

## Arvostus on liian alhainen suhteessa näkymiin

Nostamme Scanfilin tavoitehintamme 4,25 euroon (aik. 3,80 euroa) ja suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). Yhtiön Q1-raportti oli kokonaisuutena odotuksiamme parempi. Näin ollen olemme entistä luottavaisempia yhtiön lyhyen aikavälin tuloskasvunäkymien suhteen, mihin suhteutettuna Scanfilin osake on mielestämme maltillisesti arvostettu.

### Q1 meni yhtiöltä odotuksia paremmin, vaikka markkina ei vetoapua tarjonnut

Scanfil teki Q1:llä 122 MEUR:n liikevaihdolla 6,2 MEUR:n vertailukelpoisen liikevoiton. Yhtiön liikevaihto osui ennusteisiin, mutta operatiivinen tulos oli selvästi odotuksiamme parempi, joskin liikevoittotason ylitystä selittivät osin ennusteita matalammat poistot. Odotuksia paremman ja myös absoluuttisesti kohtuullisen kannattavuuden (Q1: EBIT-% 5,0 %) taustalla oli etenkin vuoden 2015 kesällä ostetun PartnerTechin saneeraus, joka laski Scanfilin kiinteitä kuluja huomattavasti viime vuoden aikana. Markkinatilanteesta yhtiö ei saanut olennaista vetoapua, sillä varsinkin Q1:n alussa kysyntä oli yleisesti vaisua. Alemmilla riveillä Scanfil ylitti ennusteemme vielä selvemmin, sillä rahoituskulut olivat poikkeuksellisesti positiiviset ja myös veroaste oli yhtiölle matalalla tasolla 15 %:ssa. Siten Q1:n 0,09 euron EPS ylitti ennusteemme huomattavalla marginaalilla.

### Ohjeistus ennallaan, mutta markkinoilla oli piristymisen merkkejä näkyvissä

Scanfil toisti Q1-raportissa kuluvan vuoden ohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiön liikevaihto on tänä vuonna 480-520 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 26-31 MEUR. Kysynnän yhtiö kertoi piristyneen Q1:n aikana ja piristymisen merkkejä on edelleen näkyvissä. Tämä on mielestämme linjassa globaalin talouden ja teollisuuden luottamusindikaattoreissa nähdyin suotuisan kehityksen ja Scanfilin asiakkaiden (mm. pohjoismaisia konepajoja ja teknologiayhtiöitä) Q1-raporttien kanssa. Teimme raportin jälkeen marginaalisia muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme ja odotamme nyt Scanfilin tekevän tänä vuonna 505 MEUR:n liikevaihdolla 30 MEUR:n vertailukelpoisen liikevoiton. Tulospaannusta ajaa etenkin viime vuotta alemmat kiinteät kulut, kun taas liikevaihdon osalta olemme suotuisista merkeistä huolimatta edelleen melko varovaisia. Ennusteemme ovat varsinkin tuloksen osalta ohjeistushaarukan ylälaidalla. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö voi tarkastaa H2:lla ohjeistustaan ylöspäin, jos kysynnän piristymisestä muodostuu toinen selkeä tulosajuri säästöjen ohelle. Ensi vuonna odotamme Scanfilin myynnin kasvavan 3 % 520 MEUR:oon ja vertailukelpoisen liikevoiton paranevan 33 MEUR:oon liikevaihdon kasvun mukana. Ensi vuoden tulosennusteitamme nostimme noin 5 %:lla Q1-raportin jälkeen.

### Arvostus on maltillinen absoluuttisesti ja suhteellisesti

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Lähivuosien osinko-tuottojen ennustamme olevan tuloksen mukana nousukäyrällä pysyvän osingon ansiosta 3-4 %. Mielestämme Scanfilin arvostus on absoluuttisesti maltillinen, vaikka sopimusvalmistajille ei voidakaan hyväksyä erityisen korkeita kertoimia niiden haastavan arvoketujosition takia. Suhteellisesti Scanfil on hinnoiteltu kansainvälisistä suurista sopimusvalmistajista koostuvaan verokkiryhmään nähden noin 10 %:n alennuksella tulos pohjaisesti, vaikka koko sopimus-valmistusmarkkinoita nopeammin kasvavaan ja kannattavampaan teollisuus-elektronikkasegmenttiin asemoitunut Scanfil ansaitsee mielestämme lievän suhteellisen preemion. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta.

