

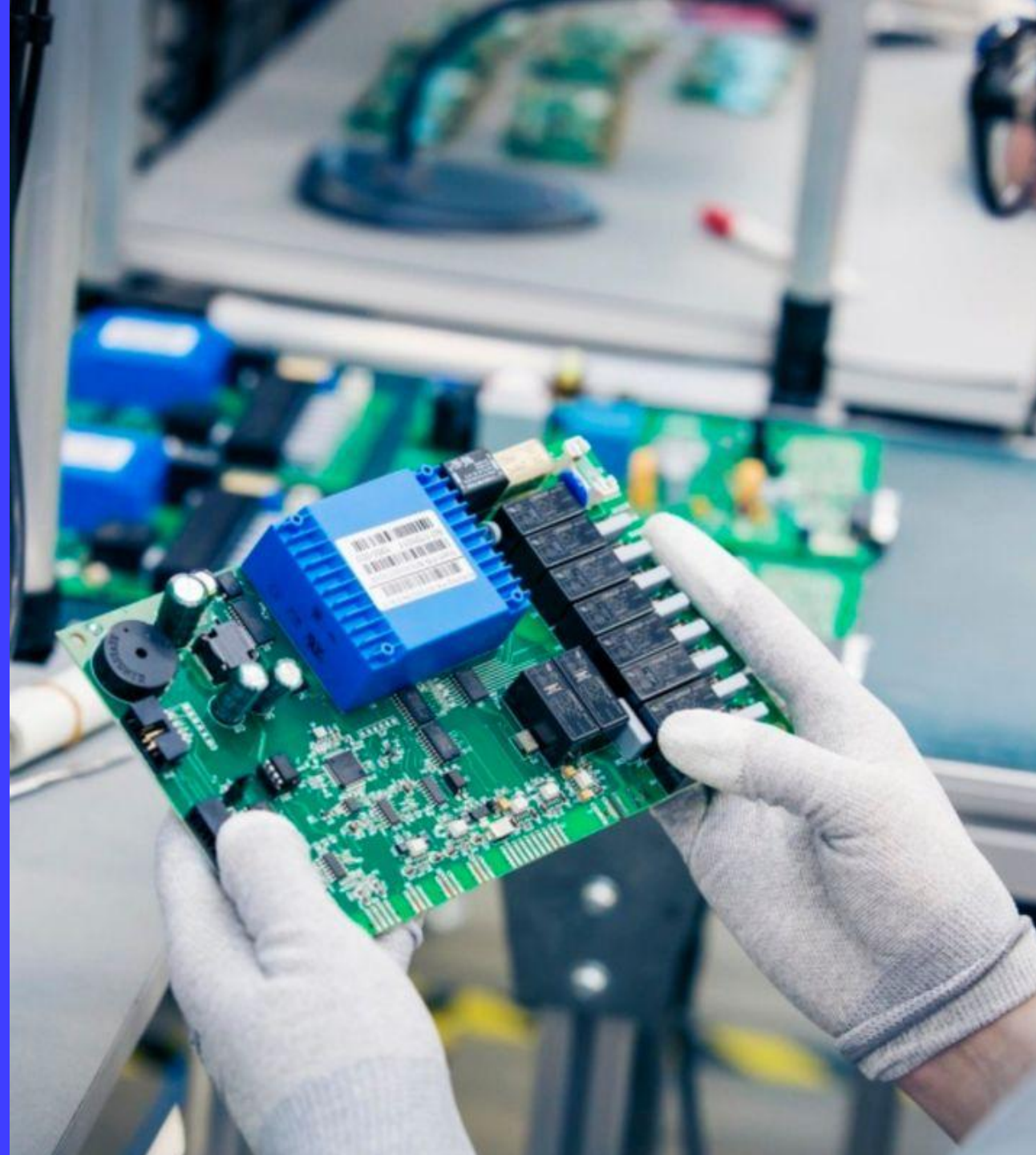
SCANFIL

17.6.2026 3.15 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Hyvää laatua täyteläisellä lyhyen päään hinnoittelulla

Nostamme Scanfilin tavoitehintamme 12,50 euroon (aik. 11,50 €) lievästi nousseiden pitkän ajan kasvuennusteiden vanavedessä ja toistamme vähennä-suosituksemme. Scanfil on edistynyt hyvin viime vuosina orgaaniseen kasvuun sekä yritysostoihin nojaavaa pelikirjansa toteuttamisessa, ja odotamme taktiikan siivittävän yhtiön kannattavaan kasvuun jatkossakin. Osakekurssin viimeisen vuoden väkivahvan kehityksen myötä ennusteissamme olevaa myönteistä tuloskehitystä on hinnoiteltu osakkeeseen. Tämä kaventaa mielestämme Scanfilin lyhyen ajan tuotto-odotusta.

Scanfil on globaali elektroniikan sopimusvalmistaja

Scanfil tarjoaa asiakkailleen mahdollisuuden ulkoistaa elektroniikkaa sisältävien tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydintoimintoihinsa, mikä luo asiakkaille joustoa kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Scanfil valmistaa etenkin teollisuuteen, energia- ja ympäristösektorille (vihreä siirtymä), terveydenhuoltosegmenttiin ja puolustussektorille päätyviä lopputuotteita. Näissä asiakassegmenteissä pienet tuotantoerät, lyhyet toimitusajat ja pitkät tuotesykliä mahdollistavat pienemmille yhtiöille kannattavan toiminnan, vaikka kilpailu toimialalla on kovaa. Yhtiöllä on yhteensä 16 tehdasta jaoteltuna Keski-Euroopan, Pohjois-Euroopan, APAC:n ja Amerikoiden maantieteellisiin alueisiin. Scanfilin vahvuuksia ovat mielestämme kattava tehdasverkko, globaali toimintamalli, kulutehokas kulttuuri ja pitkä kokemus toimialasta. Yhtiöllä on myös vahva taloudellinen historia, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta ajan yli. Scanfilin selkeimpänä riskinä näemme globaalin talouden ja investointivetoisen kysynnän.

Scanfil on kasvuyhtiö ja tuloskasvunäkymä on nyt hyvä

Scanfilin relevantin markkinan volyymit kasvavat arviomme mukaan BKT-kasvua nopeammin pitkällä aikavälillä. Kasvua vivuttaa teollisuuden tuotannon ulkoistamisasteen nousu, sähköistyminen, puolustusinvestoinnit ja tiettyjen toimitusketjujen siirtymä lähemmäs länsimaiden

lopputuotemarkkinoita. Yhtiön markkina on hajanainen, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä epäorgaaninen kasvualusta. Yhtiö on tehnyt viimeisen vajaan 2 vuoden aikana 3 yrityskauppaa, jotka ovat laajentaneet Scanfilin asiakaskuntaa ja maantieteellistä peittoa sekä luoneet jalansijan vahvan keskipitkän ajan näkymän puolustussektorille. Lisäksi yhtiö on saanut viime vuosien pääosin vaisusta markkinatilanteesta huolimatta tehostettua myyntiään etenkin suurasiakkaissa, mikä on näkynyt toistaiseksi etenkin hyvinä uusien projektien myyntilukemina.

Odotamme yhtiön liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen ottavan tänä vuonna tasonousun MB- ja ADCO-yritysostojen ja lievän orgaanisen kasvun ansiosta. Arvioimme liikevaihdon kasvavan lähivuosina uusien projektien ja myönteisesti kehittyvän pohjakäynnän ansiosta 5-8 %:n vuosivauhtia. Kannattavuuden (oik. / vert. kelp. EBITA-%) odotamme paranevan hitaasti kasvun myötä ja nousevan 7-8 %:ssa olevan tavoitetason ylärajaa kohti kasvun skaalautuessa lievästi. Yhtiön tulos kasvaakin ennusteissamme selvästi. Vuoteen 2028 mennessä.

Arvostus on kohonnut lyhyessä päässä

Scanfilin vuosien 2026 ja 2027 ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut ovat 17x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat 13x ja 12x. Pääpainon saavat kuluvan vuoden kertoimet ovat 20-30 % yhtiön omien 5 vuoden mediaanien yläpuolella. Vastaavasti tuloskasvusta, kertoimien laskuvarasta (Q1'26 LTM P/E 19x) ja reilun 2 %:n osinkotuotosta muodostuva vuoden tuotto-odotus jää vaatimattomaksi. DCF-arvoomme peilattuna osakkeen hinnoittelu on myös kireähkö. Suhteellisesti Scanfil on noin 20-30 % aliarvostettu globaaleihin sopimusvalmistajiin nähden ja melko neutraalisti arvostettu suhteessa pohjoismaisiin verrokkeihin. Globaali verrokkiryhmä on kuitenkin historiallisen kallis. Siten näemme osakkeen arvostuksen lyhyen tähtäimen arvostuskuvan jo melko haastavana, vaikka yhtiöllä onkin pitkällä tähtäimellä hyvät saumat etenkin kasvun ajamaan arvonluontiin.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

12,50 EUR

(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:

13,16 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	797	993	1060	1111
kasvu-%	2 %	25 %	7 %	5 %
EBIT oik.	56,4	72,6	80,9	86,3
EBIT-% oik.	7,1 %	7,3 %	7,6 %	7,8 %
Nettotulos	40,9	47,8	55,5	60,3
EPS (oik.)	0,65	0,78	0,89	0,96

P/E (oik.)	15,4	16,9	14,8	13,6
P/B	2,1	2,5	2,2	2,0
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	11,8	13,2	11,7	10,6
EV/EBITDA	8,5	9,9	9,2	8,3
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	0,9	0,8

Lähde: Inderes

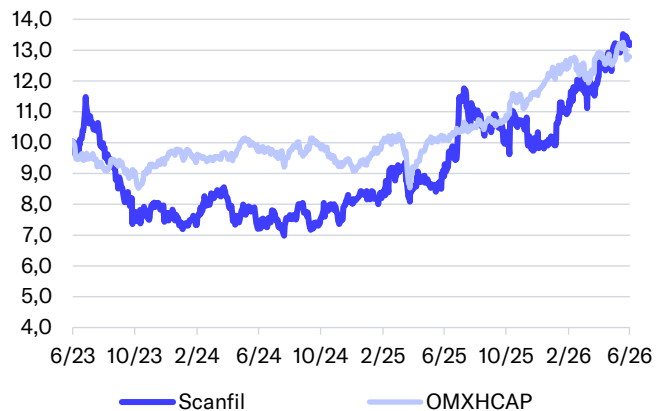
Ohjeistus

(Ennallaan)

Scanfil arvioi vuoden 2026 liikevaihdon olevan 940–1 060 MEUR ja vertailukelpoisen EBITA:n olevan 64–78 MEUR.

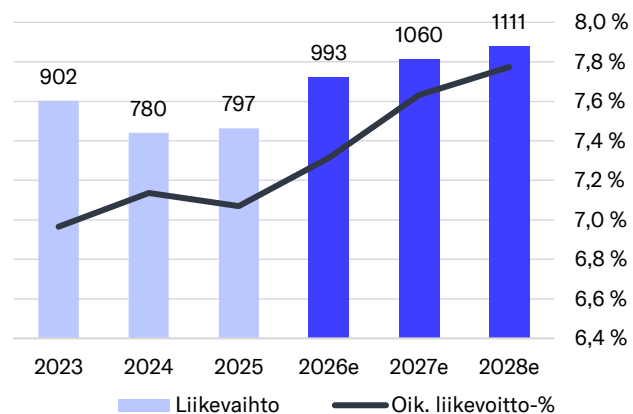
HUOM: Scanfilin käyttämä määritelmä vertailukelpoinen EBITA on sama kuin tämän raportin oikaistu EBITA

Osakekurssi



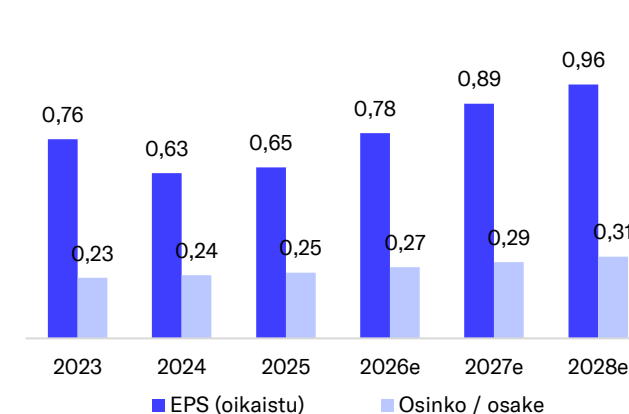
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu markkinoiden ja avainasiakkaiden mukana
- Vihreästä trendistä ja puolustussektorin kasvusta hyötyminen
- Kasvun vauhdittaminen yritysjärjestelyillä
- Vahva taloudellinen track-record

Riskitekijät

- Kysyntä tulee osin jossain määrin syklisiltä sektoreilta
- Kilpailun kiristyminen ja kilpailukentän muutokset
- Rajallinen hinnoitteluvoima
- Inflaatio
- Yritystojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,2	13,2	13,2
Osakemäärä, milj. kpl	65,7	65,7	65,7
Markkina-arvo	865	865	865
Yritysarvo (EV)	957	947	912
P/E (oik.)	16,9	14,8	13,6
P/E	18,1	15,6	14,4
P/B	2,5	2,2	2,0
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	9,9	9,2	8,3
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,7	10,6
Osinko/tulos (%)	37,1 %	34,4 %	33,8 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,2 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-13
Toimiala ja kilpailukenttä	14-19
Strategia	20-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-32
Arvonmääritys ja suositus	33-40
Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi	41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Scanfil lyhyesti

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

1976

Sopimusvalmistustoiminta alkaa

2002

Listautuminen Helsingin pörssiin

5 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) 2016–2024

797 MEUR (+2 % vs. 2024)

Liikevaihto vuonna 2025

56 MEUR (7,1 % liikevaihdosta)

Oikaistu EBITA vuonna 2025

4 199 (+5 % vs. 2024)

Henkilöstö (FTE) vuoden 2025 lopussa

SCANFIL

2010–2014

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

2015–2025

- Liikevaihtopohjaisesti halpa PartnerTech-kauppa vuonna 2015 nosti yhtiön uuteen kokoluokkaan
- Vuosina 2015–2016 ostetuissa yksiköissä toteutetut voimakkaat saneeraustoimet laskevat kiinteitä kuluja
- Tehokkaaksi viritetty tuotantokoneisto näyttää iskukykynsä hyvässä markkinassa 2018–2019
- Strategisesti tärkeä HASEC-yritysosto 2019
- Koronakriisiin yhtiö sopeutui onnistuneesti 2020
- Hyvä kysyntä vuosina 2021–2023 ja kannattavuutta 2021–2022 rajoittaneiden materiaalihaasteiden väistyminen 2023
- Markkinatilanteen normalisoituminen vuosina 2024–2025
- SRX, ADCO ja MB-yritysostot Q4'24-Q1'26

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Kokonaistoitukset taitava sopimusvalmistaja

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

Eurooppa on portfolion merkittävin alue

Vuonna 2025 Scanfilin liikevaihto oli 797 MEUR ja oikaistu EBITA (ts. liikevoitto ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja kertaeriä) 56 MEUR. **Oikaistu EBITA vastaa yhtiön raportoimaa vertailukelpoista EBITA:aa.** Scanfilin liiketoiminta on etenkin Euroopan talousalueen ohjaamaa, sillä vuonna 2025 lähes 70 % liikevaihdosta tuli tältä alueelta. Muista maantieteellisistä alueista yhtiölle tärkeimpiä ovat APAC noin 25 %:n sekä Pohjois-Amerikka noin 8 %:n liikevaihto-osuudella. Tämä jakauma perustuu yhtiön tuotantolaitosten sijaintiin, mutta käytännössä asiakkaiden sijainnin mukainen jakauma ei poikkea tästä merkittävästi.

Vuonna 2025 Scanfilin suurin yksittäinen asiakas toi liikevaihdosta noin 13 %, kun taas kymmenen suurinta asiakasta vastasivat yhteensä noin 59 % koko vuoden tulovirroista. Vaikka Scanfilin asiakasportfoliossa on vielä tiettyjä keskittyneisyyttä keskittynyt, ei asiakasriski mielestämme kuitenkaan ole erityisen korkea toimialan kontekstissa. Näkemystämme tästä tukevat keskeisimpien

asiakkaiden kypsät kehitysvaiheet ja liiketoimintojen laadut, näiden asiakassuhteiden monivuotiset kestot, Scanfilin oma kilpailukyky ja arviomme mukaan vankat asiakaskohtaiset markkinaosuudet sekä suurimman asiakkaan kokonaisuudessaan kohtuullisella tasolla oleva liikevaihto-osuus. Viimeisen vuosikymmenen aikana toteutetut yrityskaupat ovat myös olleet hajauttamassa asiakasriskejä, mikä on taas osaltaan laskenut yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Etenkin vuoden vaihteen molemmin puolin toteutuneet ADCO- JA MB-yrityskaupat ovat jo laimentaneet asiakasriskiä hieman vuoden 2025 lukuihin verrattuna. Q1'26:lla suurimman asiakkaan liikevaihto-osuus oli 11 % ja 10 suurimman 54 %.

Liiketoiminnan rakenne

Scanfil raportoi taloudellisen tuloksensa neljässä maantieteellisessä segmentissä, jotka ovat APAC, Pohjois-Eurooppa, Keski-Eurooppa ja Amerikat.

Keski-Eurooppa oli vuonna 2025 Scanfilin suurin liiketoiminta-alue. Se toi viime vuonna yhtiön liikevaihdosta 34 % ja oikaistusta liikevoitosta 34 %. Alue oli siis 7,6 %:n oikaistulla EBITA-marginaalilla hieman konsernin keskiarvoa kannattavampi. Keski-Euroopan alueeseen kuuluvat suuri tehdas Puolan Sieradzissa sekä pienemmät tehtaot Puolan Myslowicessa, Saksan Wuthassa sekä tammikuusta 2026 alkaen 4 MB Electronica-yritysostossa yhtiöön liittynyttä tehdasta Italiassa.

Pohjois-Eurooppa oli toiseksi suurin liiketoiminta-alue, joka toi konsernin liikevaihdosta viime vuonna 32 % ja oikaistusta liikevoitosta 27 %. Alueen kannattavuus oli konsernitason alempi oikaistun EBITA-marginaalin oltua viime vuonna 6,5 %. Arviomme mukaan keskimäärin pienempiä asiakkaita palveleva Pohjois-Eurooppa on kärsinyt etenkin Suomen ja Ruotsin talouden nihkeästä suhdanteesta. Pohjois-Euroopan

SCANFIL

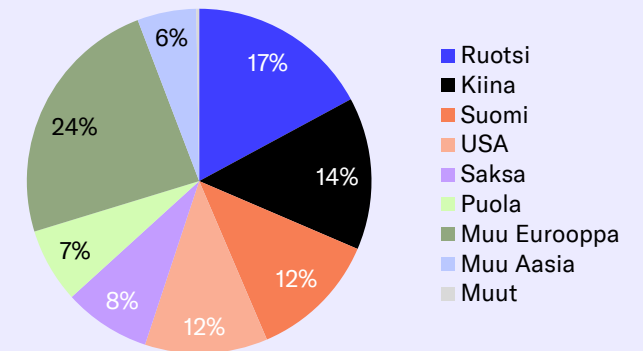
50 vuoden operatiivinen historia ja korkea teknologiaosaaminen

Tehokas ja globaalilla skaalalla toimiva tuotantolaitosverkosto

Onnistunut asemoituminen teollisuuselektroniikan asiakassegmentteihin

Pitkät asiakassuhteet omilla alueillaan vahvojen laitevalmistajien kanssa

Liikevaihdon jakauma asiakkaan sijainnin mukaan (2025)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

alueeseen kuuluvat tehtaat Ruotsin Malmössä ja Ätvidabergissä, Suomen Sievissä ja Viron Pärnussa.

APAC toi Scanfilin liikevaihdosta viime vuonna 27 % ja oikaistusta liikevoitosta 28 %. Näin ollen yhtiö ylsi 8,0 %:n oikaistuun EBITA-marginaaliin. APAC:ssa on paikallisia markkinoita palveleva suuri ja tehokas tehdas Kiinan Suzhoussa. Kiinan liiketoiminta on käsityksemme mukaan sujunut Scanfililla ainakin Kiinan makrotalouden kehitykseen peilattuna hyvin viime aikoina. SRX-yritysoston myötä APAC sai tehtaat Kiinan lisäksi myös Malesiaan ja Australiaan, mutta arviomme mukaan Suzhoun tehdas tuo kuitenkin yhä selvästi suurimman osan alueen liikevaihdosta.

Amerikat on Scanfilin pienin maantieteellinen alue. Se vastasi 6 %:n konsernin liikevaihdosta ja 11 %:sta oikaistusta EBITA:sta. Amerikoiden kannattavuus oli tulostieteilissä volatiilina viime vuonna 6,4 % (oik. EBITA-%). Amerikat-alueen tehtaat ovat Atlantassa ja Detroitin alueella Yhdysvalloissa. Jälkimmäinen yksikkö tuli Scanfiliiin ADCO Circuits –yritysoston mukana.

Lisäksi yhtiö on raportoinut liikevaihtonsa vuonna 2025 4 asiakassegmentin kautta. Nämä segmentit ovat:

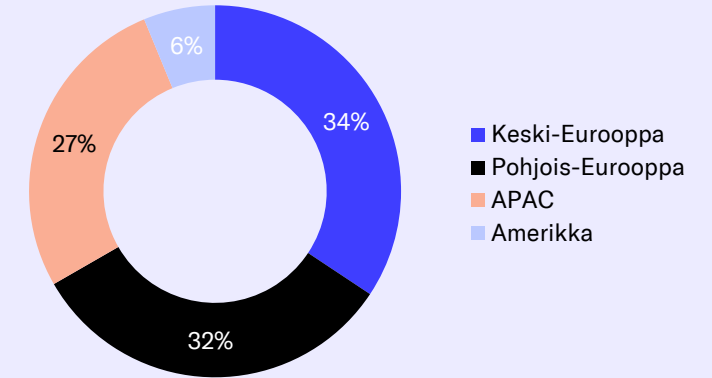
Industrial toi Scanfilin liikevaihdosta noin 41 % vuonna 2025. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi hissien ohjauksyksiköt, automaatio- ja kulunvalvontajärjestelmät, jakeluautomaatit, radiojärjestelmät pullonpalautusautomaatit ja pelikoneet. Segmentin suurimpia asiakkaita ovat arviomme mukaan KONEen, Valmetin ja Toyota Material Handlingin kaltaiset vakiintuneet teollisuusyhtiöt. Segmenttiä ajaa investointivetoinen kysyntä, joten segmentti on lähtökohtaisesti jossain määrin syklinen. Segmentin sisällä on kuitenkin eri investointisykleissä eteneviä asiakkaita.

