,6	10,6	8,3	9,8	13,0	17,9	14,8	13,5	12,9
P/E	neg.	10,6	8,3	11,2	11,4	17,9	14,8	13,5	12,9
P/Kassavirta	14,5	36,4	10,5	77,0	8,3	>100	11,9	13,8	13,5
P/B	2,0	2,2	1,7	1,9	2,3	2,6	2,3	2,1	1,9
P/S	0,4	0,5	1,7	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	14,3	7,9	5,7	6,8	7,2	9,9	8,5	7,8	7,2
EV/EBIT (oik.)	11,6	10,0	7,1	9,1	11,2	13,8	11,5	9,9	9,1
Osinko/tulos (%)	neg.	27,3 %	5,7	34,2 %	29,7 %	42,8 %	39,0 %	38,9 %	40,5 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,6 %	3,5 %	3,1%	2,6 %	2,4 %	2,6 %	2,9 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Plexus	92,39	2275	2260	14,2	13,5	10,5	9,9	0,7	0,7	18,6	17,3			2,6
Venture Corporation	18,83	3563	2979	13,2	11,9	11,8	10,7	1,5	1,3	18,0	16,5	3,9	4,0	2,0
Universal Scientific	15,94	4891	5194	15,9	12,4	10,5	8,5	0,5	0,5	18,8	15,2	2,5	3,5	2,7
Siix	1383,00	544	770							14,5	10,7	2,2	2,3	1,1
Fabrinet	116,12	3755	3319	15,8	14,4	13,1	12,2	1,5	1,4	25,0	19,6			3,8
TT Electronics	246,00	513	641	15,4	11,9	10,5	8,3	1,1	1,0	17,5	14,1	2,2	2,6	1,5
Hana Microelectronics	94,75	2017	1792	28,4	21,8	17,4	14,5	2,7	2,4	29,8	24,1	2,0	2,7	3,3
Lacroix		183	252	12,4	10,4	7,0	5,9	0,4	0,4	15,5	12,7	2,2	2,4	1,2
Jabil	65,64	7971	9415	8,2	7,3	5,0	4,5	0,3	0,3	11,1	9,7	0,5	0,5	4,2
Foxconn	105,00	46478	45748	5,9	4,8	4,0	3,3	0,1	0,1	10,6	9,7	4,7	5,0	1,0
Flextronics	17,53	7177	8352	6,2	9,6	4,1	7,0	0,3	0,4	11,9	9,6			2,6
Celestica	13,45	1168	1252	4,6	3,9	3,2	2,8	0,2	0,2	8,5	7,1			1,0
Pegatron	67,90	5788	4843	13,3	9,1	6,4	2,4	0,2	0,1	10,0	10,4	6,5	6,3	1,1
Kitron		347	409	15,4	11,6	11,2	8,9	1,1	0,9	20,2	13,8	3,6	5,0	3,9
Hanza	46,50	159	206	15,0	10,7	8,2	6,6	0,8	0,7	18,7	14,0	0,6	1,5	3,0
Incap	69,90	411	416	17,3	13,0	15,4	12,2	2,6	2,0	19,7	16,1	1,1	1,3	6,4
Scanfil (Inderes)	7,96	513	542	13,8	11,5	9,9	8,5	0,8	0,7	17,9	14,8	2,4	2,6	2,6
Keskiarvo				13,4	11,1	9,2	7,9	0,9	0,8	16,8	13,8	2,7	3,1	2,6
Mediaani				14,2	11,6	10,5	8,3	0,7	0,7	17,7	13,9	2,2	2,7	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-3 %	-1 %	-5 %	3 %	5 %	12 %	1 %	6 %	7 %	-1 %	-1 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	579	144	156	142	154	595	163	173	168	188	692	700	715	735
Konserni	579	144	156	142	154	595	163	173	168	188	692	700	715	735
Käyttökate	53,0	12,4	14,0	25,0	9,1	60,5	13,8	14,4	13,3	13,2	54,6	59,9	63,0	65,1
Poistot ja arvonalennukset	-17,7	-3,8	-3,8	-3,7	-4,8	-16,1	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-15,2	-15,2	-13,7	-13,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,3	8,6	10,2	9,9	10,4	39,1	10,0	10,6	9,5	9,4	39,4	44,7	49,3	51,3
Liikevoitto	35,3	8,6	10,2	21,3	4,3	44,4	10,0	10,6	9,5	9,4	39,4	44,7	49,3	51,3
Konserni	39,4	8,6	10,2	21,3	4,3	44,4	10,0	10,6	9,5	9,4	39,4	44,7	49,3	51,3
Nettorahoituskulut	-1,3	0,1	-0,6	-0,8	-1,3	-2,6	-0,7	-0,1	-0,9	-0,3	-2,0	-0,8	-0,5	-0,3
Tulos ennen veroja	34,0	8,7	9,6	20,5	3,0	41,8	9,3	10,4	8,6	9,2	37,4	43,9	48,8	51,0
Verot	-5,9	-1,2	-1,4	-2,4	0,1	-4,9	-1,7	-1,8	-3,4	-1,8	-8,8	-9,2	-10,7	-11,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	28,1	7,5	8,2	18,1	3,1	36,9	7,6	8,6	5,1	7,3	28,7	34,7	38,1	39,8