### Analytiikko

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



### Suositus

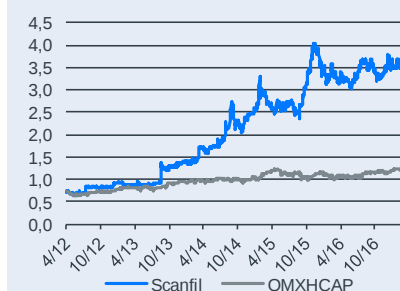
Osta



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 4,25 EUR

Edellinen: 3,80



Lähde: Bloomberg

Ei-lisen päätös 3,67 EUR

12 kk vaihteluväli 2,86-3,85 EUR

Potentiaali 15,8 %

### Ohjeistus

Scanfil arvioi vuoden 2017 liikevaihdon olevan 480 -520 MEUR ja liikevoiton 26-31 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

### Avainluvut

|                         | Liikevaihto | Liikevoitto | Liikevoitto- | Tulos ennen                  | Tulos/ | Osinko/ | EV/         | EV/                      | EV/  | P/E  | Osinko- |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------------------|--------|---------|-------------|--------------------------|------|------|---------|
|                         | MEUR        | (EBIT)      | marginaali   | veroja (PTP)                 | osake  | osake   | Liikevaihto | EBITDA                   | EBIT | (x)  | tuotto  |
|                         |             | MEUR        | %            | MEUR                         | EUR    | EUR     | (x)         | (x)                      | (x)  |      | %       |
| 2015                    | 377         | 14,0        | 3,7 %        | 13,8                         | 0,14   | 0,08    | 0,7         | 8,7                      | 14,5 | 15,7 | 2,1 %   |
| 2016                    | 508         | 7,2         | 1,4 %        | 6,1                          | 0,00   | 0,09    | 0,5         | 7,8                      | 11,6 | 13,6 | 2,6 %   |
| 2017e                   | 505         | 30,0        | 5,9 %        | 29,3                         | 0,36   | 0,11    | 0,5         | 6,6                      | 8,9  | 10,2 | 3,0 %   |
| 2018e                   | 520         | 33,0        | 6,3 %        | 31,3                         | 0,38   | 0,13    | 0,5         | 5,6                      | 7,6  | 9,8  | 3,5 %   |
| 2019e                   | 534         | 35,0        | 6,6 %        | 33,9                         | 0,41   | 0,14    | 0,4         | 5,1                      | 6,8  | 9,0  | 3,9 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 233          | OPO / osake 2017e, EUR       |        |         | 1,98        | CAGR EPS, 2016-2019, %   |      |      | -       |
| Nettovelka 2017e, MEUR  |             |             | 33           | P/B 2017e                    |        |         | 1,9         | CAGR kasvu, 2016-2019, % |      |      | 2 %     |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 266          | Nettovelkaisuusaste 2017e, % |        |         | 26,7 %      | ROE 2017e, %             |      |      | 19,5 %  |
| Taseen koko 2017e, MEUR |             |             | 282          | Omavaraisuusaste 2017e, %    |        |         | 44,4 %      | ROCE 2017e, %            |      |      | 17,0 %  |

## Q1-tulos oli odotuksiamme selvästi parempi etenkin alariveillä

### Markkina ei olennaista vetoapua Q1:llä tarjonnut

Scanfilin liikevaihto heikkeni Q1:llä 6,1 % 122,4 MEUR:oon, mikä oli linjassa ennusteidemme kanssa. Liikevaihdon laskua selitti etenkin yhtiön PartnerTechin saneerauksen yhteydessä alasajamat ja myymät liiketoiminnot. Kuitenkin myös orgaanisesti liikevaihdon kasvu oli lievästi negatiivista H2'16:n tavoin, mikä johtui etenkin kvartaalin alkupuolen vaisusta kysynnästä. Asiakassegmenteistä Networks&Communicationsin, Other Industriesin ja Urban Applicationsin liikevaihdot laskivat orgaanisesti, kun taas Medtech, LifeScience & Measurement ja Energy&Automation ylsivät orgaaniseen kasvuun Q1:llä. Asiakaskohtaisesti voimakas polaarisaatio kuitenkin jatkui eikä Q1:n liikevaihtokehitys avannut selkeitä trendejä asiakassektoreissa.