Energy & Cleantech muodosti Scanfilin liikevaihdosta vuonna 2025 noin 34 %. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi invertterit, taajuusmuuttajat, ohjainyksiköt, energijärjestelmät ja automaattiset keräys- ja lajitteluratkaisut. Segmentin asiakkaita ovat puolestaan ABB:n ja Tomran kaltaiset korkean teknologia-asteen sovelluksiin keskittyneet toimijat. Energy & Cleantechin kasvukuva on hyvä vihreän siirtymän ansiosta, vaikka viime vuosi menikin koronan jälkeisen ylikuumentumisen ja taloushaasteiden aiheuttamien ongelmien sulatteluun. EU:n hiilidioksidipäästöjen alennustavoitteiden ja Ukrainan sodasta johtuva vihreä energiasiirtymä voivat parantaa segmentin kasvunäkymiä edelleen. Kysynnän perusluonne on investointivetoista ja etenkin rahoitusmarkkinoiden tilanteella voi olla vaikutusta segmentin kysyntään ja kasvun kulmakertoimeen.

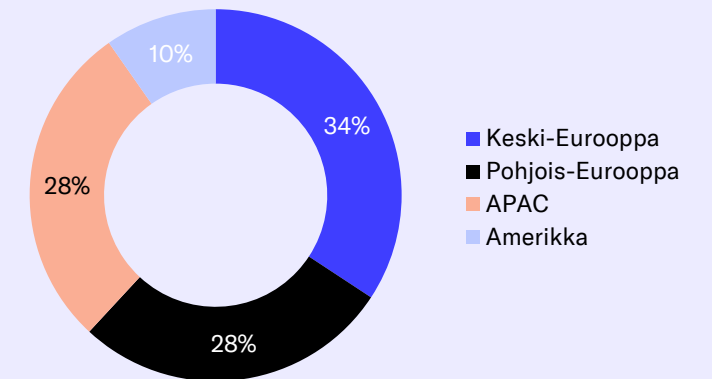
Medtech & Life Sciencen osuus Scanfilin viime vuoden liikevaihdosta oli noin 20 %. Segmentin tyypillisiä sovelluksia ovat muun muassa erilaiset mittaus- ja analysointiratkaisut, hammaslääkäriluolit ja säähavaintolaitteet. Tätä tuotekoria peilaten tyypillisiä asiakkaita ovat puolestaan Planmegan, ThermoFisher Scientificin ja Vaisalan kaltaiset vahvan markkina-aseman ja kilpailukyvyn omaavat yhtiöt. Segmentin tuotesykli on arviomme mukaan pitkä ja kysyntä luonteeltaan vakaata, mikä tekee tästä liiketoiminnasta lähtökohtaisesti kahta muuta segmenttiä defensiivisemmän. Myös kasvukuva on yleisesti ottaen hyvä ja arviomme mukaan segmentin sisältä on löydettävissä hyvin houkuttelevan kannattavuuspotentiaalin markkinataskuja.

Pienin segmenteistä on **Aerospace&Defense**. Viime vuonna sen liikevaihto-osuus oli noin 5 %, mutta arviomme mukaan osuus nousee tänä vuonna hieman 10 %:n yläpuolelle

Liikevaihdon jakauma alueittain (2025)



Oikaistun liikevoiton jakauma alueittain (2025)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

yrittäjien ja väkeväen organisaation kasvun ansiosta. Scanfilin paino tässä erittäin vahvojen keskipitkän aikavälin näkymien segmentissä nousi selvästi ADCO- ja MB –yrittäjien ansiosta, sillä näillä yhtiöllä vuoden 2025 liikevaihdosta yli kolmannes tuli puolustus- ja avaruussektoreilta.

Mielestämme Scanfilin liiketoiminnan rakenne on kokonaisuudessaan tasapainoinen varsinkin kun yhtiö pääsi yrittäjien ansiosta murtautumaan kohtuullisella painolla myös puolustussektorille. Yhtiö ei myöskään ole liian riippuvainen yksittäisen asiakassegmentin kehityssuunnasta tai sen voimakkuudesta. Lisäksi alla olevien segmenttien kasvukuvat ovat yleisesti ottaen terveet. Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä Aerospace&Defensen näkymä on selvästi vahvin, kun Eurooppa on investoimassa puolustukseensa merkittävästi. Pidemmällä tähtäimellä uskomme Energy & Cleantechin ja Medtech & Life Sciencen olevan kuitenkin rakenteellisesti parhaimmissa asemissa. Industrialissa kasvunäkymä on luultavasti hitain ja eniten riippuvainen makrotalouden kehityksestä.

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

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut

Sopimusvalmistajana Scanfililla ei käytännössä ole lainkaan asiakkaasta riippumatonta ja laitevalmistajille tyypillisiä omia tuotekehitys- ja suunnittelufunktioita. Näin ollen Scanfilin

konsernitason liiketoimintamallin keskiössä on elektroniikan integroiminen tuotekokonaisuuksiksi, vaikka toimintamalli koostuu useista prosesseista, joilla yhtiö täyttää osia asiakkaidensa arvoketjuista. Scanfilin toimintamalli on vertikaalisesti integroitunut, minkä myötä yhtiö kykenee pelkän valmistuksen lisäksi tarjoamaan asiakkailleen myös laajoja tuotanto- ja palvelukokonaisuuksia (ml. toimitusketjun hallinta koko tuotteen elinkaaren ajaksi). Palveluiden osuus Scanfilin liikevaihdosta vuonna 2025 oli 41 MEUR tai 5 %.

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten suhteellisen etumatkan hankkiminen kovan teknologiaosaamisen tai pääomainvestointien turvin on toimialalla varsin vaikeaa. Sen sijaan Scanfilin kokonaistoimitusmallissa on yhä verrattain paljon henkilöintensiivisiä prosesseja. Näitä prosesseja hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia osia, vaikka toimialalla automaatioasteita pyritäänkin trendiomaisesti kasvattamaan. Korkeahko henkilöintensiivisyys ja teknologinen kehitys, kuten automaation ja tekoälyn hyödyntäminen, on lisännyt ja lisää edelleen vaatimustasoa työntekijöiden osaamisen suhteen. Toimintamalli itsessään ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan luo Scanfilille varsinaisia kilpailuetuja, vaan yhtiön vahvuudet tulevat erityisesti toiminnan mittakaavan, globaalin ja tehokkaasti suorittavan tuotantolaitosverkoston sekä kustannustehokkaan ja -tietoisin yritys-kulttuurin kautta.

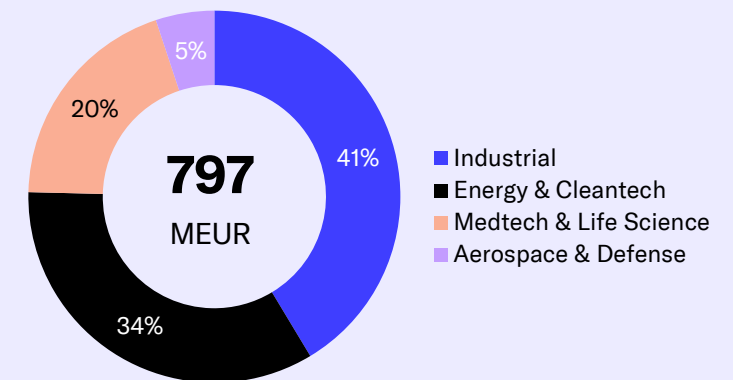
Pitkät asiakassuhteet ovat tärkeitä

Sopimusvalmistajien ansaintalogiikasta johtuen pitkäkestoiset asiakassuhteet ovat erittäin tärkeitä. Arviomme mukaan Scanfilin kokonaistoimituksiin taipuvan toimintamallin vahvuudet nousevat esiin juuri pitkissä asiakassuhteissa laitevalmistajien tyypillisesti asteittain kasvavia volyyymääriä ja niiden myötä syntyviä lisäpalvelutarpeita mukailten. Pitkät

Asiakkaat*



Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2025)



Lähde: Scanfil, Inderes

* Asiakkaita yhteensä yli 100 useilta eri teollisuudenaloilta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

asiakassuhteet ovat toki myös seurausta asiakkaille lisäarvoa luoneista laadukkaista palveluista.

Tässä Scanfil on myös historiallisesti tarkasteltuna onnistunut erittäin hyvin, eikä avainasiakkaita ole menetetty käytännössä koskaan. Myös vuonna komponenttipulasta johtuneiden väliaikaisten toimitushaasteiden ja poikkeuksellisen kovan inflaation takia vuonna 2022 sakannut asiakastytyväisyys toipui selvästi vuosina 2023–2025. Pitkät asiakkuudet kuvastavat mielestämme hyvin sekä Scanfilin keskeisimpien vahvuuksien pitävyyttä että onnistunutta asemoitumista hyvien mahdollisuuksien teollisuuselektronikkaan ja sen sisällä hyvät kilpailukyvyt omaaviin asiakkuuksiin. Erityisesti viimeinen komponentti ja siten asiakkaiden menestyminen omissa liiketoiminnoissaan on alan dynamiikasta johtuen kriittistä Scanfilin kasvulle ja omistaja-arvon luomiselle. Toisaalta Scanfilin avainasiakasportfoliossa vakaat ja suuret yhtiöt ovat isolla painolla ja niiden siivellä räjähtävän nopea kasvu on myös epätodennäköistä, vaikka asiakaskohtaisen markkinaosuuden kasvattaminen voikin mahdollistaa jossain määrin asiakkaan kasvua ripeämmän kasvun (ja päinvastoin).

Vuonna 2025 yhtiön kasvu tuli myös suuriasiakkaista, sillä 10 suurimman asiakkaan liikevaihto kasvoi noin 10 % ja muiden asiakkaiden yhteenlaskettu liikevaihto laski 7 %. Arviomme mukaan tämä johtui etenkin suurasiakkaiden keskimäärin paremmin kehittyneistä liiketoiminnoista melko haastavilla markkinoilla, mutta kasvun mittakaava huomioiden Scanfil on todennäköisesti voittanut myös markkinaosuuksia isoimmissa asiakkaissa muilta sopimusvalmistajilta. Q1'26:n kehitys vahvisti tätä näkemystä, sillä 10 suurimman asiakkaan liikevaihto kasvoi niin ikään 10 %. Myös muiden asiakkaiden liikevaihto kasvoi peräti 30 %, mutta tästä valtaosa oli luultavasti epäorgaanista kasvua ADCO- ja MB-yrityksistä.

Tilaukanta on rakenteellisesti lyhyt

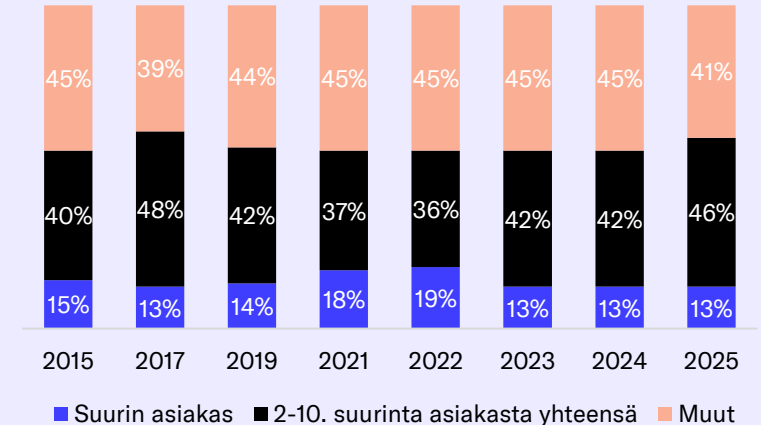
Sopimusvalmistajien kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaita, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukysyntöjensä vaihteluille. Avainasiakkaidensa kanssa Scanfililla on pitkän aikavälin puitteet määrittävät puitesopimukset, jotka tarkentuvat ei-sitoviksi vuosi-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

Tilaukannan rakenteesta huolimatta komponentit hankitaan selvästi ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Tämä asettaa paineita yhtiön käyttöpääoman hallintaan, sillä komponenttien saatavuustilanteesta riippuen niiden hinnat voivat vaihdella selvästi. Asiakkaiden runkosopimukset mahdollistavat kuitenkin sen, että Scanfil ei itse kannata täyttää riskiä etupainotteisista materiaaliostoista vaan ennustetun tilauksen peruuntuessa vastuu varastoon hankituista komponenteista jää asiakkaalle. Lyhyt tilaukanta voi vaikeuttaa myös yhtiön tilaus-/toimitusketjun hallittavuutta ja aiheuttaa yllätyksiä tarve-ennusteiden pettäessä, sillä lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto ei ole täysimääräinen. Toimialan ansaintalogiikka huomioiden emme usko tilanteen muuttuvan minkä takia yhtiön on tärkeä säilyttää operatiivista joustovaraa ja työkaluja tähän (mm. vuokratyövoiman käyttö) jatkossakin.

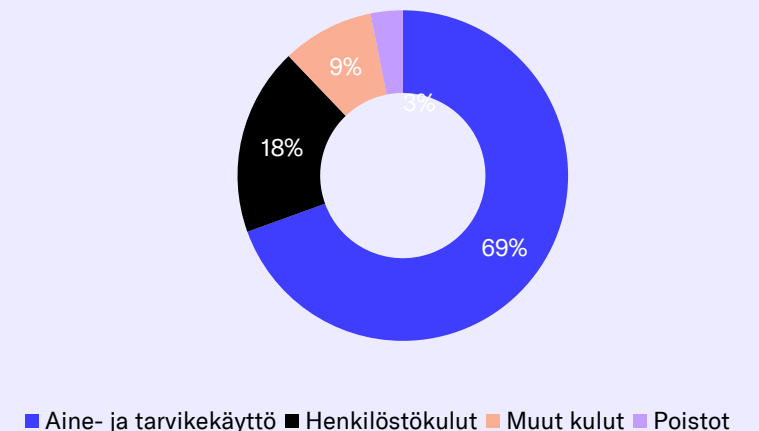
Kulurakenne on melko joustava

Arviomme mukaan Scanfilin kokonaiskuluista noin 85–90 % on muuttuvia ja 10–15 % kiinteitä, minkä myötä yhtiön

Asiakasrakenne



Kustannusrakenne (2025)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

kulurakenne on joustava. Ohuita kiinteitä kustannuksia selittää etenkin se, että yhtiöllä ei ole omaa tuotekehitystarvetta (ts. IPR:t ovat asiakkaan) ja sen sitomia kiinteitä resursseja. Myös tehtaisiin liittyvät kiinteät kulut ovat kohtuullisia valmistuksen kevyehkö luonne huomioiden.

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

Toiminta on pääomakevyttä

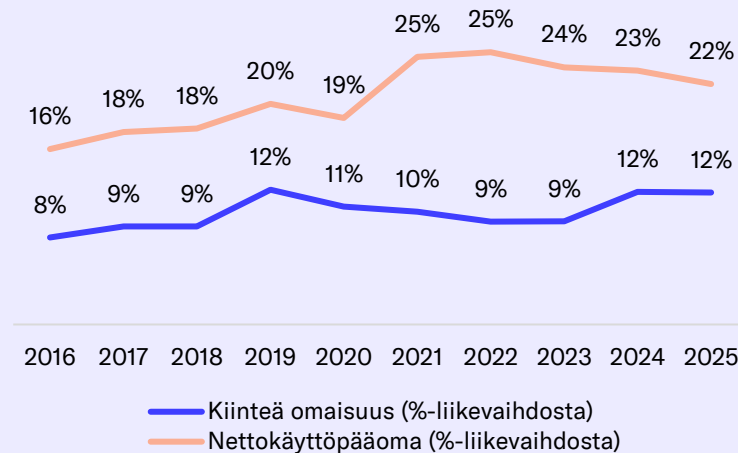
Yhtiön liiketoiminta ei sido suuria määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Vuonna 2025 kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 12 % (ml. IFRS 16), mikä on maltillinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan vajaat 16 % ja sen indikoima viesti on samansuuntainen. Tätä selittää etenkin toiminnan luonne, joka on henkilöintensiivisempää ja laitekannaltaan kevyttä esimerkiksi prosessiteollisuuteen verrattuna. Toimialalla laiteinvestoinnit voidaan myös toteuttaa varsin lineaarisessa suhteessa kysynnän kasvun kanssa, mikäli tehtaiden seinä- ja lattiatila sen sallii. Tämä tuo

toimijoiden investointeihin tiettyä liikkumatilaa suhteessa kulloiseenkin kysyntään (vrt. prosessiteollisuus) ja sopimusvalmistajat ovatkin tyypillisesti välttäneet katetasoille tuhoisat pitkäaikaiset ylikapasiteettitilanteet. Scanfil on tyypillisesti investoinut yritysostot pois lukien tasaisesti 2–3 % liikevaihdostaan, mikä luultavasti riittää yhtiölle myös jatkossa.

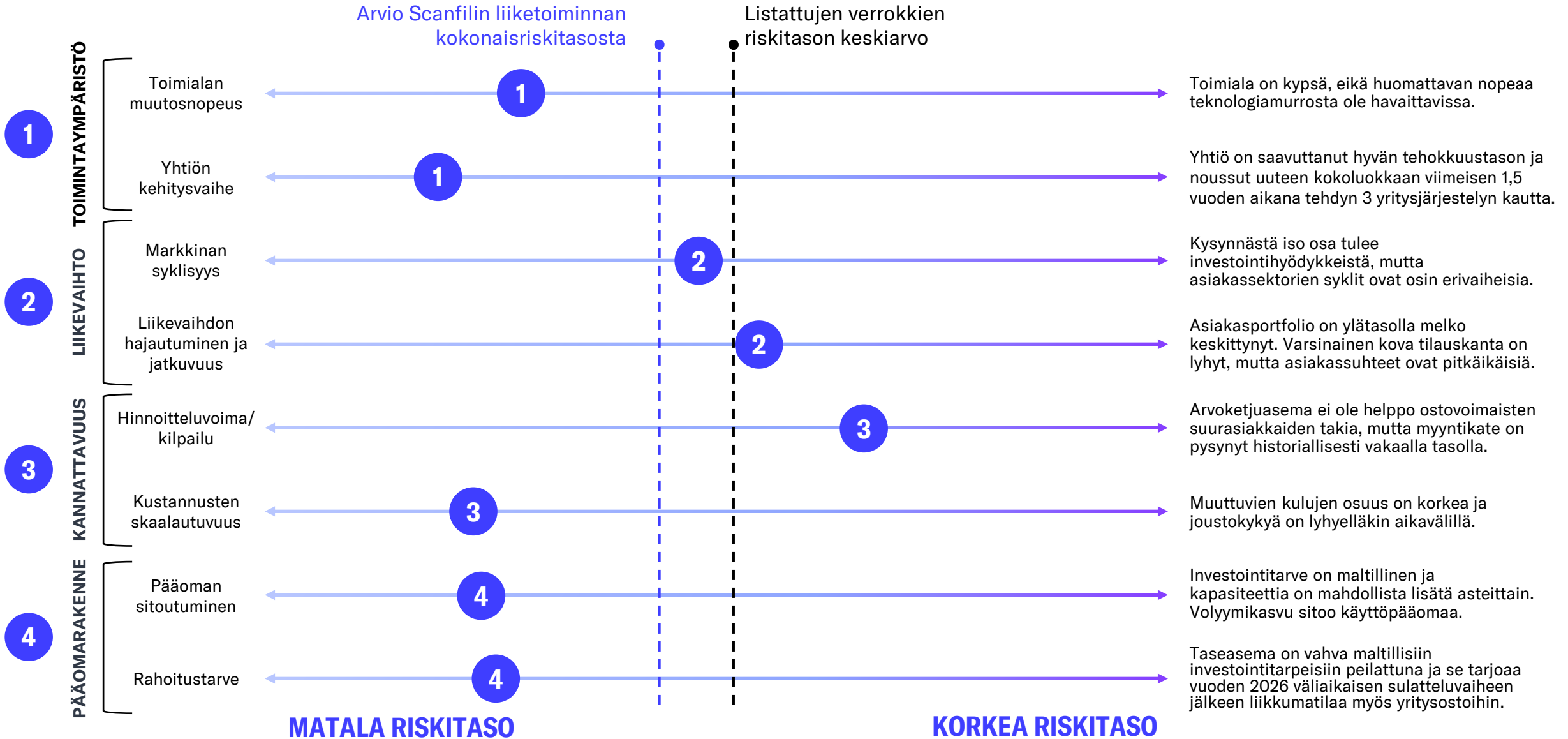
Nettokäyttöpääomaa Scanfilin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 20 % liikevaihdosta, mutta vuodesta 2021 alkaen taso kohosi komponenttien saatavuushaasteen takia. Käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon on laskenut vuoden 2022 huipuista, mutta se ei ole vielä saavuttanut suhteellisesti pandemiaa edeltänyttä lähtötasoaan. Vuoden 2025 lopussa myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat tasapainossa (ts. myyntisaamiset yhtä suuret kuin ostovelat) ja myös pidemmällä sihdillä nämä erät ovat pitkälti netottaneet toisensa. Siten yhtiön sitoma nettokäyttöpääoma muodostuu pääosin varastosta, johon myös viime vuosien haasteet ovat keskittyneet. Arviomme myös yhtiön saavan normalisoitua suhteellisen käyttöpääomatehokkuutensa lähivuosina, kun kysyntä ja toimitusketjujen kaikki osat stabiloituvat aikanaan ja yritysostot on integroitu. Kauttaaltaan sopimusvalmistus on normaaleissakin olosuhteissa käyttöpääomaintensiivistä ja sen sitoutuminen rasittaa Scanfilin vapaata kassavirtaa erityisesti volyymik kasvun aikana. Käytännössä 1 MEUR:n lisäliikevaihto vaatii 0,2 MEUR:n rahoituksen käyttöpääomatarpeen kattamiseen yhtiön tavanomaisella 20 %:n käyttöpääoma-%:lla.w

Kokonaisuutena tarkastellen pääoman maltillinen sitoutuminen on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo hyvät lähtökohdat korkeiden pääoman tuottolukujen saavuttamiselle ja siten omistaja-arvon luomiselle. Maltillinen pääoman sitoutuminen parantaa lisäksi yhtiön osingonjako-potentiaalia ja kykyä yritysjärjestelyille.