EPS (oikaistu)	0,50	0,12	0,13	0,12	0,14	0,50	0,12	0,13	0,08	0,11	0,44	0,54	0,59	0,62
EPS (raportoitu)	0,44	0,12	0,13	0,28	0,05	0,57	0,12	0,13	0,08	0,11	0,44	0,54	0,59	0,62
Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	2,9 %	10,9 %	9,0 %	-7,0 %	-0,4 %	2,7 %	13,3 %	11,2 %	18,4 %	22,1 %	16,2 %	1,2 %	2,1 %	2,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	4,0 %	22,9 %	-0,5 %	-17,8 %	3,9 %	-0,5 %	16,3 %	3,7 %	-4,5 %	-9,6 %	0,8 %	13,4 %	10,3 %	4,1 %
Käyttökate-%	9,1 %	8,6 %	9,0 %	17,6 %	5,9 %	10,2 %	8,5 %	8,3 %	7,9 %	7,0 %	7,9 %	8,6 %	8,8 %	8,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,8 %	6,0 %	6,6 %	7,0 %	6,8 %	6,6 %	6,1 %	6,1 %	5,6 %	5,0 %	5,7 %	6,4 %	6,9 %	7,0 %
Nettotulos-%	4,9 %	5,2 %	5,3 %	12,8 %	2,0 %	6,2 %	4,7 %	5,0 %	3,1 %	3,9 %	4,1 %	5,0 %	5,3 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	103	94,5	94,4	95,3	98,7
Liikearvo	8,0	8,3	8,3	8,3	8,3
Aineettomat hyödykkeet	16,8	14,3	14,4	14,5	14,6
Käyttöomaisuus	71,7	64,5	64,3	65,1	68,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,7	6,9	6,9	6,9	6,9
Vaihtuvat vastaavat	237	245	293	289	292
Vaihto-omaisuus	102	103	131	126	125
Muut lyhytaikaiset varat	2,9	2,4	2,4	2,4	2,4
Myyntisaamiset	112	113	131	133	136
Likvidit varat	20,4	25,8	27,7	28,0	28,6
Taseen loppusumma	340	339	387	385	391

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	167	183	201	223	248
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	122	153	171	193	218
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	42,7	27,9	27,9	27,9	27,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	50,9	40,4	42,3	23,4	9,2
Laskennalliset verovelat	7,0	5,7	5,7	5,7	5,7
Varaukset	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Lainat rahoituslaitoksilta	43,5	34,1	36,0	17,1	2,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	122	116	144	138	134
Lainat rahoituslaitoksilta	23,0	9,9	20,9	9,8	1,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	96,1	100	118	123	127
Muut lyhytaikaiset velat	3,2	5,9	6,0	6,0	6,0
Taseen loppusumma	340	339	387	385	391

DCF-laskelma

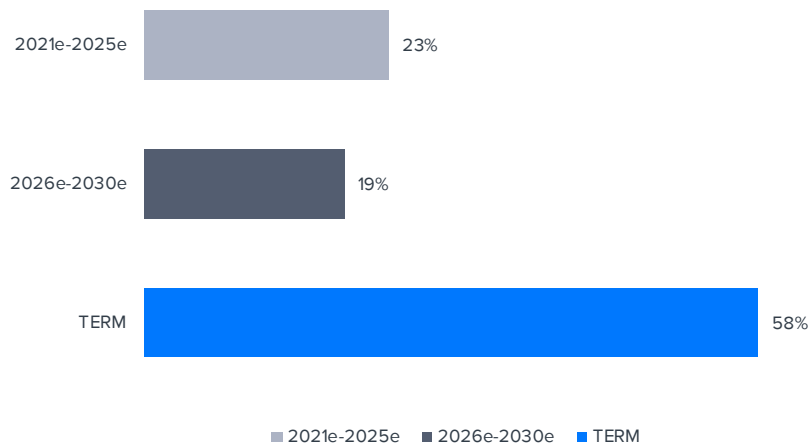
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	44,4	39,4	44,7	49,3	51,3	53,0	53,0	53,8	52,9	52,0	53,0	
+ Kokonaispoistot	16,1	15,2	15,2	13,7	13,8	14,1	14,4	14,6	15,0	14,9	14,8	
- Maksetut verot	-7,4	-8,8	-9,2	-10,7	-11,2	-11,7	-11,7	-11,9	-11,7	-11,5	-11,7	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,5	-28,7	8,8	2,1	-0,8	-3,5	-3,1	-6,7	-4,5	-4,6	-3,2	
Operatiivinen kassavirta	57,3	16,6	59,3	54,2	53,0	51,9	52,6	49,9	51,8	50,8	53,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,7	-15,1	-16,1	-17,1	-15,1	-15,6	-15,6	-16,6	-14,6	-14,6	-15,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	50,8	1,5	43,2	37,1	37,9	36,3	37,0	33,3	37,2	36,2	37,3	
+/- 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	50,8	1,5	43,2	37,1	37,9	36,3	37,0	33,3	37,2	36,2	37,3	649
Diskontattu vapaa kassavirta		1,5	39,9	31,8	30,1	26,7	25,2	21,1	21,8	19,7	18,8	327