### Yhtiö paransi liikevoittoaan selvästi vertailukaudesta alempien kiinteiden kulujen ansiosta

Liikevoittoa Scanfil teki Q1:llä 6,2 MEUR, mikä vastasi alkuvuodelle hyvää 5,1 %:n liikevoittomarginaalia. Tulos ylitti myös ennusteemme selvästi, sillä odotimme tuloksen jäävän vertailukauden tasolle liikevaihdon vaisun kehityksen ja alasajovaiheessa olevien tappiollisten Vantaan ja Unkarin

tehtaiden tulosrasitusten takia. Osa liikevoittotason ylityksestä kuitenkin selittyi odotuksia matalammilla poistoilla, sillä käyttökateasolla ylitys oli maltillisempi. Kannattavuuden parantumista ajoi arviomme mukaan etenkin yhtiön viime ja toissa vuonna tekemien ja PartnerTech-yritysostoon liittyneiden rajujen saneeraustoimien myötä laskeneet kiinteät kulut, sillä markkinatilanne ei huomattavaa vetoapua alkuvuodesta antanut, kuten odotustemme mukainen liikevaihdon kehitys osoitti.

Uudelleenjärjestelykuluja Scanfil ei enää kirjannut Q1:lle, mikä oli täysin odotettua. Rahoituskulut olivat Q1:llä selvästi positiiviset valuuttakurssieroista johtuen ja myös viime vuonna yhtiötä rokottanut veroaste painui erittäin alhaiselle tasolle 15 %:iin. Arviomme matalan veroasteen taustalla oli todennäköisesti vanhojen tappioiden hyödyntäminen. Näin ollen oikaistu osakekohtainen tulos nousi 0,09 euroon osakkeelta, mikä ylitti ennusteemme vielä liikevoittotasoa huomattavasti selvemmin. Positiivista raportissa oli myös 5,1 MEUR:oon kohonnut liiketoiminnan rahavirta (Q1'16: -8,6 MEUR), minkä taustalla oli tulosparannuksen lisäksi neutraali nettokäyttöpääoman kehitys. Käyttöpääomassa maksuajat pitenivät, mistä osa on arviomme mukaan kestävä parannusta yhtiön suuremman mittakaavan kautta.

| Ennustetaulukko          | Q1'16    | Q1'17      | Q1'17e  | Q1'17e    | Konsensus |      | Erotus (%)       | 2017e   |
|--------------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|---------|
| MEUR / EUR               | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin | Tot. vs. Inderes | Inderes |
| Liikevaihto              | 130,4    | 122,4      | 121,4   |           |           |      | 1 %              | 504,8   |
| Käyttökate               | 3,7      | 8,3        | 8,0     |           |           |      | 3 %              | 40,3    |
| Liikevoitto (oikaistu)   | 5,2      | 6,2        | 5,2     |           |           |      | 18 %             | 30,0    |
| Liikevoitto              | 0,5      | 6,2        | 5,2     |           |           |      | 18 %             | 30,0    |
| Tulos ennen veroja       | 0,2      | 6,9        | 4,8     |           |           |      | 44 %             | 29,3    |
| EPS (oikaistu)           | 0,06     | 0,09       | 0,06    |           |           |      | 59 %             | 0,36    |
| Liikevaihdon kasvu-%     | 184,3 %  | -6,1 %     | -6,9 %  |           |           |      | 0,8 %-yks.       | -0,6 %  |
| Liikevoitto-% (oikaistu) | 4,0 %    | 5,0 %      | 4,3 %   |           |           |      | 0,7 %-yks.       | 5,9 %   |
| Lähde: Inderes           |          |            |         |           |           |      |                  |         |