Pääoman sitoutuminen



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Scanfil on kasvuyhtiö

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

Vahvuudet ja arvoajurit

Mielestämme Scanfilin keskeisimmät arvoajurit ja vahvuudet ovat:

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

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

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

Yritysjärjestelyt: Sopimusvalmistusmarkkina on rakenteeltaan hyvin hajanainen ja uskomme konsolidaation jatkuvan myös tulevaisuudessa kroonisesti kireän kilpailun pakottaessa toimijoita tehostamaan operaatioitaan ja hakemaan hankinnan mittakaavaetuja. Tämän tulisi tarjota Scanfilin kaltaisille yhtiöille hyviä yritysostovetoisia mahdollisuuksia niin kokoluokan kasvattamiseen kuin riskiprofiilin laskemiseen. Scanfilin aiemmat näytöt omistaja-arvoa luoneista yritysjärjestelyistä ovat pääosin hyviä ja yritysjärjestelyoption odotusarvo on mielestämme sijoittajille positiivinen. Tuoreimpien järjestelyjen osalta lopputuloksia on kuitenkin vielä vaikea arvioida lupaavista lähtökohdista huolimatta.

Kannattavuuden pieni nosto: Scanfil tavoittelee 7–8 %:n oikaistua EBITA-marginaalia. Yhtiö on myös yltänyt haarukan alalaidalla viime vuosina ja usein myös historiassaan. Kannattavuustason nosto haarukan ylälaitaan kestävästi marginaali olisi toimialan ansaintalogiikkaan suhteutettuna hyvä taso, vaikka jotkut verrokkit ovatkin yltäneet korkeammillekin tasoille. Tavoitetason ylälaidan saavuttaminen vaatisi yhtiöltä arviomme mukaan etenkin kasvua nykyisillä tehtaillaan. Kuluvan vuoden tasosta melko pieneksi jäävä kannattavuuden petrausvara korostaa näkemystämme siitä, että suurin osa Scanfilin pitkän ajan arvionluonnista on tultava orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun kautta.

SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Globaali, tehokas ja joustokykyinen tehdasverkostoLaadukkaat asiakkaat ja hyvä asema näiden sisälläPitkä operatiivinen historia ja hyvä maineEi riippuvuutta yksittäisestä toimialasta	<ul style="list-style-type: none">Tilauskanta ja näkyvyys rakenteellisesti lyhyitä normaalioloissaAsiakasportfoliossa on ylätasolla tiettyjä keskittyviäHinnoitteluvoima on rajallinen molempiin suuntiin arvoketjuaNykykoossa asiakas-hankinnan orgaaniset onnistumiset näkyvät hitaasti
<ul style="list-style-type: none">Asiakassegmenttien pitkän aikavälin kasvuajurit terveitäAsiakassektorien ulkoistamisaste on yhä maltillinenToimialan rakenne tarjoaa hyviä tilanteita yritysjärjestelyilleYhtiö on saanut pään auki myös puolustussektorilla	<ul style="list-style-type: none">Avainasiakkaan ja asiakas-kohtaisen markkinaosuuden menettäminen / asiakkaan omat haasteet /Kulutehokkaasta toimintatavasta lipsuminenYritysjärjestelyissä epäonnistuminenKilpailukentän rakennemuutokset

Mahdollisuudet

Uhat

Sijoitusprofiili 2/2

Heikkoudet ja riskit

Näkemyksemme mukaan Scanfilin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

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

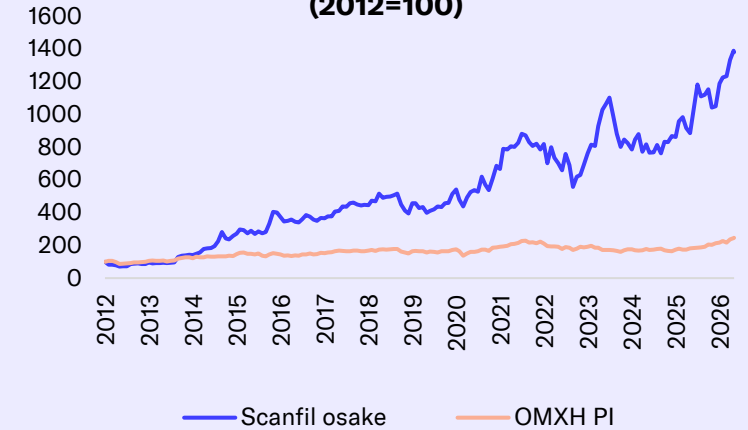
Keskeisen asiakkaan menettäminen: Scanfilin asiakasportfolio on yhä keskittynyt, sillä vuonna 2025 suurin asiakas toi 13 % liikevaihdosta ja kymmenen suurinta yhteensä 59 %. Aktiivisia asiakkaita oli viime vuonna noin 160. Suurimpien asiakkaiden liikevaihto sisältää todennäköisesti toimituksia useilta tehtailta ja useista tuotteista (ts. päätöksen tekijät eri tahot asiakkailla), joten varsinkaan koko asiakkaan menettäminen ei ole erityisen todennäköistä. Asiakkaan varsinaisen menettämisen lisäksi Scanfil kantaa riskiä myös siitä, että asiakkaiden omien liiketoimintojen tilat heikkenevät. Arviomme mukaan Scanfilin keskeisimmät asiakkaat ovat kuitenkin omilla alueillaan vahvoja ja vakiintuneita toimijoita, minkä lisäksi myös yhtiön oma asema näiden asiakkuuksien sisällä on käsityksemme mukaan hyvä. Nämä tekijät rajaavat yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä, mutta ylätasoin tietyn keskittyneisyyden takia näemme silti osakkeeseen liittyvän ainakin sijoittajien silmissä jossain määrin asiakasriskejä.

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

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

Toisaalta kilpailukentän muutokset voivat olla myös globaalissa mittakaavassa jättiläisten ajamia, mikäli nämä pyrkivät murtautumaan Scanfilille relevanteille teollisuuslohkoille. Kilpailukentän kiristymistä voivat ajaa myös Scanfilia pienemmät yhtiöt. Kilpailukentän rakenteelliset muutokset näkyvät selvemmin vasta keskipitkällä aikavälillä, mitä peilaten lyhyellä tähtäimellä kilpailutilanteeseen sidonnaiset riskit liittyvät vahvasti sopimusvalmistajien suhteellisiin kilpailukykyihin, kuten hintaan, laatuun ja toimitusvarmuuteen liitännäisiin tekijöihin.

Scanfilin osakkeen tuotto 2012-2026
(2012=100)



Scanfilin sijoitusprofiili tiivistettynä

Vahvuudet ja arvoajurit	Heikkoudet ja riskit
+ Kulutehokas kulttuuri ja toimintamalli	- Investointivetoisen kysynnän tietty vaihtelu
+ Orgaaninen kasvu	- Ylätasolla jossain määrin keskittynyt liiketoiminta
+ Yritysjärjestelyt	- Hinnoitteluvoima
+ Kannattavuuden pieni nostovara	- Kilpailukentän muutokset

Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

Kokonaismarkkina on valtava

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalien elektroniikkatuotannon yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2022 noin 2200 miljardia dollaria. Emme usko kokonaismarkkinan kasvaneen radikaalisti vuosina 2023–2025 talouden turbulenssi huomioiden. Koko markkina voidaan jakaa siinä toimivien yhtiöiden liiketoimintamallien perusteella neljään osaan: laitevalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajiin (ODM-yhtiöt), sopimusvalmistajiin (EMS-yhtiöt) sekä komponenttien jakelijoihin (tekniset tukkurit ja jälleenmyyjät). Nämä toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, minkälaiset alla olevat arvoketjut ovat ja kuka lopputuotteen immateriaalioikeudet omistaa. Koska Scanfil on sopimusvalmistaja, ei yhtiöllä ole itsenäistä ja täysin asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Täten yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa sovellusten oikeuksia. Eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin toistensa kanssa (mm. valmista/osta -päätöksenteko), minkä takia Scanfilille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan eri tutkimusyhtiöiden toimesta arvioitu olevan noin 600-650 miljardin dollarin suuruinen vuonna 2025. Siten pelikenttä on Scanfilin omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtava, emmekä näe markkinakoon sinänsä rajaavan yhtiön kasvumahdollisuuksia nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ykkönen. Toimialan suurimmat aasialaiset yhtiöt kuten Hon Hai (Foxcon), Pegatron ja Compal vastaavat noin puolesta

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

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

Scanfilin valikoituja kilpailijoita / verrokkeja

FOXCONN **ZOLLNER**
SIIX **JABIL**
We care.

Suurilla tuotannollisilla ja taloudellisilla resursseilla toimivat kilpailijat, joilla vahva läsnäolo eri elektroniikkatuotteissa

GPV **Kitron**
Fideltronik **neways**
CICOR **HANZA**

Keskisuuret toimijat, joilla resurssit laajoihin palvelukokonaisuuksiin ja fokus lähes täysin teollisuuselektronikassa

NOTE **INCAP**
INISSION **LACROIX**

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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

Tuotekehityssarjoihin sekä turvallisuuskriittisen puolustussektorin toimituksiin. Asteittain lähemmäs siirtyvien tuotantoketjujen sekä tuotantoteknologioiden jatkuvan kehityksen (mm. automatisaatio ja tekoäly) tulisi tuki osaltaan tukea länsimaisten yksiköiden strategisia rooleja ja kilpailukykyä kohtuullisen kokoluokan volyymituotantoakin silmällä pitäen.

Markkinassa neljä lohkoa

Markkina voidaan jakaa neljään segmenttiin, jotka ovat 1) kuluttajaelektroniikka, 2) teollisuuselektroniikka, 3) elektroniset komponentit ja 4) muut ammattimaisesti käytetyt elektroniikkatuotteet

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

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

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

teollisuuselektroniikan kilpailutilanteesta terveemmän luoden pienemmillekin toimijoille houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia. Haasteena pienempiin kokonaisuuksiin hajoavassa liiketoiminnassa voi kuitenkin olla voimakkaampi alttius sitoa käyttöpääomaa. Muun ammattielektroniikan dynamiikka vastaa jokseenkin teollisuussektoria. Komponenteissa Scanfil ei ole mukana.

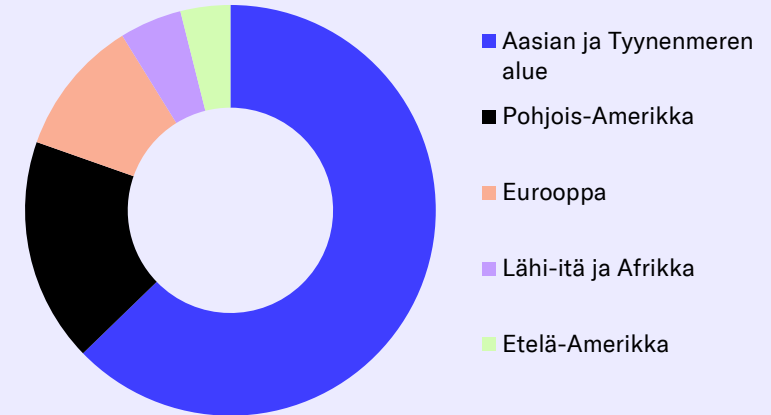
Kasvukuva on hyvä

Markkinan kasvua ajaa maailman sähköistyminen, jota ohjaa elintason nousu, digitalisaatio, väestön ikääntyminen vihreä siirtymä ja tekoälymurros. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on eri lähteiden mukaan kasvanut noin 4–5 % vuodessa, joskin korkeampiakin arvioita varsinkin globaalille kasvulle tulevaisuudessa on myös esitetty. Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän vahvojen ajureiden myötä terveenä, joskin yleistalouden heikentyminen syö tyypillisesti lyhyen ajan kasvun edellytykset (vrt. esimerkiksi vuosi 2024).

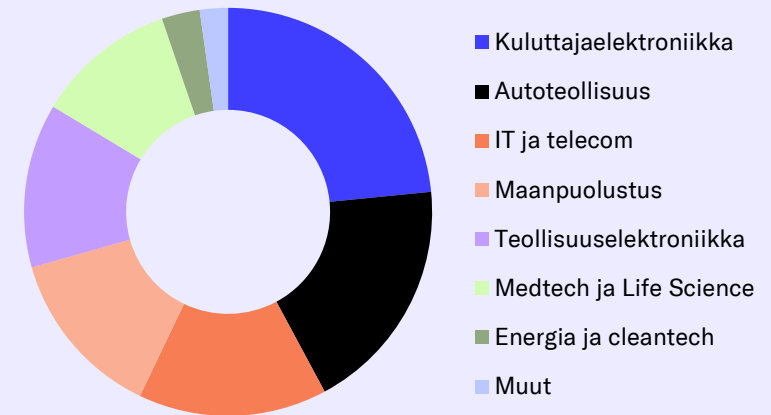
Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan ylittävän globaalien kasvun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän globaalista kasvua alemmalle tasolle yleistalouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

Scanfilin segmenteistä Energy & Cleantechin ja Medtech & Life Sciencen kysynnän kasvun odotetaan olevan markkinakasvua vahvempaa. Vahvin kasvunäkymä on lähivuosien osalta etenkin länsimaissa Aerospace&Defense-sektorilla, jossa lähivuosille voisi olla jopa 20 %:n vuosikasvu potentiaalia Euroopan vahvistaessa sotilaallista kapasiteettia. Pidemmällä tähtäimellä tämä kasvutahti ei ole kuitenkaan valtioiden

Toimialan arvioitu maantieteellinen jakauma



Toimialan arvioitu jakauma segmenteittään



Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

budjettirajoitteiden takia kestävä vaan arviomme mukaan kyseessä on mieluummin tasokorjauksella toteutettava sopeutuminen muuttuneeseen geopolitiiseen tilanteeseen kuin pitkäaikainen rakenteellinen kasvu.

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

Teollisuuselektronikassa ulkoistamisaste on tyypillisesti ollut selvästi kuluttajaelektronikkaa matalampi, sillä pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä tuotannon suuremmalle ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että sopimusvalmistajien tarjoamien hyötyjen myötä omien valmistusresurssien pienentäminen kasvattaa suosiotaan myös teollisuuselektronikan laitevalmistajien ja erityisesti markkinoille tulevien uusien yhtiöiden keskuudessa (ts. ei ison kokoluokan tuotantoinvestointeja). Tätä peilaten uskomme, että kasvavaa kysyntää tullaan enenevässä määrin ohjaamaan kilpailukykyisille sopimusvalmistajille. Teollisuuselektronikan ulkoistamisaste on käsityksemme mukaan nyt vain noin 35

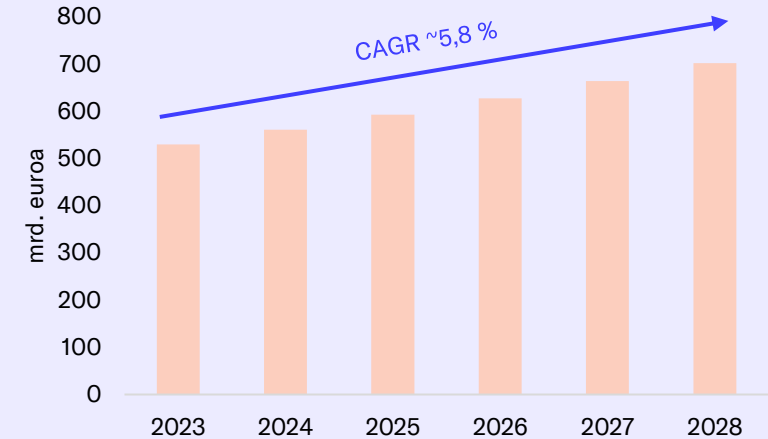
%, mitä heijastellen ulkoistamisasteen pienikin nousu tarjoaisi sopimusvalmistajille absoluuttisesti suuressa markkinassa mittavan määrän lisämyyntiä. Puolustussektorilla nopea tarve kasvattaa tuotantokapasiteettia voi myös nostaa ulkoistamisasteita.

Scanfilin asema on hyvä

Kun huomioidaan teollisuuselektronikan pitkän aikavälin hyvä kasvu- ja kannattavuuspotentiaali, on Scanfilin asemoituminen toimialaan mielestämme melko hyvä. Scanfil ei kokonaismarkkinaan suhteutettuna kohtuullisen pienenä toimijana ole ensisijaisesti riippuvainen markkinakasvusta, mutta yhtiö ei toki myöskään operoi tyhjiössä. Siten markkinakasvu on Scanfilille positiivinen ajuri, sillä markkinan kasvaessa voi yhtiön itseään isompien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin houkuttelevia niche-segmenttejä. Toisaalta markkinakasvun hyytyminen olisi mitä todennäköisimmin seurausta talouden nikottelusta ja se vaikuttaisi väistämättä myös Scanfilin asiakkaiden liiketoimintoihin ja siten Scanfiliiin.

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

Globaalin sopimusvalmistajien (EMS) markkinan arvioitu kehitys



Markkinan kasvuajurit

Maailman sähköistyminen

Elintason nousu, digitalisaatio, väestön ikääntyminen sekä vihreä siirtymä

Laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu

Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

suhteessa elektroniikkamarkkinaan ja vallitseviin trendeihin (ml. energiatehokkuus, vihreä energia, sähköistyminen, puolustussektorin kasvu) hyvänä.

Kilpailua piisaa

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

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

Kolmen kerroksen kisailu

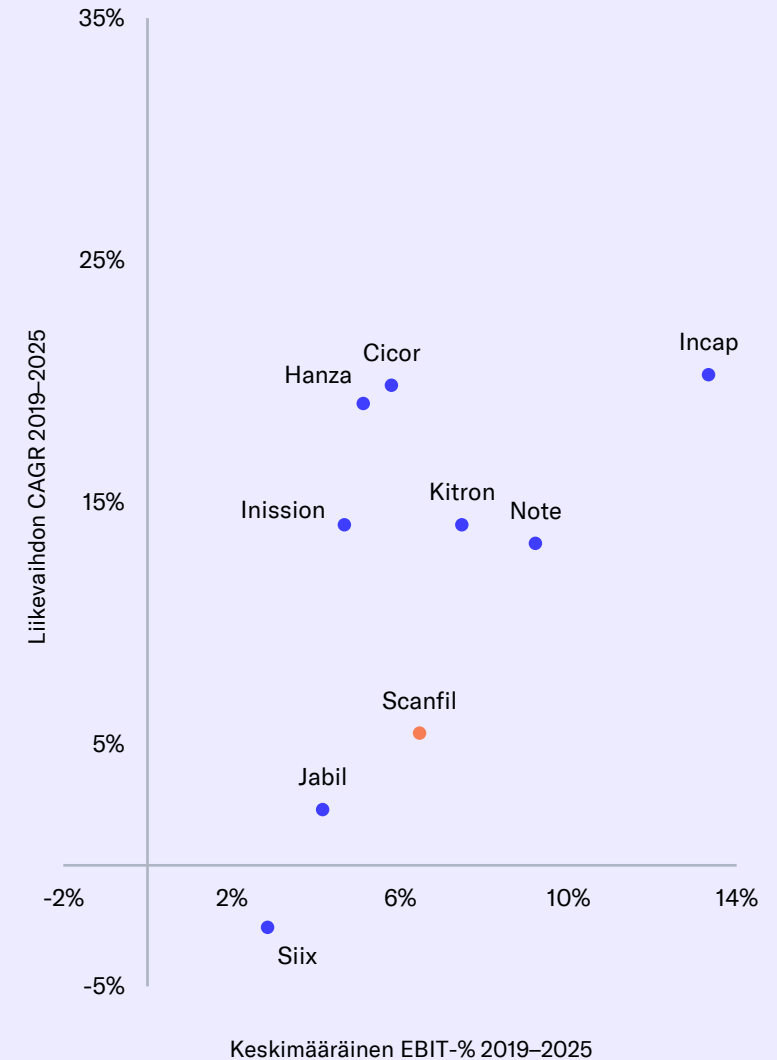
Sopimusvalmistajat on voidaan jakaa

liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään.

Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 000 MEUR) toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden segmenttien, minkä lisäksi yhteinen nimittäjä näille toimijoille varsinkin suurimmissa yhtiöissä ovat etenkin matalan kulutason alueilla sijaitsevat massiiviset tuotantoresurssit. Suuresta koostaan johtuen nämä toimijat ovat tyypillisesti operoineet pääosin low mix/high volume -segmenteissä reippaasti haarukan alalaitaa suurempien yhtiöiden osalta. Haarukan alalaidan ja jossain määrin sitä suuremmassa kokoluokassa olevien yhtiöiden laajat operaatiot ulottuvat väistämättä myös Scanfilille tärkeille asiakasaloille. Segmentin pienemmät mutta silti hyvin investointikykyiset yhtiöt, kuten Zollner, GPV, Siix, Jabil, Sanmina ja Celestica ovatkin hyvin relevantteja kilpailijoita Scanfilille. Aivan alan suurimpia yhtiöitä emme pidä sitä kuitenkaan akuuttina uhkana Scanfilille, sillä uskomme pienempien asiakkuuksien vaativan jäteiltä myös ajattelu- ja toimintamalleihin liittyviä muutoksia.

Toisessa kategoriassa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 300–1000 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaaleilla toimintamalleilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektroniikan massatuotannot ovat pääosin näiden toimijoiden kyvykkyyksien ulkopuolella, mutta joustavuudet ja ketteryydet ovat kuitenkin vielä riittäviä tuomaan kilpailukykyä pienempien valmistuserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun suunnalla. Arviomme mukaan Scanfil tai ainakin osa sen tehtaista voi kohdata kilpailua myös tästä segmentistä ainakin pienemmissä paikallisissa asiakkaissa. Tämän kokoluokan yhtiöt ovat myös relevantteja verrokkeja Scanfilille, vaikka yhtiöt kohtaisivat kilpailussa harvemmin (vrt. esim. Incap, Note, Kitron).