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		564	563	523	491	461	434	409	388	366	346	327
Velaton arvo DCF		564										
- Korolliset velat		-44,0										
+ Rahavarat		25,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-11,0										
Oman pääoman arvo DCF		535										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	563	579	595	692	700	EPS (raportoitu)	0,45	0,44	0,57	0,44	0,54
Käyttökate	47,3	53,0	60,5	54,6	59,9	EPS (oikaistu)	0,45	0,50	0,50	0,44	0,54
Liikevoitto	37,8	35,3	44,4	39,4	44,7	Operat. kassavirta / osake	0,49	0,50	0,89	0,26	0,92
Voitto ennen veroja	36,1	34,0	41,8	37,4	43,9	Vapaa kassavirta / osake	0,36	0,06	0,79	0,02	0,67
Nettovoitto	28,9	28,1	36,9	28,7	34,7	Omapääoma / osake	2,26	2,59	2,84	3,11	3,46
Kertaluontoiset erät	0,0	-4,0	5,3	0,0	0,0	Osinko / osake	0,13	0,15	0,17	0,19	0,21
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	304	340	339	387	385	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	3 %	3 %	16 %	1 %
Oma pääoma	145	167	183	201	223	Käyttökateen kasvu-%	18 %	12 %	14 %	-10 %	10 %
Liikearvo	10,1	8,0	8,3	8,3	8,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	4 %	-1 %	1 %	13 %
Nettovelat	28,2	46,1	18,3	29,2	-1,1	EPS oik. kasvu-%	12 %	10 %	1 %	-11 %	21 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	8,4 %	9,1 %	10,2 %	7,9 %	8,6 %
Käyttökate	47,3	53,0	60,5	54,6	59,9	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	6,8 %	6,6 %	5,7 %	6,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-9,7	-14,1	4,5	-28,7	8,8	Liikevoitto-%	6,7 %	6,1 %	7,5 %	5,7 %	6,4 %
Operatiivinen kassavirta	31,2	32,4	57,3	16,6	59,3	ROE-%	21,5 %	18,1 %	21,1 %	14,9 %	16,4 %
Investoinnit	-8,2	-43,3	-6,7	-15,1	-16,1	ROI-%	20,0 %	16,6 %	19,3 %	16,3 %	17,6 %
Vapaa kassavirta	22,9	4,1	50,8	1,5	43,2	Omavaraisuusaste	47,6 %	49,0 %	53,9 %	51,8 %	58,0 %
						Nettovelkaantumisaste	19,5 %	27,7 %	10,0 %	14,6 %	-0,5 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	5,7	6,8	7,2	9,9	8,5						
EV/EBIT (oik.)	7,1	9,1	11,2	13,8	11,5						
P/E (oik.)	8,3	9,8	13,0	17,9	14,8						
P/B	1,7	1,9	2,3	2,6	2,3						
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,1 %	2,6 %	2,4 %	2,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.12.2017	Lisää	4,70 €	4,26 €
19.2.2018	Lisää	4,85 €	4,30 €
16.4.2018	Lisää	5,25 €	4,88 €
27.4.2018	Lisää	5,40 €	4,98 €
13.8.2018	Lisää	5,40 €	4,81 €
29.10.2018	Lisää	4,80 €	4,34 €
21.12.2018	Osta	4,50 €	3,52 €
18.2.2019	Lisää	4,50 €	4,24 €
26.4.2019	Lisää	4,50 €	4,20 €
12.8.2019	Lisää	4,50 €	4,04 €
28.10.2019	Lisää	4,75 €	4,35 €
17.1.2020	Lisää	5,25 €	4,94 €
20.2.2020	Lisää	5,60 €	5,20 €
23.3.2020	Lisää	4,25 €	3,73 €
25.4.2020	Lisää	5,00 €	4,48 €
5.8.2020	Lisää	5,50 €	5,18 €
10.8.2020	Lisää	6,00 €	5,56 €
28.10.2020	Osta	6,00 €	5,14 €
15.12.2020	Lisää	6,30 €	5,96 €
19.3.2021	Lisää	7,30 €	6,90 €
9.4.2021	Lisää	8,00 €	7,56 €
26.4.2021	Lisää	8,60 €	8,08 €
14.6.2021	Lisää	8,60 €	8,06 €
8.8.2021	Lisää	8,75 €	8,30 €
14.10.2021	Lisää	8,75 €	7,94 €
27.10.2021	Lisää	8,75 €	7,78 €
13.12.2021	Vähennä	8,30 €	7,96 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**