## Ohjeistuksen nosto on mahdollista H2:lla, jos markkina piristyy

### Ohjeistus pysyi ennallaan, markkinassa on piristymisen merkkejä

Scanfil toisti Q1-raportissa kuluvan vuoden ohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiön liikevaihto on tänä vuonna 480-520 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 26-31 MEUR. Kysynnän yhtiö kertoi piristyneen Q1:n aikana ja piristymisen merkkejä on edelleen näkyvissä. Käytännössä tämä tarkoittaa arviomme mukaan korkeampia volyymiennusteita asiakkaiden kysyntäennusteissa. Tämä on mielestämme linjassa globaalin talouden ja teollisuuden luottamusindikaattoreissa nähdyin suotuisan kehityksen kanssa. Monien Scanfilin asiakkaiden (mm. pohjoismaisia konepajoja ja teknologiayhtiötä) Q1-raportit ovat myös olleet arviomme mukaan positiivissävytteisiä etenkin tilausten ja näkymien osalta, mikä tukee osaltaan kysyntäkuvan piristymistä.

### Teimme lieviä positiivisia tarkastuksia ennusteisiimme

Teimme raportin jälkeen marginaalisia muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme ja odotamme nyt Scanfilin tekevän tänä vuonna 505 MEUR:n liikevaihdolla 30 MEUR:n vertailukelpoisen liikevoiton. Tulosparannusta ajaa etenkin viime vuotta alemmat kiinteät kulut, kun taas liikevaihdon osalta olemme suotuisista merkeistä huolimatta edelleen melko varovaisia. Ennusteemme

ovat varsinkin tuloksen osalta ohjeistushaarukan ylälaidalla. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö voi tarkastaa H2:lla ohjeistustaan ylöspäin, jos kysynnän piristymisestä muodostuu toinen selkeä tulosajuri säästöjen ohien tälle vuodelle. Huomautamme myös, että viime vuonna Scanfil kertoi tavoittelevansa yli 6 %:n liikevoittomarginaalia tänä vuonna, mutta luopui myöhemmin tästä tavoitteesta. Arviomme mukaan taustalla oli etenkin H2'16:lla heikentynyt kysyntä. Tavoitetason julkaisu kuitenkin mielestämme kertoo, että yhtiö näkee potentiaalia yltää ainakin nykyistä ohjeistusta (ohjeistus-haarukoiden ylärajoilla laskettuna liikevoittomarginaali olisi 6,0 %) korkeammille marginaalitasoille viime kuukausia paremmassa markkinatilanteessa.

Ensi vuonna odotamme Scanfilin myynnin kasvavan 3 % 520 MEUR:oon ja vertailukelpoisen liikevoiton paranevan 33 MEUR:oon liikevaihdon kasvun mukana. Ensi vuoden tulosennusteitamme nostimme noin 5 %:lla Q1-raportin jälkeen. Arviomme mukaan Scanfilin tehostetussa kulurakenteessa on kohtuullista vipua liikevaihdon kasvaessa ja lisäksi yhtiö jatkaa tuottavuuden jatkuvaa parantamista lähiaikoina. Osa tästä menee toki kilpailukyvyyn ylläpitoon, mutta emme näe rakenteellista syytä, miksi yhtiön nykyinen liiketoimintaportfolio ei voisi yltää vanhan Scanfilin saavuttamalle yli 7 %:n liikevoittomarginaalitasolla kohtuullisessa markkinassa.

| Ennustemuutokset            | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 501   | 505   | 1 %    | 512   | 520   | 2 %    | 526   | 534   | 2 %    |
| Käyttökate                  | 40,0  | 40,3  | 1 %    | 42,2  | 44,8  | 6 %    | 45,6  | 46,9  | 3 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 29,0  | 30,0  | 3 %    | 31,5  | 33,0  | 5 %    | 34,3  | 35,0  | 2 %    |
| Liikevoitto                 | 29,0  | 30,0  | 3 %    | 31,5  | 33,0  | 5 %    | 34,3  | 35,0  | 2 %    |
| Tulos ennen veroja          | 27,2  | 29,3  | 8 %    | 29,8  | 31,3  | 5 %    | 33,2  | 33,9  | 2 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,33  | 0,36  | 10 %   | 0,36  | 0,38  | 5 %    | 0,40  | 0,41  | 2 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,11  | 0,11  | 0 %    | 0,13  | 0,13  | 0 %    | 0,14  | 0,14  | 0 %    |