Listattujen toimijoiden taloudellinen kehitys



Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

Kolmannen kategorian eli vuositasolla noin 300 MEUR tai alle vaihtavien toimijoiden kanssa Scanfil ei kilpaile suurimmissa asiakkuuksissa, mutta yksittäiset tehtaot voivat toki kohdata pienemmissä asiakkaissa paikallisiakin pelureita. Tämän kokoluokan yhtiöiden resurssit ovat keskisuuria toimijoita kapeammat, joten myös niiden palvelutarjoamat tai maantieteelliset peitot ovat suppeampia (ts. eivät aina täysin vertikaalisesti integroituneita). Lisäksi näiden yhtiöiden asiakaskannat voivat olla hyvinkin keskittyneitä. Pienten yhtiöiden keskeisimpiä kilpailuetuja ovat puolestaan ketteryys ja joustavuus, erikoistuotteet sekä nopeat läpimenoajat. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että kasvun myötä tästä kategoriasta nousee Scanfilille uusia kilpailijoita pidemmällä tähtäimellä.

Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

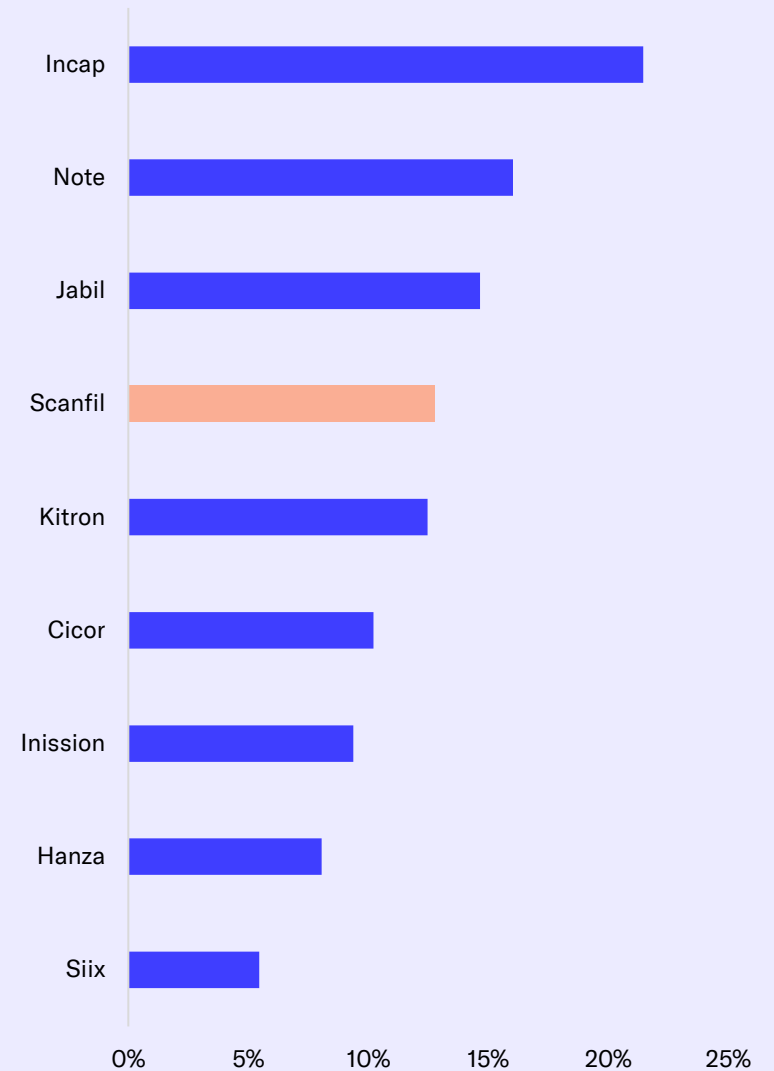
Kokonaisuudessaan toimiala on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on yli 2000 sopimusvalmistajaa. Aasiassa lukumäärä on vielä suurempi, vaikka ala on Aasiassa keskittyneempi suuriin toimijoihin. Toimijoiden runsas lukumäärä ja pyrkimykset arvoketjuasemien kohentamiseksi ovatkin viime vuosina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

Scanfil on toimialan vahvoja pelureita

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

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

Keskimääräinen ROIC-% 2019-2024



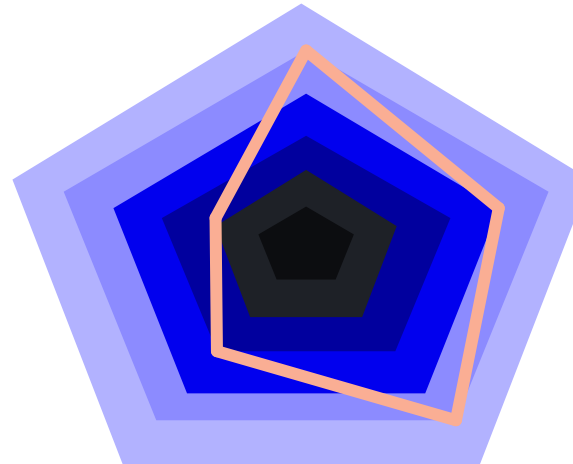
Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

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

Strategia 1/5

Kärkihankkeena kannattava kasvu

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

Mielestämme Scanfilin nykytekemisessä ei ole merkittäviä heikkoja lenkkejä, joskin Saksan tehtaallaan hankala toimintaympäristö on pakottanut yhtiön aloittamaan kannattavuusohjelman vuonna 2026. Yhtiölle ei myöskään ole kokoluokaltaan mittavia tai pitkäaikaisia kehityshankkeita. Tähän viittaavat myös eri maantieteellisten alueiden melko vähäiset kannattavuuserot. Näin ollen yhtiö kykenee suuntaamaan fokuksensa strategian toteuttamiseen ja siten pitkän aikavälin omistaja-arvon luomiseen. Vuonna 2026 (ja etenkin H1'26:lla yhtiöllä on toki integroitavana kaksi lähes päällekkäistä yritysostoa. Tämä nostaa mielestämme riskitasoa lyhyellä lievästi, vaikka nykytiedon valossa molempien ostettujen yhtiöiden liiketoiminnat ovat kehittyneet hyvin eikä muitakaan ongelmia ole pintautunut.

Tehdasverkostossa on kyvykkyksiä erilaisten asiakkaiden palvelemiseen

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

Scanfilin 16 tehtaasta 11 sijaitsee korkeamman kustannustason maissa Suomessa, Ruotsissa, Saksassa, Italiassa, Yhdysvalloissa ja Australiassa. Loput 5 taas sijaitsevan alemman kustannustason alueella Kiinassa, Puolassa, Virossa ja Malesiassa. Arviomme mukaan matalan kustannustason maissa olevat tehtaat ovat keskimääri suurempia ja niillä on keskimäärin isompi rooli yhtiön globaalien avainasiakkaiden palvelemisessa, joskin etenkin Kiinan ja Yhdysvaltojen tehtailla on merkittävä rooli paikallisten markkinoiden näkökulmasta.

Etenkin Kiinassa Scanfil soveltaa käsityksemme mukaan paikallisten markkinoiden varaan nojaavaa liiketoimintamallia, mikä on mielestämme järkevää Kiinan markkinan suuri koko sekä toisaalta maahan liittyvät erityiset riskit huomioiden. Uskomme kuitenkin Scanfilin pärjänneen Kiinassa viime vuosina melko hyvin ja monet kilpailijat ovat supistaneet toimintojaan Kiinassa. Lupaaviin näkyymiin viittaa myös yhtiön Q1'26:lla tekemä päätös investointi 9 MEUR Suzhoun tehtaaseen lattiapinta-alan kasvattamiseen 70 %:lla noin 37 000 neliometriin. Pidämme konsernin mittakaavassa maltillista investointia perusteltuna eikä se kasvata mielestämme oleellisesti yhtiön riskiprofiilia. Arviomme mukaan Scanfil täyttää uuden pinta-alan laitteilla asteittain kasvavan kysynnän mukana vuoden 2027 loppupuolelta alkaen.

Vastaavasti taas korkeampien kulutason maiden pienempien tehtaiden on otettava kilpailukykyä joustavuudesta ja laajemmasta palveluvalikoimasta, mikä käytännössä tarkoittaa tuote- ja tuotantosuunnittelun tukitoimintojen sekä prototyypitestausten suurempaa roolia palveluvalikoimassa. Arviomme mukaan länsimaiden tehtaiden roolia portfolioissa puoltaa myös maantieteellinen hajautus, josta voi olla hyötyä toimitusketjujen palatessa osittain idästä länteen kauppa- ja geopoliittisten tilanteiden kiristymisen takia. Lisäksi puolustus-

ja ilmailusektoreilla paikallinen tuotanto vähintään samaan liittoumaan kuuluvissa maissa on usein minimivaatimus.

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

Kyky myös lisäpalveluiden tarjoamiselle

Scanfilin liikevaihdosta yli 90 % kertyy tavaratoimituksista, mutta yhtiö tarjoaa lisäarvopalveluita (mm. logistiikka- ja pienet korjaustyöt). Vuonna 2025 yhtiön palvelumyynti oli 41 MEUR laskien reilut 10 % vertailukaudesta. Logistiikka- ja takuupalveluista muodostunut palveluliikevaihto on keskittynyt Pohjois-Eurooppaan ja Amerikkoihin. Suurasiakkailta sen sijaan on usein omia resursseja tätä tarjoamaa vastaavilla alueilla. Tätä heijastelee myös Keski-Euroopan ja APAC:n Pohjois-Eurooppaa ja Amerikoita alhaisempi palvelumyynti, sillä kahdessa ensiksi mainitussa alueessa asiakasrakenne on käsityksemme mukaan painottuneempi isoihin asiakkaisiin. Mielestämme sopimusvalmistajien tarjoamalla lisäpalveluilla ei myöskään ole mahdollista saavuttaa poikkeuksellisia ja selvästi tuotevalmistusta korkeampia katteita (vrt. konepajojen huoltoliiketoiminnat), mikä korostaa niiden rooleja ydintoimintoja täydentävinä osina.

Kasvua orgaanisin...

Orgaanista kasvua Scanfil tavoittelee sekä vakiintuneilta että uusilta asiakkailta. Jako on heijastanut myös yhtiön myynnin organisoitumiseen ja yksittäisten myyjien fokusalueisiin

Strategia 2/5

Tämä on luonnollinen lähestymistapa, sillä yhtiön asiakkaat ovat omilla toimialoillaan hyvin asemoituneita ja vähintäänkin keskivahvaa kilpailukykyä omaavia yhtiöitä, mikä tekee niiden kanssa kasvamisen houkuttelevaksi. Yhtiön strategiassa asiakkuuksien mukana kasvaminen on ollut tuntuvasa roolissa. Monet yhtiön avainasiakkaat ovat kuitenkin riippuvaisia maailmantalouden kulloisestakin tilasta ja kehityssuunnasta, mikä rajaa niiden ja siten jossain määrin myös Scanfilin kasvupotentiaalia ilman markkinaosuusvoittoja. Scanfilin markkinaosuudet ovat joissain asiakkuuksissa arviomme mukaan vaihtelevat. Isompien asiakkaiden toimittajaportfoliot ovat myös laajempia. Merkittävien markkinaosuusvoittojen raapiminen nykyasiakkailta ei kuitenkaan ole helppoa ajan yli, mutta esimerkiksi maantieteellisen läsnäolon laajentuminen ja asiakkaiden oman tuotannon korvaaminen voivat avata yhtiölle mahdollisuuksia erityisesti viimeaikaisten yritysostojen jälkeen. Pienemmissä yhtiöissä uusiasiakashankinta on helpompaa, mutta toisaalta niissä merkittävämpään kokoluokkaan nouseminen yhtiön mittakaava huomioiden voi ottaa aikaa ja niiden merkitys Scanfilin nykystrategiassa on rajallisempi.

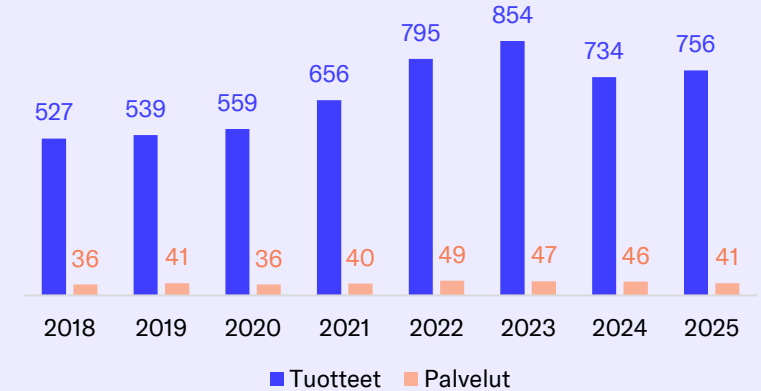
Jotkut yhtiön verrokkit olivat Scanfilia edellä orgaanisen kasvunopeuden suhteen viimeisen 10 vuoden ajanjaksolla, mutta vuosina yhtiö on arviomme mukaan on parantanut uusmyyntiään selvästi. Esimerkiksi vuonna 2025 yhtiö sai myytyä uusia projekteja annualisoituna 220 MEUR:lla (+16 % v/v). Tämä tukenee yhtiön kasvua tänä vuonna, vaikka uusien projektien myynti onkin kiertänyt liikevaihdoksi toistaiseksi varsin hitaasti. Vastaavasti noin 10 % yhtiön vuosittaisesta liikevaihdosta on loppuvia projekteja tai elinkaarensa päässä olevia tuotteita, mikä on huomioitava uusien projektien voiton nettomerkitystä arvioitaessa. Uusmyynnin parantumisen

taustalla on arviomme mukaan myynnin uudelleenorganisointi, jossa myyntiresurssit on vahvistettu ja myyntiä on vastuutettu globaalien avainasiakkaiden keskitetyn palvelemisen lisäksi suoraan tehtaiden kautta.

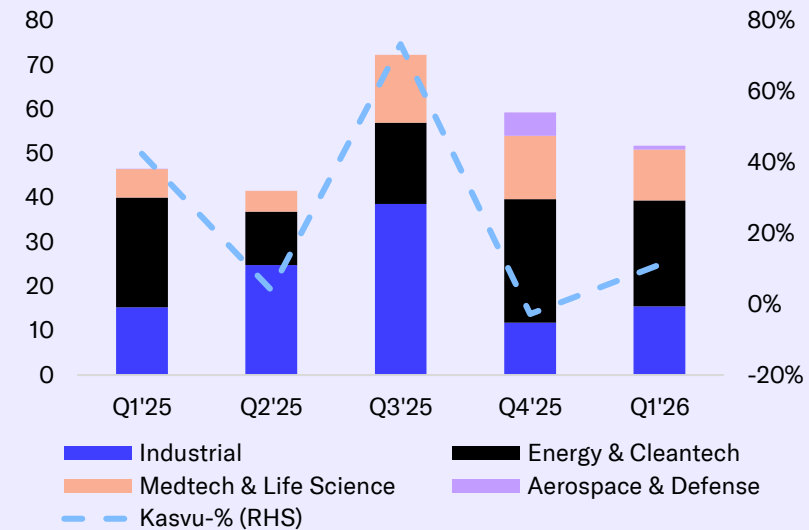
Markkinaosuuksien kasvattaminen nykyportfolion pienemmässä päässä ja yrityskauppojen mukana tulleissa asiakkuuksissa olisi myös riskienhallinnan kannalta suotavaa, sillä asiakasportfolio on tällä hetkellä yhä jossain määrin keskittynyt. Alan ansainnan logiikasta johtuen uudet asiakkuudet käynnistyvät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

Yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla kohtuullisen hyvin kapasiteettia orgaaniseen kasvuun, sillä Scanfil laajensi Puolan, Saksan, Kiinan ja USA:n tehtaitaan vuonna 2022 (ainakin USA:ssa on tilaa lisälaajennuksilla). Scanfililla on myös käynnissä mainittu rakennusinvestointi Kiinassa ja 14 000 m² rakennuslaajennus Sieradzin tehtaalla Puolassa. Puolan hanketta tosin lykättiin markkinoiden kasvun hyytymisen takia ja käsityksemme mukaan yhtiö on myös pyrkinyt toteuttamaan investoinnin alkuperäistä suunnitelmaa vaihteellisemmin ja myös nykyistä tuotantoa tehostaen. Markkinan piristessä hanketta olisi mahdollista kuitenkin luultavasti nopeastikin. Malesiassa yhtiön investoi yli 4 MEUR uuteen SMT-linjaan, minkä taustalla on arviomme mukaan Laerdal- ja Valmet -asiakkuuksien luoma kapasiteettitarve tehtaalla. Lisäksi Scanfil on jatkanut ja jatkaa investointeja tuotantoprosessien ja materiaalinhallinnan automatisointiin sekä digitalisaatioon

Tuotteiden ja palveluiden myynnin kehitys (MEUR)



Uusien projektien myynti kvartaaleittain (2025-Q1'26)



Strategia 3/5

(arviolta 6 MEUR vuosina 2024–2028). Näiden investointien tavoitteena on kasvun lisäksi myös tuottavuuden jatkuvan parantaminen.

ja pitkällä sihdillä myös epäorgaanisin keinoin

Strategiansa mukaisesti Scanfil hakee kasvua myös yritysostojen kautta. Mielestämme kevään 2024 strategiapäivityksessä epäorgaanisen linjan painoarvo nousi hieman aiempaa suuremmaksi. Tätä puolta mielestämme jo varsin pitkälle edennyt tie marginaalin parantamisessa sekä orgaanisiin kasvunäkymiin vallitsevassa maailmantalouden hitaan kasvun ja korkean epävarmuuden ympäristössä vaikuttavat riskit. Yhtiö on myös toteuttanut kolme yrityskauppaa strategiapäivityksen jälkeen.

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

- 1. Yritystoston kassavirtaprofiili on heti positiivinen**, ja se tuo orgaanista kasvua nopeampia tuloksia
- 2. Yritystostot laajentavat yhtiön asiakaskuntaa** automaattisesti ja avaavat sekä uusia markkina-alueita että mahdollisesti myös uusia teollisuudenaloja
- 3. Edulliset yritysostot** (ts. ostettavan yhtiön kertoimet omia kertoimia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluonnin lähtökohta on suotuisa
- 4. Toimialan rakenne on hajanainen**, mikä tarjoaa riittävästi potentiaalista massaa osin yritysostovetoisen kasvustrategian toteuttamiselle
Greenfield-investointeja Scanfil ei ole tehnyt

lähihistoriassaan emmekä odota yhtiön tekevän niitä jatkossakaan. Tällaisissa investoinneissa riskitaso on mielestämme saman kokoluokan yritysostoa suurempi mm. kassavirtaprofiiliin sidonnaisia eroja heijastellen.

Aiemmat yrityskaupat

Vuonna 2015 Scanfil toteutti suuren ja erittäin onnistuneen PartnerTech-järjestelyn, kun taas vuosina 2014 ja 2019 yhtiö teki kaksi pienempää järjestelyä hankkimalla saksalaiset Schaltex Systemsin ja HASEC:n. Näillä ostoilla Scanfil on onnistunut laajentamaan maantieteellistä peittoaan sekä Euroopassa että kaukomarkkinoilla. Schaltexin mukana tulleen Hampurin tehtaan Scanfil kuitenkin joutui sulkemaan vuonna 2021 kannattavuushasteiden takia. Siten kauppa ei ollut täysosuma, vaikka yhtiö pääsi sen avulla Keski-Eurooppaan ja Medtech-segmenttiin sekä säilytti sulkemisesta huolimatta tehtaan asiakkaat ainakin pääosin.

Nykyjohdon pelikirjalla on tehty kolme kauppaa

Scanfil on toteuttanut nykyisen johdon alaisuudessa viime vuosina kolme strategiaa yritysostoja (SRX, ADCO Circuits ja MB Elettronica), jotka ovat vahvistaneet yhtiön maantieteellistä peittoa ja asemaa erityisesti ilmailu- ja puolustusteollisuudessa. Analyysimme mukaan nämä järjestelyt sopivat hyvin Scanfilin pelikirjaan, jossa epäorgaaninen kasvu ja asiakasriskien hajauttaminen ovat keskiössä. Yhtiö on myös pystynyt toteuttamaan kaupat ilman taseen merkittävää heikentymistä.

SRX Global (Australia ja Malesia)

Scanfil osti SRX:n 23,3 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla (EV). SRX:n liikevaihto kesäkuussa 2024 päättyneellä tilikaudella oli 39 MEUR ja liikevoitto 2,7 MEUR (EBIT 7,0 %).

Mielestämme SRX istuu Scanfilin hyvin, sillä se laajentaa tuotantoa Kiinan ulkopuoliseen Aasiaan ja Australiaan ilman päällekkäisyyksiä. Kauppahinta (EV/EBIT alle 9x) oli linjassa Scanfilin omien kertoimien kanssa kaupan toteutumishetkellä ja absoluuttisesti yksinumeroisen EV/EBIT-kerroin on mielestämme maltillinen.

Arviomme mukaan SRX:n kehittyminen ei ole ollut täysin odotusten mukaista (todennäköisesti Malesiassa), sillä Scanfil alaskirjasi taseestaan koko järjestelyn lisäkauppahinnan Q4'26:lla. Suurehkoon lisäkauppahintaan nojannut maksuehto kuitenkin rajasi Scanfilin riskit näitesti eikä kaupan arvonluontipotentiaali ole näkemyksemme mukaan menetetty, jos yhtiö onnistuu täyttämään Malesian tehtaan (ml. tehtaalle 4 MEUR:lla investointi uusi SMT-linja)

ADCO Circuits (Yhdysvallat)

Scanfil hankki 80 % yhdysvaltalaisesta ADCO Circuitin osakkeista 13,6 MEUR:n kauppahinnalla (vrt. 100 % EV 21,7 MEUR) joulukuussa 2025. ADCO:n liikevaihto 30.11.2025 päättyneellä 12 kuukauden jaksolla oli 35 MUSD ja liikevoitto 4 MUSD (EBIT 11,3 %). Kauppa vahvisti Scanfilin läsnäoloa Pohjois-Amerikassa ja ilmailu- ja puolustussektorilta. Tämä sektori kattoi 37 % ADCO:n myynnistä. Pidämme kauppahintaa (EV/EBIT 7x) houkuttelevana ADCO:n vahvan kannattavuuden vuoksi, vaikka marginaalia pitääkin oikaista yrityskaupan jälkeen 0,4-0,5 MUSD:lla kasvavilla vuokratuluilla. Lupaavista lähtökohdista huolimatta kaupan arvonluontia on kuitenkin vielä vaikea arvioida toistaiseksi, sillä matalasta valuaatiosta huolimatta arvonluonti riippuu mielestämme etenkin ADCO:n onnistumisesta lähivuosina kannattavassa kasvussa.