Lähde: Inderes

## Arvostus on liian matala sekä absoluuttisesti että suhteellisesti

### Yhtiö ansaitsee suhteellisen premion asemoitumisensa ansiosta

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Lähivuosien osinko-tuottojen ennustamme olevan tuloksen mukana nousukäyrällä pysyvän osingon ansiosta 3-4 %. Mielestämme Scanfilin arvostus on absoluuttisesti maltillinen, vaikka sopimusvalmistajille ei voidakaan hyväksyä erityisen korkeita kertoimia niiden haastavan arvoketjuposition takia. Mielestämme Scanfin vahva track-record huomioiden esimerkiksi P/E 12x olisi vielä kohtuullinen kerroin yhtiölle, kun tuloskasvunäkymät ovat suotuisat.

Suhteellisesti Scanfil on hinnoiteltu kansainvälisistä suurista sopimusvalmistajista koostuvaan verrokkiryhmään nähden noin 10 %:n alennuksella tulos pohjaisesti, vaikka koko sopimusvalmistusmarkkinoita nopeammin kasvavaan ja kannattavampaan teollisuuselektroniikkasegmenttiin asemoitunut Scanfil ansaitsee mielestämme lievän suhteellisen

preemion. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta.

### Yhtiössä on yhä M&A-kortti, vaikka emme odotakaan yritystostoja tänä vuonna

Kohtuullisen arvostuksen lisäksi sijoittajat saavat Scanfilissä M&A-option, sillä yritystostovetoinen kasvu kuuluu yhtiön strategiaan. Yhtiön vahvan track-recordin ansiosta tämä optio on mielestämme lähtökohtaisesti selvästi positiivinen. Emme kuitenkaan odota option realisoituvan vuoden tähtäimellä, sillä arvioimme Scanfilin keskittyvän tänä vuonna PartnerTech-järjestelyn potentiaalın ulosmittaamiseen. Vuosikymmenen loppua kohti yhtiön fokus siirtyy kuitenkin yritystostoihin, kun nykyinen portfolio on viritetty täyteen iskuun ja toisaalta taseeseen on syntynyt enemmän liikkumavaraa suotuisan tuloskehityksen ansiosta.

|                               | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |             | P/E          |              | Osinkotuotto-% |             | P/B         |
|-------------------------------|-------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|
| Yhtiö                         |             | MEUR          | MEUR       | 2017e       | 2018e       | 2017e       | 2018e       | 2017e          | 2018e       | 2017e        | 2018e        | 2017e          | 2018e       | 2017e       |
| Scanfil                       | 3,67        | 231           | 259        | 8,6         | 8,2         | 6,2         | 5,6         | 0,5            | 0,5         | 11,0         | 10,1         | 3,6            |             | 1,9         |
| Benchmark Electronics         | 31,95       | 1457          | 969        |             |             |             |             |                |             | 21,9         | 19,0         |                |             | 1,1         |
| Plexus                        | 52,99       | 1637          | 1412       | 12,6        | 10,9        | 9,3         | 8,1         | 0,7            | 0,6         | 16,5         | 15,5         |                |             | 1,8         |
| Venture                       | 11,97       | 2196          | 1943       | 11,2        | 10,2        | 9,6         | 8,8         | 0,9            | 0,8         | 16,5         | 15,0         | 4,5            | 4,4         | 1,6         |
| Universal Scientific          | 11,31       | 3230          | 2734       | 18,4        | 17,5        | 13,7        | 12,2        | 0,8            | 0,7         | 24,2         | 19,8         | 1,2            | 1,4         | 2,9         |
| Siix                          | 4440,00     | 924           | 995        |             |             |             |             |                |             | 14,2         | 12,3         | 1,2            | 1,2         | 1,9         |
| Fabrinet                      | 35,33       | 1197          | 1026       | 10,6        | 8,8         | 9,1         | 7,7         | 1,0            | 0,9         | 10,1         | 9,1          |                |             | 2,0         |
| Sparton                       | 22,50       | 203           | 282        |             |             |             |             |                |             | 22,9         | 15,3         |                |             |             |
| Valuetronics                  | 0,81        | 205           | 123        | 6,9         | 6,1         | 5,6         | 5,1         | 0,5            | 0,5         | 11,9         | 11,2         | 4,5            | 4,9         | 1,8         |
| Lacroix                       | 19,10       | 72            | 105        | 9,3         | 7,2         | 5,5         | 4,6         | 0,2            | 0,2         | 9,9          | 7,4          | 2,7            | 3,6         | 0,8         |
| Neways                        | 13,08       | 151           | 180        | 10,8        | 8,1         | 7,0         | 5,6         | 0,4            | 0,4         | 14,7         | 11,1         | 2,7            | 3,6         | 1,7         |
| Sanmina                       | 38,10       | 2596          | 2564       |             |             |             |             |                |             | 12,5         | 11,9         |                |             | 1,6         |
| Jabil                         | 29,31       | 4900          | 6151       | 9,4         | 8,1         | 4,4         | 4,1         | 0,3            | 0,3         | 14,1         | 12,2         | 1,3            | 1,4         | 2,2         |
| Foxconn                       | 98,30       | 51889         | 44256      | 6,2         | 5,2         | 4,5         | 3,8         | 0,2            | 0,2         | 10,5         | 9,6          | 4,1            | 4,6         | 1,4         |
| Flextronics                   | 19,78       | 1660          | 1357       | 6,0         | 5,1         | 4,6         | 4,0         | 0,2            | 0,2         | 11,1         | 10,5         |                |             | 1,6         |
| Celestica                     | 88,50       | 6942          | 5605       | 5,0         | 4,4         | 3,5         | 3,2         | 0,1            | 0,1         | 10,2         | 9,1          | 6,0            | 6,5         | 1,4         |
| Pegatron                      | 88,50       | 6942          | 5605       | 5,0         | 4,4         | 3,5         | 3,2         | 0,1            | 0,1         | 10,2         | 9,1          | 6,0            | 6,5         | 1,4         |
| <b>Scanfil (Inderes)</b>      | <b>3,67</b> | <b>233</b>    | <b>266</b> | <b>8,9</b>  | <b>7,6</b>  | <b>6,6</b>  | <b>5,6</b>  | <b>0,5</b>     | <b>0,5</b>  | <b>10,2</b>  | <b>9,8</b>   | <b>3,0</b>     | <b>3,5</b>  | <b>1,9</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |            | <b>9,2</b>  | <b>8,0</b>  | <b>6,6</b>  | <b>5,8</b>  | <b>0,5</b>     | <b>0,4</b>  | <b>14,3</b>  | <b>12,2</b>  | <b>3,4</b>     | <b>3,8</b>  | <b>1,7</b>  |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |            | <b>9,3</b>  | <b>8,1</b>  | <b>5,6</b>  | <b>5,1</b>  | <b>0,4</b>     | <b>0,4</b>  | <b>12,5</b>  | <b>11,2</b>  | <b>3,4</b>     | <b>3,6</b>  | <b>1,6</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |            | <b>-5 %</b> | <b>-6 %</b> | <b>18 %</b> | <b>11 %</b> |                | <b>36 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>-12 %</b> | <b>-12 %</b>   | <b>-1 %</b> | <b>13 %</b> |