Strategia 4/5

MB Elettronica (Italia)

Scanfil osti italialaisen MB Elettronican, jonka yritysarvo on enintään 123 MEUR. Tästä 91 MEUR maksettiin toteutuksen yhteydessä ja enintään 32 MEUR on sidottu vuosien 2026–2027 tulokseen. MB on Scanfilille strategisesti merkittävä ja kooltaan keskisuuri yritysosto. MB:n liikevaihto vuonna 2025 kasvoi 22 % 120 MEUR:oon (ml. noin 40 % puolustus ja ilmaisusektoreilta) ja vertailukelpoinen liikevoitto nousi 10,3 MEUR:oon (EBIT 8,6 %). Vuoden 2025 toteutuneilla luvuilla ja lisäkauppahintaa huomioimatta, kaupan EV/EBIT-kerroin on noin 9x. Näin ollen myös MB:n arvostustaso on lähtötilanteessa mielestämme edullinen ja kaupan arvonluontipotentiali lupaava. Myös MB:n osalta kaupan arvonluontia on näkemyksemme mukaan vielä aikaista arvioida ja arvonluonti riippuu kohtuullisesta lähtötason valuaatiosta huolimatta etenkin MB:n lähivuosien kasvun ja kannattavuuden kehityksestä.

Ostokohteiden kartoittamisessa uskomme Scanfilin noudattavan kurinalaista ja konservatiivista lähestymistapaa niin ostettavan liiketoiminnan laadun kuin hinnankin suhteen. Kartoituksessa yhtiö tekee itsenäistä työtä oman M&A-tiimin voimin, mutta luonnollisesti myös investointipankit ja neuvonantajat tarjoavat potentiaalisia kohteita kaikilla toimialalla yritysjärjestelyistä kiinnostuneille tahoille. Optimaalisessa tilanteessa Scanfil pyrkii kuitenkin vakuuttamaan myyjät suoraan kyvystään olla hyvä ja pitkäjänteinen omistaja ostokohteelle. Tämä voisi helpottaa sekä ostotarjouskilpailujen voittamista sekä rajata hintoja, joskin kovia näyttöjä tästä ei mielestämme ole toistaiseksi todennettavissa. Sen sijaan oman M&A-tiimin työllä löydetty kohde voisi olla edullisempi, sillä kattavaa huutokauppaa ei välttämättä kaikissa tilanteissa järjestetä. Käsityksemme mukaan yhtiö löysi ADCO:n oman toiminnan kautta, kun

taas SRX:stä ja MB:stä yhtiö voitti ostajien järjestämät huutokaupat. Syitä tarjouskilpailujen voittamiselle ei ole mahdollista ulkopuolelta tarkemmin arvioida.

Kauppahintojen suhteen yhtiö on vaikuttanut noudattavan mallia, jossa lähtötason kauppahinta perustuu toteutuneisiin numeroihin, kun taas myyjien mahdolliset tulevaisuuden kasvu- ja tulosodotukset taklataan ehdollisilla lisäkauppahinnoilla tai muilla ehdollisilla rakenteilla. Mielestämme nämä on hyvin perusteltu toimintamalli, kun huomioidaan tavalliset yritysostoihin liittyvät riskit (ml. ylihinnan maksaminen, tuloskunnon kestävyys sekä integraatio). Tämä vaikuttaa mielestämme toimivalta ratkaisulta. Esimeriksi SRX-ostossa lisäkauppahinnan maksamatta jääminen rajasi yhtiön riskejä, joskin lisäkauppahinnan täysi maksu on mielestämme positiivinen asia, kunhan lisäkauppahinnan muodostuminen on rakennettu oikein. Potentiaalisten ostokohteiden maantieteellisen sijainnin suhteen yhtiö vaikuttaa olevan kaikkiruokainen, mutta arviomme mukaan päällekkäisten rakenteiden ja asiakaskeskittymien muodostamista samoihin maissa olisi mielestämme järkevää välttää.

Taloudellisia tavoitteita päivitettiin vuonna 2024

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

Liikevaihdon tavoitteensa yhtiö on viimeaikoina ylittänyt pitkällä aikavälillä orgaanisten kasvupanostusten onnistumisen, hyvän suhdanteen, inflaation ja yritysostojen ansiosta. Yhtiön asiakasrakenne ja liiketoiminnan maantieteellinen jako huomioiden arvioimme, että karkeasti puolet tavoitteesta on tultava epäorgaanisesti yritysostojen



Taloudelliset tavoitteet

Liikevaihdon kasvu

10 %:n liikevaihdon kasvu yli syklin

Kannattavuus

Vertailukelpoinen EBITA 7–8 %

Velanhoitokyky

Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen alle 1,5x

Osingonjakopolitiikka

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

Strategia 5/5

kautta, jos oletetaan, että lähivuosina ollaan mieluummin hitaamman kuin nopeamman globaalin talouskasvun kautta, jos oletetaan, että lähivuosina ollaan mieluummin hitaamman kuin nopeamman globaalin talouskasvun ympäristössä. Tavoitteen saavuttaminen jatkossa vaatii onnistumisia samoilla rintamilla, mutta näemme sen realistisena myös jatkoa ajatellen ja yhtiön uusien projektien voitot ovat antaneet luottamusta tavoitteiden saavuttamiseen tai jopa hieman sitä nopeampaan orgaaniseen kehitykseen lähivuosien osalta. Vuositasolla kasvu myös tulee vaihtelevaan yritysostojen ajoituksen ja talouden syklien takia.

Kannattavuustavoite on realistinen

Kannattavuustavoitteeseen Scanfil ylsi ennen PartnerTech-kauppaa ja on nyt lähellä haarukan alarajaa. Toimialalla muutamat muut pohjoismaiset yhtiöt ovat myös ylittäneet ja/tai ylittäneet haarukan, joskin huomautamme, että ainakin osassa tapauksia korkean kannattavuuden vastapainona riskitasokin on ollut Scanfilia korkeampi. Yleisesti ottaen 7–8 % liikevoittomarginaali on sopimusvalmistajien kontekstiin linjattuna hyvä. Tällä tasolla sekä Scanfilin tyypillisellä taserakenteella oman pääoman tuotto nousee kiistatta laatu-yhtiön kriteerit täyttävälle tasolle (ts. ROE 15–20 %), vaikka yritysostojen luoman liikearvon myötä yhtiön tasekin on kasvanut. Kokonaisuutena taloudelliset tavoitteet ovat myös kannattavuuden osalta realistisia yhtiön aiempien näyttöjen ja toimialan logiikan valossa. Tavoitteiden saavuttaminen vaatisi kuitenkin arviomme mukaan vähintään nykyisellä tasolla olevaa volyyymiä sekä nykyistä (etenkin Q1'26) vähäisempää uusien tuotteiden ylösajotahia. Uusien projektien ylösajot painottuvat yleensä etenkin vuoden alkuun ja ylösajot nirhaavat tyypillisesti hieman kannattavuutta ensimmäisen noin 6 kuukauden ajan.

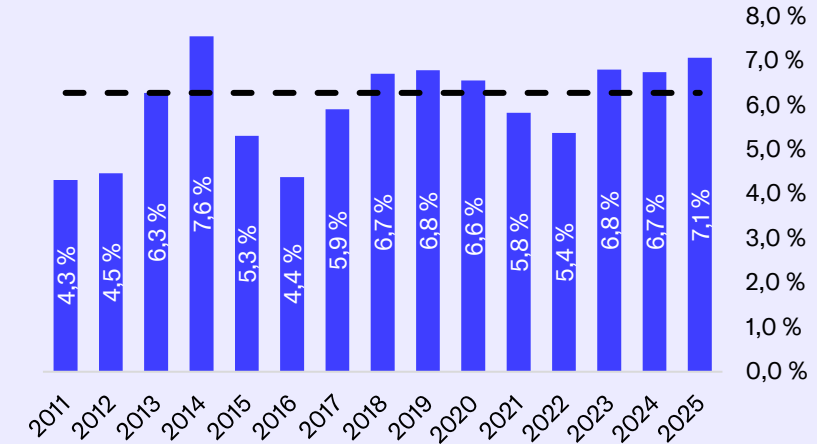
kannattavuuden saavuttaminen on näkemyksemme mukaan yhtiölle vaikeaa, minkä taustalla on joitakin verrokkeja keskimäärin kypsempi ja neuvotteluvoimaisempi asiakasportfolio, yhtiön halu pysyä kilpailukykyisenä myös tässä asiakaskunnassa sekä markkinakasvua korkeammalla tasolla 10 %:ssa oleva kasvutavoite. Siten näemmekin, että marginaalien kautta tuleva arvonluontipotentiaali on maltillinen etenkin pidemmän ajan keskimääräisestä toteumasta laskettuna, mikä korostaa entisestään kasvua pitkän aikavälin tärkeimpänä arvoajurina.

Liiketoiminta kestää hyvin pientä vipua

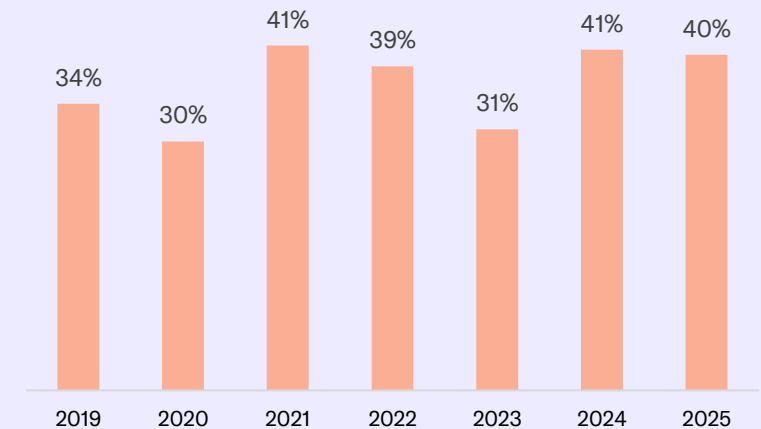
Tasetavoitteen valossa yhtiö pyrkii säilyttämään tukevan aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka ja yritysostot sisältävä strategia huomioiden. Scanfilin käyttökate on myös melko vakaa eikä ainakaan suurempia heilahduksia alas ole tullut. Näin ollen yhtiö kestää mielestämme hyvin tavoitetason kaltaista ja hetkellisesti jopa hieman sitä korkeampaa vipua ja tavoitetasolle rahoittajien kovenantteihin jää luultavasti selkeä turvamarginaali. Arviomme mukaan yhtiöllä olisi vuoden jo vuoden 2026 aikana kapasiteettia pienehköihin (EV alle 50 MEUR) yritysostoihin, vaikka yhtiö onkin tehnyt Q4'24:n alun jälkeen jo kolme kauppaa. Ajan myötä vakaan positiivinen tulos- ja kassavirtakehitys luonnollisesti lisäävät liikkumavaraa.

Osinkojen puolesta Scanfilin virallinen politiikka on pitää jakosuhte noin kolmasosassa, joskin uskomme yhtiön pyrkivän samaan aikaan myös tasaisesti kasvavaan vuosittaiseen voitonjakoon. Tähän Scanfililla on mielestämme hyvät edellytykset matala orgaaninen pääomatarve huomioiden. Yhtiön pääoman tuottopotentiaali huomioiden pidämme kassavirran allokoimista pääasiallisesti takaisin liiketoimintaan omistajille voitonjakoa houkuttelevampana.

Oikaistu liikevoitto-%



Osingonjakosuhte (%)



Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on käyttöpääomapainotteinen

Scanfilin tase on sopimusvalmistajalle hyvin tyyppillinen ja se heijastelee toimialan matalaa kiinteän pääoman tarvetta ennen mahdollisten yritysostojen taseheijasteita ja korkeampaa käyttöpääoman sitoutumista. Q1'26:n yhtiöllä oli kiinteää omaisuutta 108 MEUR ja aineettomia omaisuuseriä 124 MEUR (liikearvon osuus 88 MEUR). Arviomme mukaan yhtiön pitkäaikaiset omaisuuserät ovat kurannteja, sillä yhtiö on sulkenut kannattamattomia tehtaitaan viime vuosina useampaan eri otteeseen ja luonnollisesti myös alaskirjannut niihin liittynyttä omaisuutta samalla.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat omaisuuserät tulevat käyttöpääoman puolelta, sillä Q1'26:n lopussa yhtiöllä oli taseessaan vaihto-omaisuutta 236 MEUR:n ja myyntisaamisia 220 MEUR:n edestä. Myyntisaamisiin ei arviomme mukaan liity merkittäviä luottotappioriskejä. Myös varasto on arviomme mukaan kuranntti. Varasto ei ole kuitenkaan ainakaan toistaiseksi palannut aivan pandemiaa edeltäneelle tasolle, vaikka liiketoiminnan kokoluokan kasvu huomioitaisiinkin ja varastoa tarkasteltaisiin suhteessa liiketoiminnan kokoon. Näin ollen varastotehokkuuden suhteen parannusvaraa voi olla vielä jäljellä. Tyypillisesti Scanfilin varasto on ollut noin 17–20 % vuotuisesta myynnistä.

Kassassa Scanfililla oli Q1'26:n lopussa 28 MEUR, mikä on liiketoiminnan kokoluokkaan ja käytössä oleviin muihin likviditeettipuskureihin nähden riittävä taso. Yhtiön likviditeettitilanne mahdollistaa myös yhä joustavien ja kannattavuustasonsa näkökulmasta järkevien maksuaikojen solmimisen niin asiakkaiden kuin tavarantoimittajien kanssa.

Taseessa on hetken tauon jälkeen pientä velkavipua

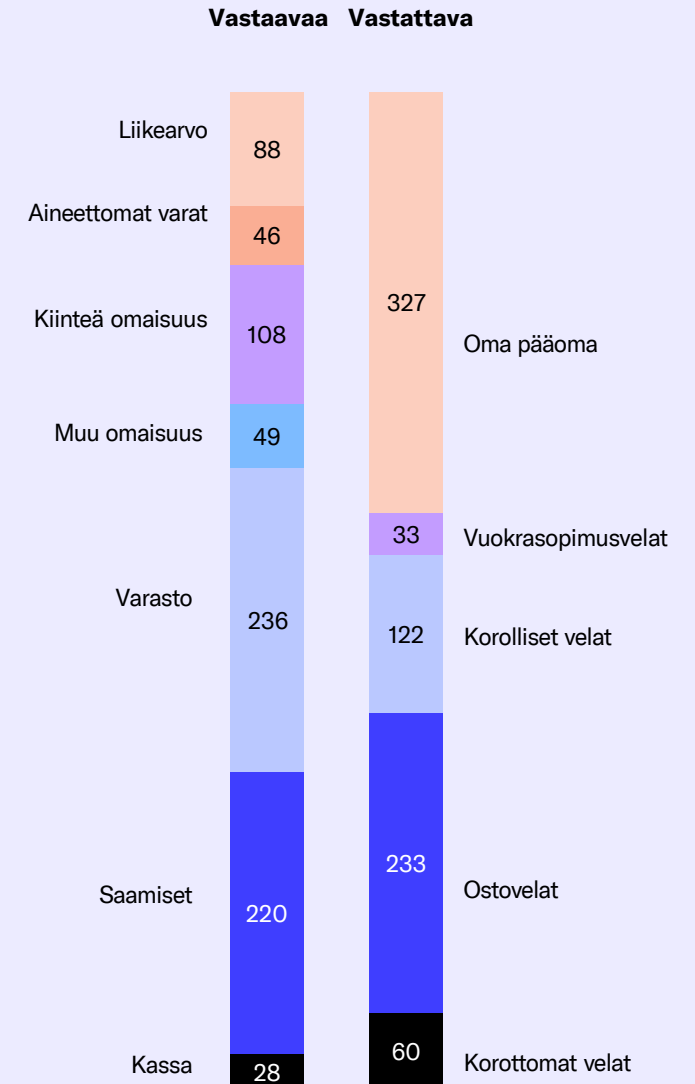
Taseen vastuissa Scanfililla oli Q1'26:n lopussa 327 MEUR omaa pääomaa, kun taas vierasta pääomaa oli yhteensä 448 MEUR. Vieraasta pääomasta perinteisen korollisen velan osuus oli 122 MEUR ja vuokrasopimusvelkojen osuus oli 33 MEUR. Korottoman velan osuus oli 293 MEUR. Korottomista veloista noin 80 % koostui toimialan logiikalle tyypillisesti ostovelosta, jotka ovat pitkässä juoksussa heiluneet myyntisaamisten tason molemmilla puolilla. Siten yhtiön käyttöpääomatarve koostuu pääosin varastosta ja toiminnan pyörittämisen vaatimista kassavaroista. Loput korottomista veloista liittyivät etenkin MB-yritysoston toistaiseksi maksamattomaan lisäkauppahintaan. Taseen viimeisin loppusumma oli 775 MEUR.

Taloudellisen asema on tukeva

Q1'26:n lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 43 % ja nettovelkaantumisaste 39 %. Nämä luvut ovat Scanfilille vielä hyvin kohtuullisia, kun huomioidaan, että velka sisältää nykyään myös vuokravastuut (IFRS 16). Yhtiön nettovelan ja käyttökatteen suhde oli noin 1,6x saman jakson lopussa. Siten Scanfilin velanhoitokyky on piirun yhtiön tavoitetason ylärajan yläpuolella, minkä taustalla ovat viimeisen vuoden aikana velkarahoituksella tehdyt yritysostot. Yritysostot vaikuttavat tunnuslukuun epäsymmetrisesti, sillä kauppoihin liittyvät korolliset velat ovat taseessa, mutta taaksepäin katsova rullaava käyttökate ei huomioi ostojen tulokselle antamaan nostetta. Näin ollen yhtiön taloudellinen asema kokonaisuutena vankka ja arvioimme Scanfilin palaavan jo tämän vuoden aikana tavoitetasonsa alapuolelle myös nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhteella mitattuna.

Tukevalla pohjalla olevaa tuloskuntoa ja normaaleissa oloissa vakaata kassavirtaa heijastellen arvioimme Scanfilin rahoituskulujen (sis. korot, vuokrasopimusvelkojen korot, vuokrasopimusvelkojen lyhennykset ja muut rahoituskulut)

Yksinkertaistettu taserakenne Q1'26 (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

olevan bruttovelosta laskettuna tällä hetkellä noin 3 %. Arviomme mukaan korkoprosenteissa ei ole oleellisia muutospaineita, mikäli yleinen korkotaso ei käänny merkittävämpään tai pidempiaikaiseen nousuun lähiaikoina. Iranin sodan aiheuttamien nousseiden inflaatoriskien takia koroissa on markkinaodotusten mukaan mieluummin ainakin väliaikaista nousu- kuin laskupainetta toistaiseksi.

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

Ruutia alkaa pikkuhiljaa kertymään taseeseen

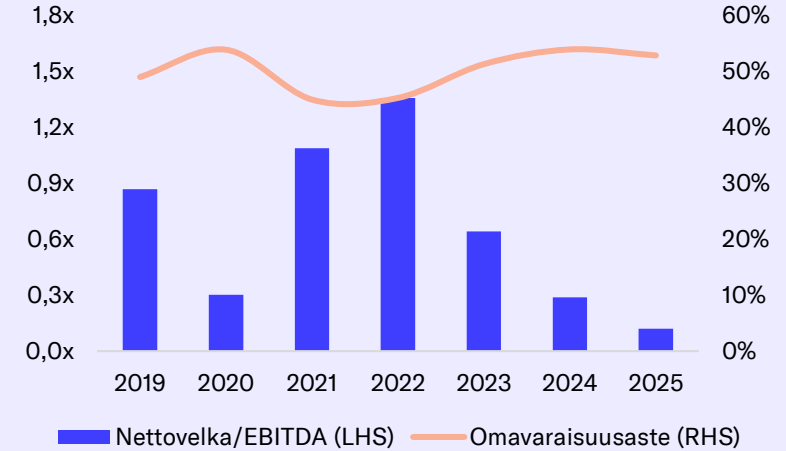
Arviomme mukaan Scanfil palaa taloudellisen asemansa osalta tukevasti mukavuusalueelleen jo vuoden 2026 aikana, kunhan yhtiö saavuttaa ohjeistuksensa. Näin ollen yhtiö pystyy jatkamaan strategiansa ja sen vaatimien organisten sekä epäorganisten investointien toteuttamista rauhallisesti. Lisäksi käyttöpääoman suhteen riskit ovat mielestämme jokseenkin ja käyttöpääoman hallinta on tuntuvalta osin yhtiön omissa käsissä.

Näkemyksemme mukaan Scanfililla on velkatavoitteensa puolesta viimeistään vuoden 2027 alussa 50 MEUR velkakapasiteettia yritysjärjestelyihin nyt. Positiivinen kassavirta sekä käyttökatteen kasvu luonnollisesti tukisivat

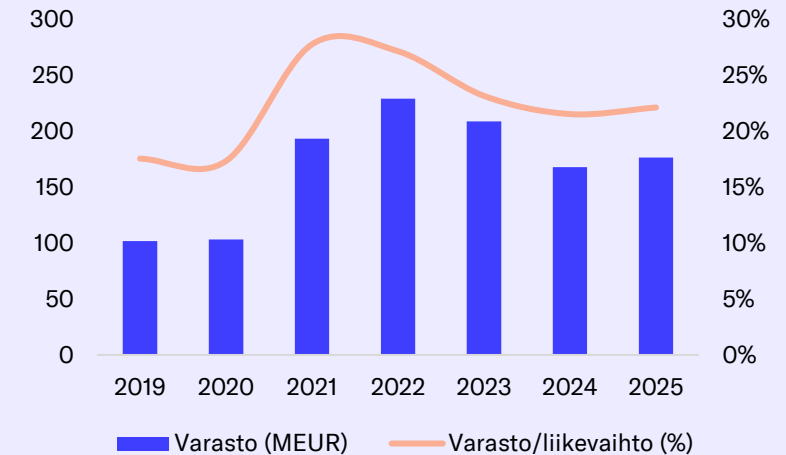
ajan kanssa lähivuosina. Tämän pääoman yhtiö voisi allokoida useampaan pieneen ja keskisuureen (EV 20–50 MEUR) tai 1–3 suurempaan (EV yli 50 MEUR) yritysostoon vuosina 2027–2029. Toimialan yritysjärjestelyihin tyypillisesti matalahkot liikevaihtokertoimet huomioiden yhtiö pystyisi taseensa turvin hankkimana arviomme mukaan ainakin 100-200 MEUR lisää liikevaihtoa. Näin ollen yritysosto-optio on mielestämme edelleen. Lisäksi arvioimme oman pääoman keräämisen olevan myös vaihtoehto yhtiölle, mikäli potentiaalisen ostokohteen strateginen sopivuus nähdään oikeana, investoinnin tuottopotentiaali riittävän houkuttelevana ja Scanfilin osakkeen arvostus tarpeeksi hyvänä.

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

Taseaseman kehitys



Varaston kehitys



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

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

Yhtiö lähti liikkeelle laveahkolla ohjeistuksella

Scanfil antoi tammikuussa kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jossa yhtiö arvioi vuoden 2026 liikevaihdon olevan 940–1060 MEUR ja oikaistun EBITA:nsa 64–78 MEUR. Yhtiön liikevaihto- ja tulokertymä saa merkittävää tukea MB- ja ADCO-yritysostoista, joista molemmat tukevat numeroita epäorgaanisesti 11 kuukauden osalta. Lisäksi kasvunäkymää tukevat yhtiö viime vuonna voittama hyvä uusien projektien määrä, kun taas projektien ylösajot voivat nakertaa kannattavuutta jossain määrin tänäkin vuonna. Q1:llä yhtiön liikevaihto kasvoi 19 % (orgaaninen kasvu 7 %) 229 MEUR:oon ja oikaistu EBITA 24 % 15,6 MEUR:oon (oik. EBITA-% 6,8 %) yllä mainittujen tekijöiden ajamana.

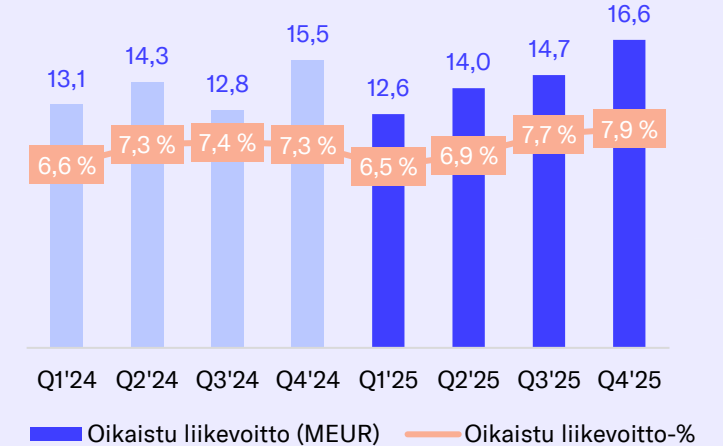
Ohjeistuksen leveähköt haarukat peilaavat mielestämme

lähiaikojen näkymiin yhä etenkin geo- ja kauppapolitiikan sekä globaalin talouden kaltaisiin ulkoisiin tekijöihin liittyvää epävarmuutta. Etenkin ohjeistushaarukoiden alalaidat vaikuttavat mielestämme varsin varovaisilta verrattuna Scanfilin, MB:n ja ADCO:n viime vuonna saavuttamiin proforma –tasoihin, mikäli merkittäviä geopolitiittisia tai yleistaloudellisia riskejä ei realisoidu. Sen sijaan yllälaidoille yltäminen vaatisi luultavasti kysyntätilanteen selvää pirstymistä puolustussektorin ulkopuolella. Haarukoiden keskikohdat vastaavat arviomme mukaan noin 6-7 %:n orgaanista kasvua ja vakaata reilun 7 %:n oikaistua EBITA-marginaalia, mitkä ovat suunnilleen linjassa Q1:n kehityskaaren kanssa.

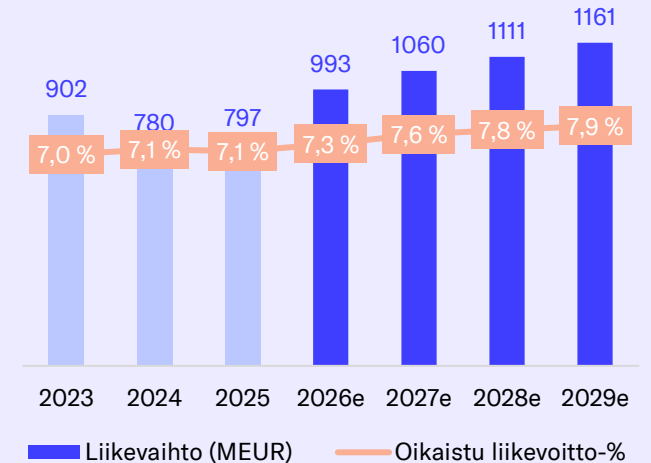
Scanfilin osalta selkein epävarmuus keskittyykin juuri ylimpään riviin (ts. kysyntään), sillä vuoden 2026 ohjeistus viitoittaa Scanfilia kohti tavoitetason alalaidalla olevaa kannattavuutta. Ohjeistus on toki annettu ennen Iranin sodan puhkeamista ja viimeaikaisen uutisvirran myötä epävarmuus lähiaikojen näkymiin liittyen on lievästi noussut mahdollisten epäsuorien talousvaikutusten takia. Suoraan Lähi-idän tilanne ei arviomme mukaan ole vaikuttanut tai tule vaikuttamaan juurikaan Scanfilin liiketoimintoihin. Myöskään epäsuoria ei käsityksemme mukaan ole vielä ollut, mutta tältä osin tilanteen kehitystä pitää vielä seurata.

Yhtiön sisäinen tehokkuus on näkemyksemme mukaan kunnossa ja kulurakenne joustaa melko hyvin, minkä taustalla on myös vuosina 2023-2024 tehtyjä tehostustoimia. Absoluuttisen tulosmassan kertymään liikevaihtotasolla on kuitenkin merkittävä vaikutus. Talousennusteet ovat kuitenkin positiivisia ja korotkin ovat pääosin markkinakorkojen lievästä noususta huolimatta kohtuullisia, joten lähtökohtaisesti kysynnän

Liikevoitto kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/4

pitäisi olla menossa asteittain parempaan suuntaan, mikäli kauppa- tai geopoliittinen tilanne ei kiristy lisää tai Iranin tilanne pitkity selvästi. Toisaalta Saksan kiihtyvät puolustus- ja infrainvestoinnit voisivat olla positiivinen ajuri Scanfilille. Yhtiötä tukee puolustussektorin portfolioissa noussut paino.

Ennustemme ovat noin ohjeistushaarukoiden keskellä

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna lievästi loppuvuospainoisesti 25 % 990 MEUR:oon. Kasvua ja tuloskasvua tukevat lähes läpi vuoden Keski-Euroopassa MB- ja Pohjois-Amerikassa ADCO-yritysosto. Näin ollen kasvu painottuu näihin alueisiin, mutta odotamme viime aikojen projektivoittojen, puolustussektorin väkevän kasvun ja hieman yleistalouden mukana piristyvän kysynnän kirittävän kaikki alueet kasvuun tänä vuonna. Ennustemme on suunnilleen ohjeistushaarukan keskikohdan tasolla.

Scanfilin oikaistun EBITA:n ennustamme kohoavan tänä vuonna orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun ajamana 29 % 73 MEUR:oon, mikä on hieman ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella. Tulosparannuksesta valtaosa syntyy Keski-Euroopasta ja Pohjois-Amerikasta epäorgaanisesti, mutta odotamme tulosparannuksia kaikilta alueilta kasvun ajamana. Suhteellisen kannattavuuden (oik. EBITA-%) odotamme parantuvan lievästi 7,3 %:iin kasvun tukemana. Odotamme tulokertymän painottuvan yhtiön normaalin kausiluonteen ja lievästi parempaan päin kehittyvän kysynnän takia hieman H2:lle. Arviomme mukaan uusien projektien ylösajon tulosrasitteet ovat H1:llä hieman H2:sta suuremmat, vaikka pienet marginaalirasitteet ylösajoista voivat nipistää marginaaleja läpi vuoden 2026 hieman.

Alariveillä odotamme PPA-poistojen ja rahoituskulujen

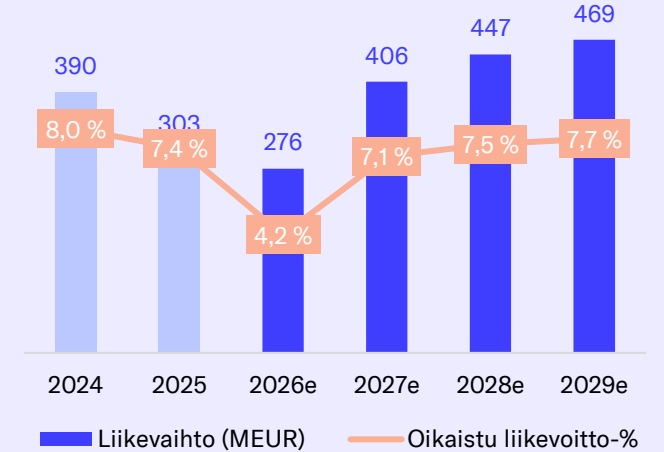
kasvavan MB- ja ADCO-yrityskauppojen takia melko selvästi. Raportoituja rahoituskuluja voivat heiluttaa hieman ei-kassavirtavaikutteiset kurssierot. Käytännön merkitystä osakkeen kannalta ei-kassavaikutteisilla kurssieroilla ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan ole. Veroasteen arvioimme asettuvan hieman normalisoitua tasoa korkeammalle 25 %:iin yritysostoihin liittyvistä veroasioista johtuen. Siten kuluvan vuoden EPS-ennustemme on 0,73 euroa (PPA poistoista oikaistuna 0,78 euroa), mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa politiikkaansa heijastellen 0,27 euroa osakkeelta ja näin nostavan osinkoaan jo 14. kertaa perän jälkeen keväällä 2027.

Vapaan rahavirran arvioimme olevan hieman tulosta heikompi, sillä liikevaihdon kasvun ansiosta yhtiö alkaa sitoa ennusteessamme hieman käyttöpääomaa varastoon ja saamisiin. Investoinnit ilman yritysostoja ovat arviomme mukaan suunnilleen poistojen tasolla, sillä yhtiö investoi eri tehtaiden laitteisiin ja rakennuksiin Kiinassa. Sieradzin rakennusinvestointien emme odota etenevän tänä vuonna. Vuoden 2026 lopussa arvioimme yhtiön nettovelan ja käyttökäteen suhteen olevan noin tasolla 1x, mikä alittaisi melko selvästi yhtiön tavoitetason 1,5x. Olemme tehneet vuoden 2026 ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia toistaiseksi.

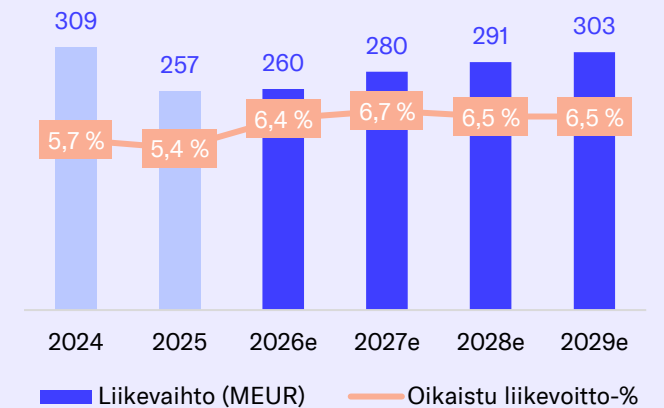
Odotamme kasvun jatkuvan vuonna 2027

Vuoden 2026 ennustemme perustuvat makroskenaarioon, jossa globaali talous kasvaa suunnilleen ekonomistien ennusteiden mukaisesti noin 3 %:n vauhtia. Euroopan ja USA:n kaltaisilla kehittyvillä markkinoilla vauhti on hidasta, kun taas Kiina kasvaa (ainakin virallisesti) globaalia taloutta pirteämmin, mutta selvästi omaa

Keski-Eurooppa liikevaihto ja kannattavuus



Pohjois-Eurooppa liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 3/4

historiaansa hitaammin. Vastaavasti korot pysyvät melko vakaina, sillä piristynvä talouskasvu nostaa hieman myös inflaatiota. Vallitsevassa geo- ja kauppapoliittisessa ympäristössä ennustettavuus vuoteen 2027 on kuitenkin vielä rajallinen.

Vuonna 2027 odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan 7 % 1060 MEUR:oon. Kasvu on lähes kokonaan orgaanista. Kasvun pääajureita ovat talouden ja investointien lievä toipuminen, mutta ennusteemme saavuttaminen vaatii yhtiöltä myös tiettyjen uusien projektisopimusten voittoja. Odotamme kasvua vuonna 2026 kaikilta maantieteellisiltä alueilta. Vuoden 2027 oikaistun EBITA:n odotamme nousevan liikevaihdon mukana ja asettuvan 81 MEUR:oon. Tulosparannus syntyy ennusteissamme liikevaihtovetoisesti kaikilta alueilta. Kannattavuuden ennusteemme on yhtiön tavoitehaarukan alalaidan sisällä 7,6 %:ssa (oik. EBITA-%). Vuonna 2027 uusien projektien ylösaajo rasittaa ennusteissamme yhtiön marginaalia hieman vuosia 2025-2026 vähemmän. Keskeisin epävarmuustekijä ensi vuoden ennusteisiimme peilattuna liittyy arviomme mukaan kysynnän kehittymiseen, kun taas yhtiön tehdasportfolion iskukunnon suhteen olemme varsin luottavaisia. PPA-poistot pysyvät vakaina ja rahoituskulut laskevat ennusteissamme hieman, kun taas veroaste normalisoituu 23-24 %:n tasolle. Siten vuoden 2026 EPS-ennusteemme kohoaa 0,85 euroon (PPA-poistoista oikaistuna 0,89 euroa), josta arviomme yhtiön maksavan politiikkansa mukaisesti osinkoa 0,29 €/osake.

Vapaan rahavirran osalta vuosi 2027 on arviomme mukaan nousujohteinen, sillä ennusteissamme kasvu sitoo lievästi käyttöpääomaa ja orgaaniset investoinnit pysyvät suunnilleen poistojen tasoissa. Siten arviomme yhtiön

taseen jatkavan vahvistumistaan (2027e: nettovelka/käyttökate 0,8x). Siten viimeistään vuoden 2027 lopulla yhtiön taloudellinen liikkumavara yrityskauppoihin olisi jälleen huomattava. Emme ole tehneet lähivuosien ennusteisiimme oleellisia muutoksia.

Vuonna 2028 sykli jatkuu normaalimpana

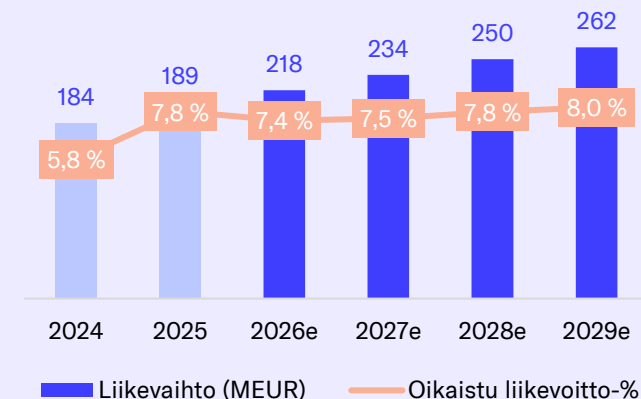
Vuonna 2028 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan yhä hieman piristymään päin olevassa ja pahimmat karikot väistäneessä makrotilanteessa 5 %:n vauhtia ja nostavan liikevaihdon 1111 MEUR:oon. Kasvua ajavat yhä BKT:n kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja maltilliset onnistumiset uusiasiakashankinnassa sekä asiakaskohtaisissa markkinaosuuksissa. Odotamme kasvua kaikilta maantieteellisiltä alueilta.

Vuoden 2027 oikaistun EBITA:n ennusteemme on 86 MEUR ja marginaali lievästi nousujohteinen 7,8 %. Ennustamme kaikkien maantieteellisten alueiden tukevan myös tuloskasvua. Rahoituskulut ovat vahvan taseen ansiosta ennusteissamme ainoastaan niukasti negatiiviset, emmekä odota PPA-poistoihin tai veroihin merkittäviä muutoksia. Siten ennustamme Scanfilin tekevän 0,92 euron EPS:n (0,97 euroa PPA-poistoista oikaistuna) vuonna 2028 ja maksavan tästä osinkoa 0,31 euroa osakkeelta. Tuloskasvun ja terveen rahavirran ansiosta arviomme Scanfilin nettovelan ja käyttökateen suhteen painuvan jo alle tason 0,5x vuoden 2028 lopussa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi runsaasti liikkumavaraa yritysostoihin.

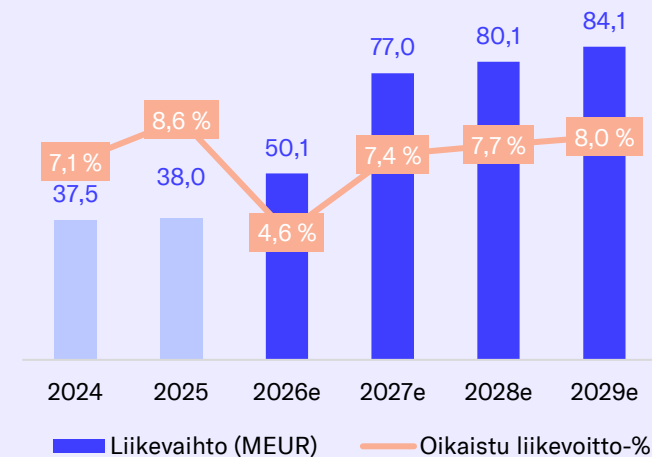
Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin

APAC liikevaihto ja kannattavuus



Amerikka liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 4/4

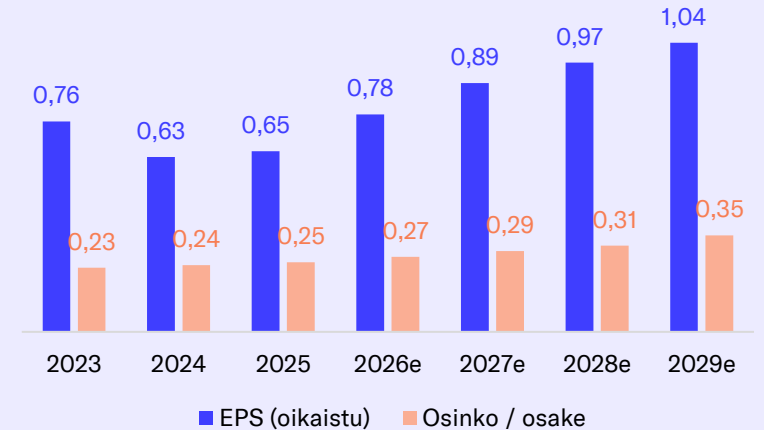
entisillä linjoillaan myös vuoden 2028 jälkeen. Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Scanfilin jatkavan kasvuaan yhtiön asiakkaita ja koko elektroniikkamarkkinaa tukevien megatrendien ja toisaalta sopimusvalmistajia vauhdittavien ajureiden myötä. Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2–5 % vuodessa, mikä heijastelee Scanfilin päämarkkina-alueiden BKT:n ja elektroniikkamarkkinan kasvuennusteita ja -näkyviä. Olemme nostaneet keskipitkän ja pitkän ajan orgaanisen kasvun ennusteitamme hieman, minkä taustalla on yhtiön juoksun parantuminen myynnissä sekä toimialan kasvua tukevien trendien jopa lievästi vahvistumaan päin papereissamme ollut voima (ml. ulkoistamisasteen näkymät). Pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä ja yhtiön yli 10 %:n kasvutavoitteen saavuttaminen onkin yritysostojen varassa.

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

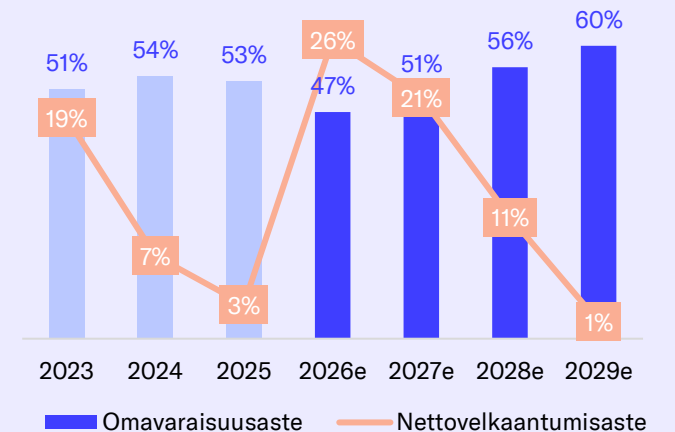
Pitkällä tähtäimellä ennuste-epävarmuus kasvaa, vaikka pidämmekin Scanfilin liiketoiminnan ison kuvan

ennustettavuutta melko hyvänä suhteessa muihin pörssiyrityksiin. Käytämme pitkän ajan ennusteitamme lähinnä DCF-mallissa.

EPS ja DPS



Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	780	193	202	191	211	797	229	254	242	268	993	1060	1111
Amerikka	38,0	11,7	11,8	12,7	13,9	50,1	17,7	18,2	19,7	21,4	77,0	80,1	84,1
APAC	189	52,2	59,5	53,8	51,9	217	55,0	63,1	58,6	57,1	234	250	262
Keski-Eurooppa	303	69,5	67,5	63,3	75,6	276	92,2	102	96,4	116	406	447	469
Pohjois-Eurooppa	257	60,6	65,6	63,1	70,9	260	65,5	71,4	68,1	75,2	280	291	303
Eliminoinnit / konsernikulut	-8,1	-1,4	-2,2	-1,7	-1,2	-6,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-8,0	-8,0
Käyttökate	73,7	17,5	19,2	18,2	23,1	78,0	21,3	24,6	24,9	26,1	96,9	103	110
Poistot ja arvonalennukset	-21,1	-5,6	-5,9	-5,6	-6,5	-23,6	-7,1	-7,2	-7,2	-7,2	-28,7	-26,4	-27,2
EBITA (oik.)	55,7	12,6	14,2	14,1	15,5	56,4	15,6	18,4	18,7	19,9	72,6	80,9	86,3
Liikevoitto	52,6	11,9	13,3	12,6	16,6	54,4	14,2	17,4	17,7	18,9	68,2	76,9	82,3
Amerikka (oik. EBITA)	3,3	0,8	0,9	1,0	0,7	3,4	1,1	1,4	1,7	1,8	6,0	6,6	7,1
APAC (oik. EBITA)	14,6	3,6	5,1	4,2	4,5	17,4	4,1	4,9	5,0	4,8	18,8	20,7	22,2
Keski-Eurooppa (oik. EBITA)	24,2	5,2	4,9	4,1	6,8	21,0	6,8	7,7	7,8	9,0	31,4	36,3	38,9
Pohjois-Eurooppa (oik. EBITA)	14,4	3,1	3,7	5,4	4,8	17,0	4,4	4,9	4,7	4,8	18,8	19,3	20,1
Eliminoinnit / konsernikulut	-0,8	-0,1	-0,4	-0,7	-1,2	-2,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-2,3	-2,0	-2,0
Oikaisuerät	-3,1	-0,7	-0,9	-1,5	1,1	-2,0	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-4,4	-4,0	-4,0
Nettorahoituskulut	-1,5	-1,2	0,2	-0,6	-1,6	-3,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,4	-4,4	-3,6
Tulos ennen veroja	51,1	10,7	13,5	12,0	15,0	51,2	13,1	16,3	16,6	17,8	63,8	72,5	78,8
Verot	-12,5	-2,4	-3,0	-2,8	-2,1	-10,3	-3,3	-4,1	-4,2	-4,5	-16,0	-17,0	-18,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	38,6	8,3	10,5	9,2	12,9	40,9	9,8	12,2	12,5	13,4	47,8	55,5	60,3
Nettotulos	38,6	8,3	10,5	9,2	12,9	40,9	9,8	12,2	12,5	13,4	47,8	55,5	60,3
EPS (oikaistu)	0,63	0,14	0,17	0,16	0,18	0,65	0,17	0,20	0,20	0,22	0,78	0,89	0,97
EPS (raportoitu)	0,59	0,13	0,16	0,14	0,20	0,62	0,15	0,19	0,19	0,20	0,73	0,85	0,92

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	984	993	1 %	1059	1060	0 %	1109	1111	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	72,2	72,6	1 %	81,1	80,9	0 %	86,6	86,3	0 %
Liikevoitto	67,8	68,2	1 %	77,1	76,9	0 %	82,6	82,3	0 %
Tulos ennen veroja	63,4	63,8	1 %	72,7	72,5	0 %	79,0	78,8	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,78	0,78	0 %	0,90	0,89	-1 %	0,97	0,96	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,27	0,27	0 %	0,29	0,29	0 %	0,31	0,31	0 %

Lähde: Inderes *HUOM: Scanfilin käyttämä määritelmä vertailukelpoinen EBITA on sama kuin tämän raportin oikaistu EBITA

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	152	162	282	266	266
Liikearvo	29,1	36,3	88,3	72,3	72,3
Aineettomat hyödykkeet	20,0	20,6	46,7	42,8	38,9
Käyttöomaisuus	94,9	96,7	107	111	115
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	31,5	31,5	31,5
Laskennalliset verosaamiset	7,7	8,2	8,2	8,2	8,2
Vaihtuvat vastaavat	387	432	464	493	511
Vaihto-omaisuus	168	177	211	223	229
Muut lyhytaikaiset varat	4,9	5,4	4,9	4,9	4,9
Myyntisaamiset	165	176	209	223	233
Likvidit varat	48,5	74,7	39,7	42,4	44,4
Taseen loppusumma	539	595	746	759	777

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	291	315	347	385	426
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	256	281	313	351	392
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	33,4	31,1	32,0	32,0	32,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	63,7	59,8	143	107	85,8
Laskennalliset verovelat	9,7	8,6	14,6	14,6	14,6
Varaukset	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8
Korolliset velat	41,9	45,5	90,7	86,4	65,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	10,3	3,8	36,0	3,8	3,8
Lyhytaikaiset velat	184	220	256	267	266
Korolliset velat	27,8	38,7	40,6	38,1	25,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	154	175	209	223	233
Muut lyhytaikaiset velat	2,8	6,6	6,6	6,6	6,6
Taseen loppusumma	539	595	746	759	777

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Scanfil hinnoitellaan markkinoilla tulospohjaisesti

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

Mielestämme seuraavat tekijät painavat ja tukevat Scanfilin arvostusta:

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

Lähivuosien tuloskasvuodotukset ovat myönteiset ja niihin liittyvät riskit ovat globaaliin talouteen ja geopolitiikkaan liittyvistä epävarmuuksista huolimatta jokseenkin tasapainoiset.

M&A-optio on mielestämme positiivinen, sillä Scanfil on osoittanut kykynsä luoda omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä ja yhtiölle kertyy taas pian tulivoimaa uusiin järjestelyihin.

Investointivetoisuus ja (pieni) riski suurten asiakkaiden menettämisestä pitävät näkyvyyden lyhyenä ja aiheuttavat volatiliiteettia, mikä nostaa yhtiön riskiprofilia.

Haastava arvoketjuasema suurten komponenttitoimittajien

ja asiakkaiden välissä rajaa kannattavuuspotentiaalia ja pitää yleensä myös kassavirran tulosta heikompana.

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

Nämä tekijät huomioiden Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 12x–16x sekä vastaavasti EV/EBIT-kertoimella mitattuna 10x–13x noin vuoden eteenpäin katsoen. Nämä tasot ovat markkinoiden viimeisen 5 vuoden aikana markkinoiden Scanfilille keskimäärin hyväksymien mediaanitasojen (P/E noin 13x, EV/EBIT noin 11x) kanssa suunnilleen linjassa tai hieman mediaanien yläpuolella. Tämä on mielestämme perusteltua, sillä Scanfilin arvonluontinäkökulma ja siihen liittyvät riskit on mielestämme jokseenkin tasapainossa suhteessa 5 vuoden keskimääräiseen tilanteeseen ja myös korko-odotukset peilaavat jokseenkin taakse päin katsovan jakson keskimääräistä toteumaa. Myöskään asiakasriskissä muutokset eivät ole olleet huomattavan suuria hieman riskiprofilia tasoittaneista kolmesta yritysostosta huolimatta.

Scanfilin arvostusta ovat mielestämme historiassa painaneet osittain yhtiön vahvan kehityksen sijaan toimialan tietyiltä osin haastava maine, sykliset riskit ja epävarmuus tulospotentiaalin saavuttamisesta. Markkinan hyväksymä arvostus onkin ollut lievästi nousujohteinen yhtiön kasvunäkymän vahvistuttua orgaanisesti ja epäorgaanisesti vuoden 2025 alun jälkeen. Näemme yhtiön hyväksyttävässä arvostustasossa mieluummin yhä maltillista nousuvaraa suhteessa historiallisiin pidemmän ajan

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,2	13,2	13,2
Osakemäärä, milj. kpl	65,7	65,7	65,7
Markkina-arvo	865	865	865
Yritysarvo (EV)	957	947	912
P/E (oik.)	16,9	14,8	13,6
P/E	18,1	15,6	14,4
P/B	2,5	2,2	2,0
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	9,9	9,2	8,3
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,7	10,6
Osinko/tulos (%)	37,1 %	34,4 %	33,8 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,2 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

keskiarvoihin toteumiin. Tämä toki edellyttäisi vallitsevan yleisen taloudellisen ja poliittisen epävarmuuden kurissa pysymistä, globaalin talouden jossain määrin myönteistä kehitystä, tasaiseen tuloskasvuun kiinni pääsemistä sekä korko-odotusten jäämistä korkeintaan nykyisille tasoilleen.

Arviomme mukaan Scanfililla on edellytykset jatkaa positiivista kehitystä myös lähivuosina, jos globaali talous ei sakkaa ja myös Eurooppa pysyy kasvussa kiinni. Orgaanisen kasvun sekä etenkin pääoman tuoton ylläpito pusksivat yhtiötä mielestämme yhä selvemmin kohti pörssin laatu-yhtiökategoriaa. Tällä taas olisi edellytyksiä hinata arvostushaarukkaa pienin askelin ylöspäin viimeisen 10 vuoden kehityskaaren tavoin, kun taas nopeiden tasomuutosten kestävyys suhtaudumme jossain määrin varauksella osakemarkkinoille tyypillisestä volatilitteetistä huolimatta.

Lyhyen ajan kertoimet ovat kohonneet kipurajoille

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2026 ja 2027 ovat noin 17x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat noin 13x ja 12x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 2 %:n tasolla. Näin ollen osakkeen arvostus on ottanut viimeisen vuoden kurssinousussa jo etukenoa 12 kuukauden tähtäimellä, sillä kertoimet asettuvat yhtiölle hyväksymiemme haarukoiden ylälaitojen yläpuolelle tai niiden tienoille kuluvalle vuodelle sekä haarukoiden ylempiin puoliskoihin ensi vuodelle.

Scanfilin P/B-luku (Q1'26 LTM) 2,7x on korkeahko verrattuna yhtiön viimeisen 5 vuoden oikaistuun 17 %:n oman pääoman tuottoon ja vallitseviin tuloskasvuodotuksiin. Scanfilin staattinen taaksepäin katsova tulostuotto on näillä luvuilla 6 %:n tasolla. Arviomme mukaan Scanfilin oman pääoman kustannus on sijoittajien näkökulmasta tällä hetkellä noin 9

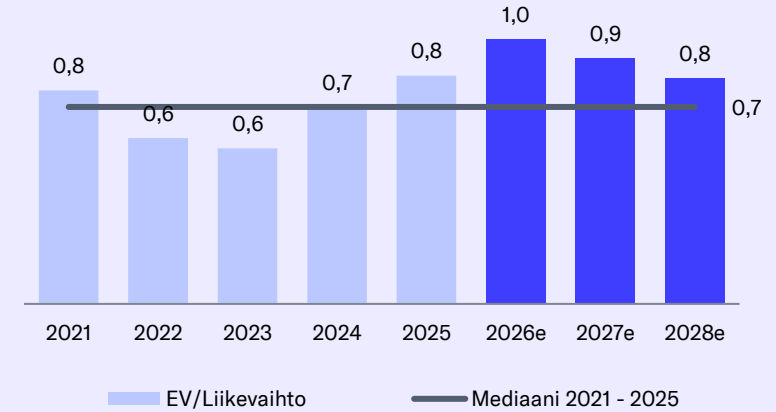
%:n tasolla, joten taaksepäin katsova staattinen tulostuotto kattaa tuottovaatimuksesta vain noin kaksi kolmannesta. Siten yhtiön pitkän aikavälin yhä melko hyviä kannattavan kasvun mahdollisuuksia on hinnoiteltu osakkeeseen varsin selvästi, ja nykyisen tasearvostuksen perustelu vaatii yhtiöltä tuloksen kasvattamista vähintään lähivuosien ennusteidemme mukaisesti.

Verrokkiryhmän arvostus on historiallisen korkea

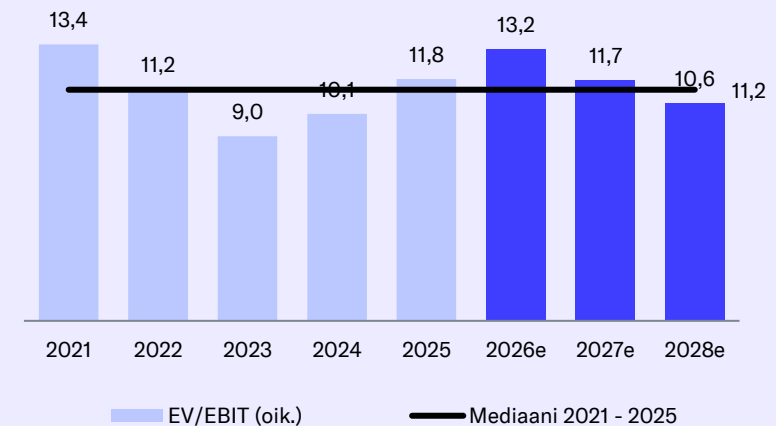
Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiryhtiöiden vertailtavuus Scanfilin verrokkien suuresta määrästä huolimatta ei ole täydellinen,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

Sopimusvalmistajien tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat nyt historiallisen korkeita, sillä verrokkiryhmän kuluvan vuoden ennusteiden mukainen P/E-kerroin on 24x, EV/EBIT-kerroin 18x ja EV/S-kerroin 1,2x. Kertoimet ovat olleet nousussa jo pitkään, mikä taas heijastelee monen sopimusvalmistajan keskimäärin saavuttamaa suorituskyvyn nousua sekä myös toimialan maineen jonkinasteista

EV/Liikevaihto



EV/EBIT



Arvonmääritys ja suositus 3/4

parantumista (ml. monet sopimusvalmistajat ovat tuoneet erinomaisia sijoitustuottoja viimeisen 10 vuoden aikana). Viimeisen vuoden aikana nousu on kuitenkin ottanut täysin uuden kulmakertoimen tekoälypullonkaula- sekä puolustusbuumien takia, sillä datakeskusinvestoinnit ovat olleet merkittävä ajuri etenkin monelle suurelle sopimusvalmistajalle ja puolustussektorin kysynnän nousu eurooppalaisille pelureille. Suhteessa noin vuoden takaiseen aikaan verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat nousseet jopa 50-100 %. Pidämme verrokkiryhmän hyväksyttävän arvostuksen asteittaista nousua perusteltuna, mutta viimeisen vuoden aikana nähty kertoimien raju leventyminen on mielestämme nostanut jo selviä riskejä vallitsevien arvostustasojen kestävyuden suhteen. Näemmekin pitkässä juoksussa sektoritason hyväksyttävän arvostuksen olevan melko selvästi nykyisiä tasoja alempana, kun huomioidaan toimialan normalisoitu kasvuvauhti, pääoman tuotto ja riskiprofiili.

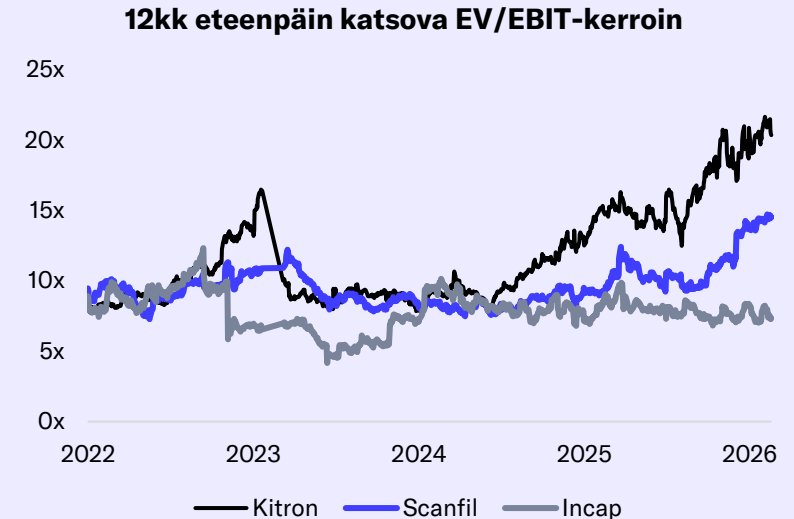
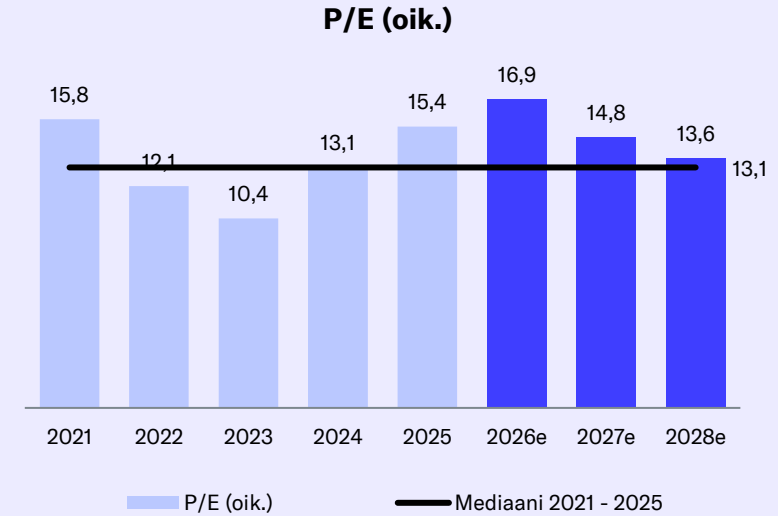
Scanfil on arvostettu tulos pohjaisilla kertoimilla noin 20-30 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Suhteessa pohjoismaisiin ydinverrokkeihin Scanfil on suunnilleen neutraalisti arvostettu. Scanfil ansaitsee mielestämme yleensä pienen preemion suhteessa koko verrokkiryhmään, kun huomioidaan viime vuosien pääosin hyvä suorituskyky, aseoituminen paremmin kannattavaan teollisuuselektronikan segmenttiin sekä kohtuulliset asiakasriskit. Vastaavasti suhteessa pohjoismaisiin ydinverrokkeihin arvostuksen tulisi mielestämme olla suunnilleen linjassa. Näin ollen suhteellisesta vinkkelistä osake näyttää edelleen kohtuuhintaiselta, mutta verrokkina on toki historiallisen tyyris ja absoluuttisesti kallis verrokkiryhmä. Näin ollen osakkeen suhteellinen arvostus

näyttää kokonaisuutena mielestämme melko neutraalia kokonaiskuvaava verrokkiarvostuksiin liittyvät riskit huomioiden.

DCF-arvonmääritys näyttää myös punaista valoa

Annamme arvonmäärityksessä myös rahavirtamallille (DCF) suhteellisen arvostuksen tavoin absoluuttisia kertoimia lievästi maltillisemman painoarvon, koska DCF-malli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin ja tuottovaatimukseen nähden. Pitkään tähtäintä huomioiva DCF-malli antaa kuitenkin mielestämme melko hyvän kuvan Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta, sillä liiketoiminnan ennustettavuus on vähintäänkin kohtuullinen. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 12,5 euroa, mikä tukee muiden menetelmien indikoimaa jo melko haastavaa kuvaa Scanfilin osakkeen hinnoittelusta lyhyellä tähtämellä.

Ennustemallissamme Scanfilin liikevaihdon orgaaninen kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 3–5 %:iin ja EBIT-marginaali asettuu noin 7 %:iin liikevaihdosta, jotka ovat linjassa yhtiön viime vuosien suorituskyvyn kanssa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohollaan yli 67 %:n tasolla, vaikka tämä johtuu tosin osin MB-kaupan kassavirtojen ajoituksesta mallissa. Näin ollen parametrit asettavat vaatimustason melko ylös, vaikka mitenkään kohtuuttomina emme niitä pidäkään. DCF-mallimme ei myöskään huomioi mahdollista yritysostovetoista arvonluontia. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,2 % ja oman pääoman kustannus 8,8 %. Riskitön korko on 2,5 %, ja markkinan riskipremio puolestaan 4,75 %. Emme ole tehneet oleellisia muutoksia mallimme tuottovaatimukseen



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Osake on hinnoiteltu lyhyellä tähtämellä täyteläisesti

Näkemyksemme mukaan Scanfilin osakkeen käypä arvo on noin 11–13 euroa osakkeelta. Arviomme perustuu lähivuosien noin 0,90 euron EPS-potentiaaliin ja 12x–16x P/E-tuloskertoimeen sekä potentiaalin saavuttamisen vielä vaatimaan aikaviiveeseen (ts. 2026 tulos jää arviomme mukaan vielä tämän potentiaalin alapuolelle) ja myös DCF-malliin (sis. tuottovaatimukseen ja terminaalikannattavuuteen liittyvät herkkyyksianalyysit). Pidemmällä aikavälillä arvioimme Scanfilin osakkeen käyvän arvon nousevan asteittain, kunhan yhtiö jatkaa kannattavaa orgaanista ja epäorgaanista kasvuaan, mikä toki vaatii taakseen globaalien taloudellisten aktiviteetin pysymistä kohtuullisena.

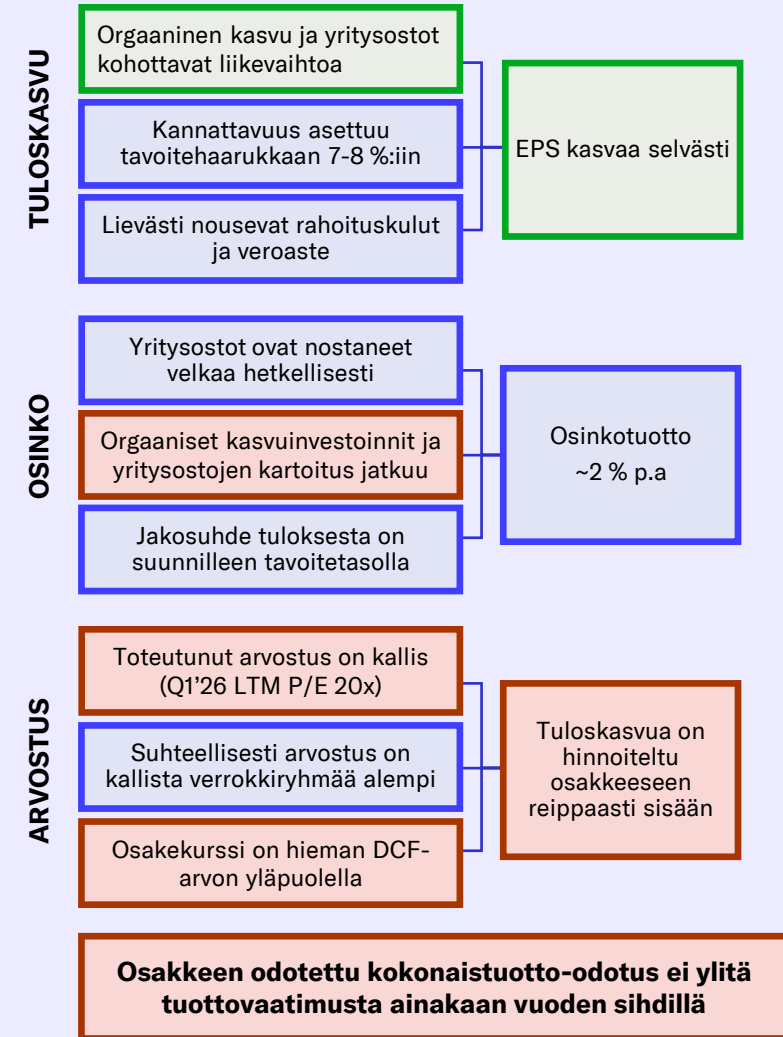
Arvostusmittarien muodostama kokonaisuus huomioiden pidämme osakkeen tuotto-odotusta myös seuraavan vuoden tähtämellä vaatimattomana tuottovaatimukseen nähden. Tuotto-odotus muodostuu etenkin tuloskasvusta ja osingosta sekä arvostuksen melko selvästä laskuvarasta (Q1'26 LTM P/E 20x). Myös keskipitkällä tähtämellä osakkeen tuotto-odotus tulee arviomme mukaan pääosin samoista komponenteista, joskin muutamien vuosien tähtämellä tuloskasvu voisi sulatella kertoimien laskuvaraa ja puskea siten tuotto-odotuksen puhtaammin tuloskasvusta riippuvaiseksi. Tämä toki edellyttää, että Scanfil onnistuu strategiansa toteutuksessa eivätkä korkotasot keskipitkällä tähtämellä nouse oleellisesti nykyisistä tasoista. Tuotto-odotus voisi nousta positiiviseksi 12 kuukauden tähtämellä ja keskipitkällä aikavälillä, mikäli yhtiön tuloskasvunopeus ylittäisi ennustemme ja/tai osakkeen viimeisen reilun vuoden aikana kohonneesta arvostustasosta tulisi uusi hyväksyttävä normaali.

Yrityskauppaoptio tulisi kaupan päälle

Kaupan päälle sijoittajat saavat Scanfilin positiivisen yritysosto-option. Strategisesti yhtiöön hyvin sopivat ja kohtuuhintaiset yrityskaupat (ml. arvostus omien preemiokertoimien alapuolella) tukisivat lähtökohtaisesti näkemystämme Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta. Mahdollisten kauppajen ajoituksiin liittyvä epävarmuus on toki korkea ja kaikkia kauppajia on myös arvioitava laadullisesti tapauskohtaisesti.

Osaketuoton ajurit Q1'26 LTM –2028e

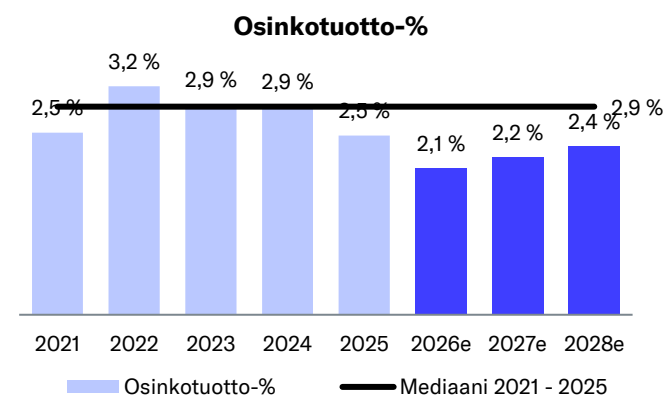
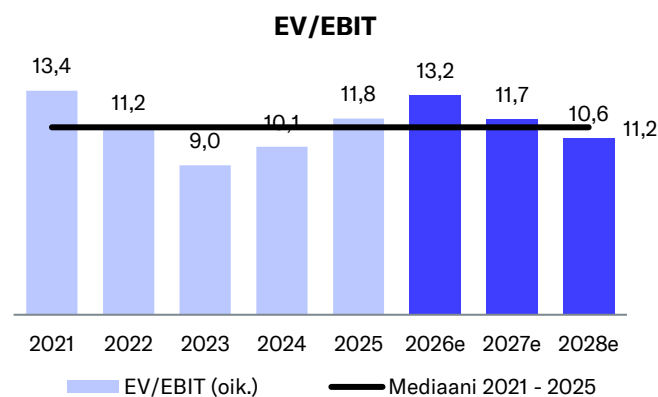
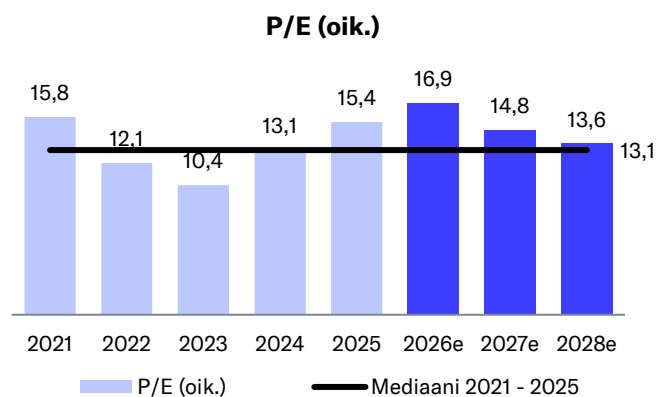
■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	7,46	6,58	7,83	8,25	9,98	13,2	13,2	13,2	13,2
Osakemäärä, milj. kpl	64,5	64,5	65,3	65,3	65,4	65,7	65,7	65,7	65,7
Markkina-arvo	481	424	511	538	653	865	865	865	865
Yritysarvo (EV)	541	510	563	560	662	957	947	912	875
P/E (oik.)	15,8	12,1	10,4	13,1	15,4	16,9	14,8	13,6	12,7
P/E	16,2	12,1	10,6	14,0	16,0	18,1	15,6	14,4	13,3
P/B	2,3	1,9	1,9	1,9	2,1	2,5	2,2	2,0	1,8
P/S	0,7	0,5	1,9	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	9,8	8,1	7,0	7,6	8,5	9,9	9,2	8,3	7,6
EV/EBIT (oik.)	13,4	11,2	9,0	10,1	11,8	13,2	11,7	10,6	9,5
Osinko/tulos (%)	41,1 %	38,7 %	31,1 %	40,6 %	40,0 %	37,1 %	34,4 %	33,8 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,2 %	2,9 %	2,9 %	2,5 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Incap	267	275	9,5	8,0	7,2	6,3	1,0	0,9	11,9	10,2			1,7
Kitron	2163	2208	20,9	17,3	17,0	14,3	2,1	1,7	27,1	23,1	1,3	1,5	5,5
Hanza	870	1052	14,9	12,8	9,3	8,3	1,1	1,0	18,8	15,3	1,3	1,7	2,2
Pegatron	6116	5179	11,1	8,1	5,8	4,9	0,2	0,1	14,8	12,2	4,7	5,5	1,0
Celestica	39948	40286	30,4	20,3	26,8	18,4	2,4	1,7	39,8	26,6			14,9
Flextronics	47100	48277	32,6	24,5	25,1	19,4	2,1	1,7	45,9	33,6			10,8
Foxconn	102307	99606	10,4	8,6	8,0	6,7	0,4	0,3	15,2	12,5	3,3	4,1	2,0
Jabil	35051	36858	22,0	19,0	15,9	14,3	1,3	1,1	31,2	26,1	0,1	0,1	25,2
Hana Microelectronics	884	576	25,7	17,0	9,3	7,5	1,0	0,9	36,6	25,0	1,8	2,4	1,2
TT Electronics	246	319	8,0	6,6	5,6	5,0	0,6	0,6	13,6	8,6	2,7	2,8	1,0
Fabrinet	19619	18794	44,6	35,5	39,1	30,9	4,8	3,9	46,1	37,2			9,6
Universal Scientific	11042	9842	28,0	17,4	18,8	13,5	1,1	0,9	34,3	23,1	1,2	1,7	3,9
Venture Corporation	3453	2607	14,3	13,3	12,5	11,7	1,5	1,4	20,9	19,6	4,4	4,4	1,8
Plexus	6801	6741	27,5	24,3	21,8	19,6	1,7	1,5	36,0	31,3			5,0
Note	436	584	13,4	11,5	10,0	8,6	1,4	1,2	14,7	11,9			2,4
Lacroix	94	159	7,0	6,0	4,4	4,0	0,4	0,3	7,2	5,6	2,7	6,2	
Scanfil (Inderes)	865	957	13,2	11,7	9,9	9,2	1,0	0,9	16,9	14,8	2,1	2,2	2,5
Keskisarvo			20,0	15,6	14,8	12,1	1,4	1,2	25,9	20,1	2,4	3,0	5,9
Mediaani			17,9	15,2	11,2	10,1	1,2	1,1	24,0	21,3	2,3	2,6	2,4
Erotus-% vrt. mediaani			-26 %	-23 %	-12 %	-9 %	-19 %	-17 %	-30 %	-31 %	-9 %	-15 %	4 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

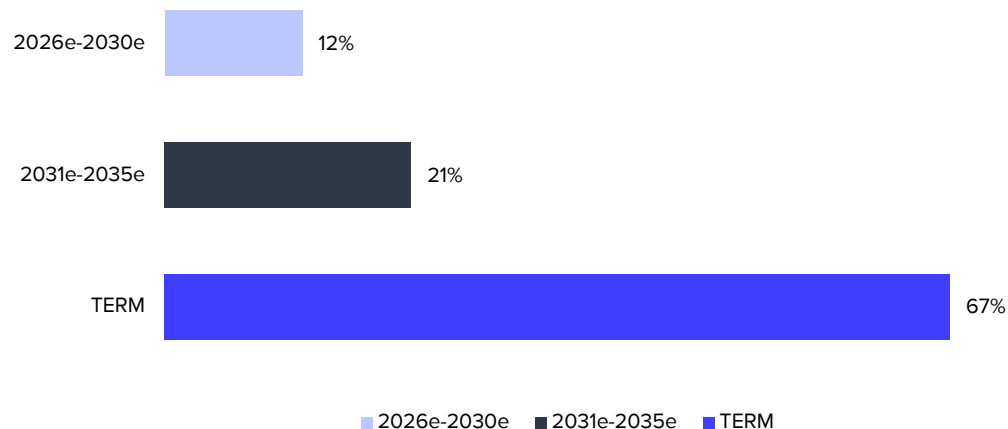
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	24,6 %	6,8 %	4,8 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	6,8 %	6,9 %	7,3 %	7,4 %	7,6 %	7,2 %	7,2 %	7,1 %	7,0 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
Liikevoitto	54,4	68,2	76,9	82,3	87,7	87,3	90,8	93,1	95,5	96,1	98,5	
+ Kokonaispoistot	23,6	28,7	26,2	27,0	28,1	28,7	28,9	29,4	29,9	30,1	30,0	
- Maksetut verot	-11,9	-10,0	-17,0	-18,5	-19,9	-20,2	-21,2	-21,8	-22,4	-22,6	-23,1	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-1,3	-1,1	-0,9	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	
- Käyttöpääoman muutos	5,8	-32,8	-12,1	-6,1	-8,0	-8,2	-7,3	-10,1	-10,5	-8,2	-7,0	
Operatiivinen kassavirta	71,2	53,0	73,0	83,9	87,2	87,3	91,1	90,6	92,4	95,4	98,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,4	32,1	-32,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-33,2	-148,5	-10,1	-27,1	-27,1	-28,1	-28,1	-28,1	-29,1	-29,1	-30,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	31,6	-63,4	30,7	56,8	60,1	59,2	63,0	62,5	63,3	66,3	67,6	
+/- 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	31,6	-63,4	30,7	56,8	60,1	59,2	63,0	62,5	63,3	66,3	67,6	1208
Diskontattu vapaa kassavirta		-60,7	27,1	46,4	45,4	41,3	40,6	37,2	34,9	33,7	31,8	567
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		845	906	879	832	787	746	705	668	633	599	567
Velaton arvo DCF		845										
- Korolliset velat		-84,2										
+ Rahavarat		74,7										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-16,4										
Oman pääoman arvo DCF		819										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	23,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,32
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

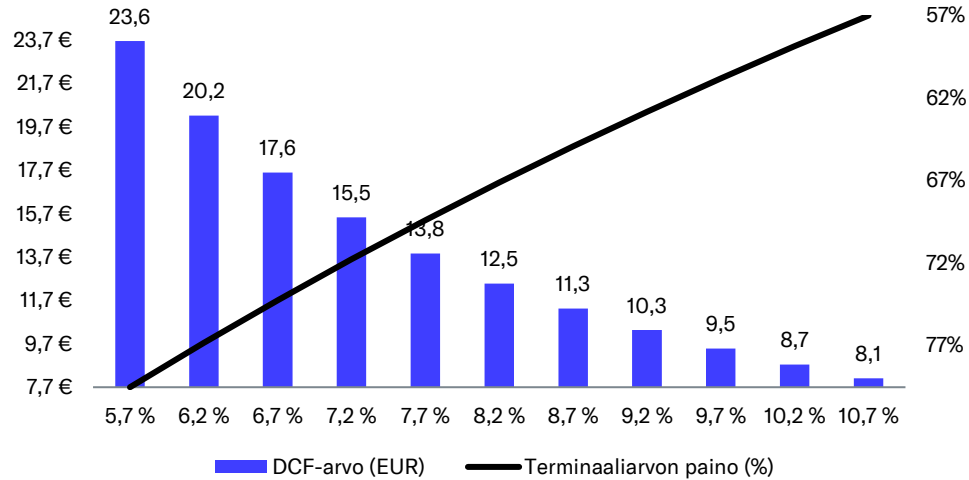
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

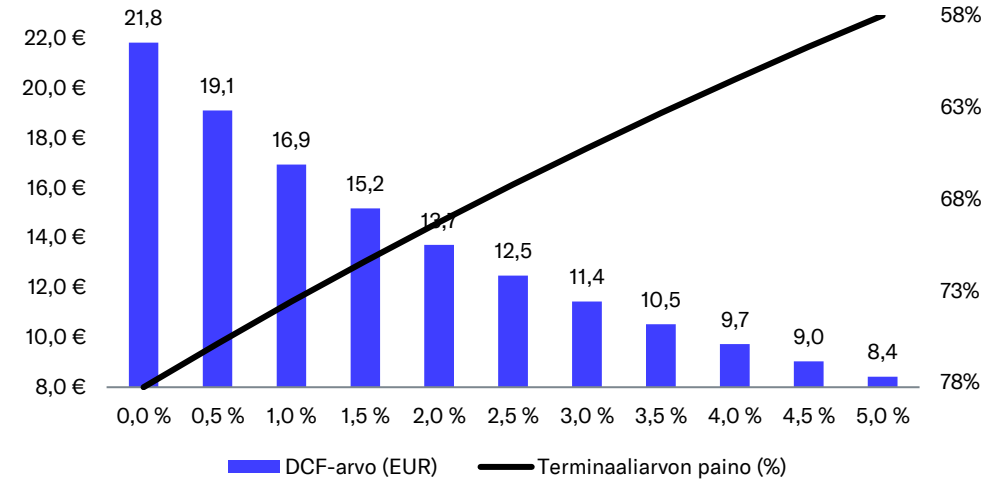


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

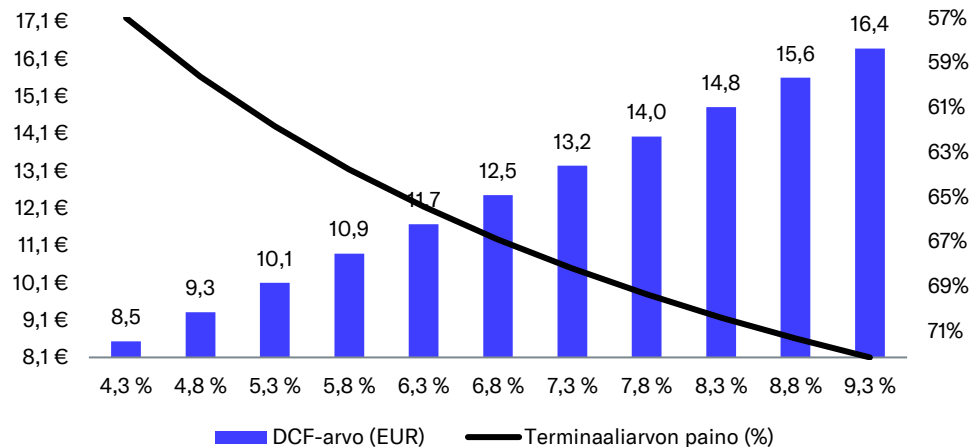
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



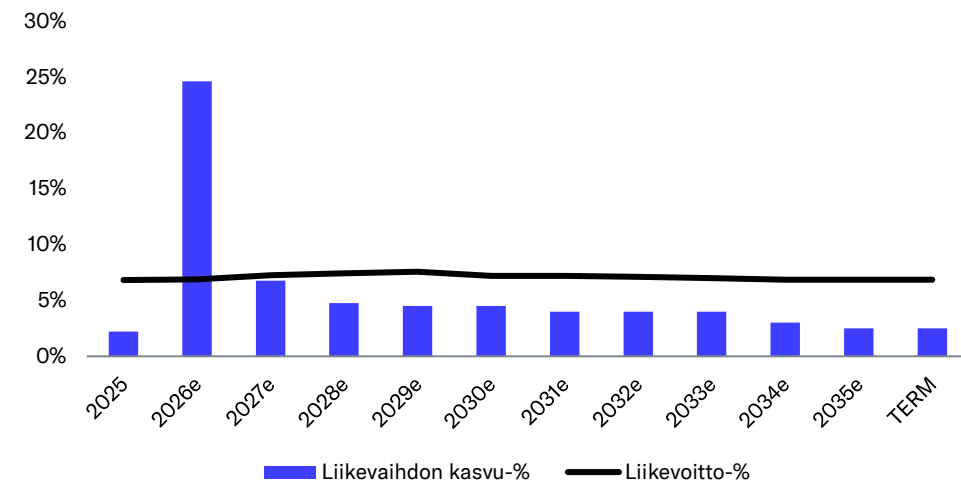
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

Ydinliiketoimintojen taksonomaluokittelu hankalaa toiminnan luonteen takia

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

Scanfilin ei liity merkittäviä ympäristöpoliittisia kysymyksiä

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

Emme odota merkittäviä investointitarpeita ilmastotavoitteita kohti pyrkimisestä

Scanfil päivitti ilmasto-ohjelmansa strategiansa yhteydessä keväällä 2024. Yhtiö tiedotti keväällä 2026 edenneensä etuajassa päästöjen vähentämisen osalta. Scanfilin ilmasto-ohjelma tähtäsi hiilidioksidipäästöjen (scope1 ja scope2) puolittamiseen vuonna 2030 laskettuna vuoden 2020 tasosta, mikä vastaa kasvihuonekaasuprotokollan (Greenhouse Gas Protocol) mukaista tavoitetasoa. Vuoden 2025 lopussa yhtiö oli vähentänyt päästöjään 69 %:lla. Arvoketjussa syntyviä scope3

päästöjä Scanfil pyrki vähentämään vuoteen 2030 mennessä 25 %:lla vuoden 2022 tasoon verrattuna, mutta vuoden 2025 lopussa vähenemä oli jo 32 %. Lisäksi tavoite sisältää päämäärän kasvattaa Scanfilin fossiilivapaan energian käytön osuus vuoden 2020 28 %:sta 60 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Yhtiö saavutti tämän tavoitteen vuoden 2025 lopussa. Näin ollen kehitys päästöjen alentamisen suhteen on ollut vahvaa.

Scanfil myös kertoi Q1'24:n raportissaan, että yhtiö on sitoutunut Science Based Targets initiative -järjestön (SBTi) nettonolla 2050 –tavoitteisiin. Syyskuussa 2024 EBTi myös validoi Scanfilin Pariisin ilmastopimuksen kanssa linjassa olevan sitoumuksen. Yhtiön tavoitteena on vahvistaa uudelleen lyhyen ajan SBTi-tavoitteet sekä asettaa uuden pitkän ajan tavoitteet. Lisäksi yhtiö jatkaa muun muassa uusiutuvan energian hankintaa sekä jätteiden vähentämistä.

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

Taksonomiakelpoisuus	2024	2025
Liikevaihto	7 %	9 %
OPEX	7 %	9 %
CAPEX	9 %	9 %

Taksonomian mukaisuus	2024	2025
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

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

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

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

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 suosituksin 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 arvion 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 missään tutkimuksen 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/02/2022	Lisää	8,00 €	7,08 €
23/02/2022	Lisää	8,00 €	6,84 €
19/04/2022	Lisää	8,00 €	7,04 €
01/06/2022	Lisää	7,60 €	6,66 €
14/07/2022	Lisää	7,60 €	6,98 €
08/08/2022	Vähennä	7,60 €	6,76 €
27/10/2022	Vähennä	7,25 €	5,84 €
22/02/2023	Vähennä	8,25 €	7,74 €
23/04/2023	Vähennä	9,00 €	9,13 €
26/04/2023	Vähennä	9,00 €	9,67 €
06/07/2023	Vähennä	9,50 €	10,38 €
31/07/2023	Vähennä	10,00 €	10,56 €
07/08/2023	Vähennä	10,00 €	10,64 €
14/09/2023	Lisää	10,00 €	8,51 €
16/10/2023	Lisää	9,00 €	7,64 €
30/10/2023	Lisää	9,00 €	7,38 €
25/02/2024	Lisää	9,00 €	7,71 €
25/04/2024	Lisää	9,00 €	7,78 €
11/06/2024	Lisää	9,00 €	7,48 €
07/08/2024	Lisää	9,00 €	7,35 €
07/10/2024	Lisää	9,00 €	7,38 €
28/10/2024	Lisää	8,70 €	7,87 €
24/02/2025	Lisää	9,40 €	8,76 €
09/04/2025	Lisää	9,00 €	8,08 €
25/04/2025	Vähennä	9,00 €	8,76 €
18/07/2025	Vähennä	10,50 €	11,32 €
27/10/2025	Vähennä	10,50 €	11,06 €
12/12/2025	Lisää	10,50 €	9,82 €
02/02/2026	Vähennä	11,00 €	11,30 €
23/02/2026	Vähennä	11,50 €	11,64 €
24/04/2026	Vähennä	11,50 €	12,42 €
17/06/2026	Vähennä	12,50 €	13,16 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**