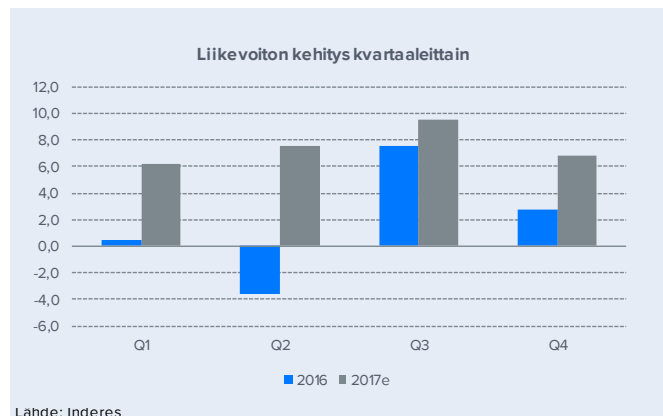
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2015        | Q1'16        | Q2'16        | Q3'16       | Q4'16       | 2016        | Q1'17       | Q2'17e      | Q3'17e      | Q4'17e      | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|------------------------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>377</b>  | <b>130</b>   | <b>134</b>   | <b>122</b>  | <b>122</b>  | <b>508</b>  | <b>122</b>  | <b>127</b>  | <b>128</b>  | <b>127</b>  | <b>505</b>  | <b>520</b>  | <b>534</b>  |
| Group                              | 377         | 130          | 134          | 122         | 122         | 508         | 122         | 127         | 128         | 127         | 505         | 520         | 534         |
| Kertaluonteiset erät               | 0           | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Eurooppa ja USA                    | 0           | 0            | 0            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>26,9</b> | <b>3,7</b>   | <b>-0,4</b>  | <b>9,6</b>  | <b>5,4</b>  | <b>18,2</b> | <b>8,3</b>  | <b>10,1</b> | <b>12,3</b> | <b>9,6</b>  | <b>40,3</b> | <b>44,8</b> | <b>46,9</b> |
| Poistot ja arvonalennukset         | -12,9       | -3,2         | -3,2         | -2,0        | -2,6        | -11,0       | -2,1        | -2,6        | -2,8        | -2,8        | -10,3       | -11,8       | -11,9       |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>19,4</b> | <b>5,2</b>   | <b>4,7</b>   | <b>7,9</b>  | <b>4,7</b>  | <b>22,4</b> | <b>6,2</b>  | <b>7,5</b>  | <b>9,5</b>  | <b>6,8</b>  | <b>30,0</b> | <b>33,0</b> | <b>35,0</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>14,0</b> | <b>0,5</b>   | <b>-3,6</b>  | <b>7,6</b>  | <b>2,8</b>  | <b>7,2</b>  | <b>6,2</b>  | <b>7,5</b>  | <b>9,5</b>  | <b>6,8</b>  | <b>30,0</b> | <b>33,0</b> | <b>35,0</b> |
| Group                              | 14,0        | 5,2          | 4,7          | 7,7         | 4,9         | 22,4        | 6,2         | 7,5         | 9,5         | 6,8         | 30,0        | 33,0        | 35,0        |
| Kertaluonteiset erät               | 0,0         | -4,7         | -8,3         | -0,1        | -2,1        | -15,2       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Aasia                              | 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         |
| Nettorahoituskulut                 | -0,2        | -0,3         | -0,2         | 0,3         | -1,0        | -1,2        | 0,8         | -0,5        | -0,4        | -0,5        | -0,7        | -1,7        | -1,1        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>13,8</b> | <b>0,2</b>   | <b>-3,8</b>  | <b>7,8</b>  | <b>1,8</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,0</b>  | <b>9,1</b>  | <b>6,3</b>  | <b>29,3</b> | <b>31,3</b> | <b>33,9</b> |
| Verot                              | -5,4        | -1,9         | -2,3         | -1,4        | -0,4        | -6,0        | -1,1        | -1,7        | -2,2        | -1,5        | -6,5        | -7,5        | -8,1        |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>8,4</b>  | <b>-1,7</b>  | <b>-6,1</b>  | <b>6,5</b>  | <b>1,3</b>  | <b>0,0</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,3</b>  | <b>6,9</b>  | <b>4,8</b>  | <b>22,8</b> | <b>23,8</b> | <b>25,7</b> |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,24</b> | <b>0,06</b>  | <b>0,04</b>  | <b>0,11</b> | <b>0,05</b> | <b>0,25</b> | <b>0,09</b> | <b>0,08</b> | <b>0,11</b> | <b>0,08</b> | <b>0,36</b> | <b>0,38</b> | <b>0,41</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,14</b> | <b>-0,03</b> | <b>-0,11</b> | <b>0,11</b> | <b>0,02</b> | <b>0,00</b> | <b>0,10</b> | <b>0,09</b> | <b>0,12</b> | <b>0,08</b> | <b>0,36</b> | <b>0,38</b> | <b>0,41</b> |

| Tunnusluvut                   | 2015   | Q1'16   | Q2'16   | Q3'16   | Q4'16   | 2016   | Q1'17  | Q2'17e | Q3'17e | Q4'17e | 2017e  | 2018e  | 2019e |
|-------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | 75,9 % | 184,3 % | 152,1 % | -10,3 % | -14,3 % | 34,6 % | -6,1 % | -4,9 % | 5,2 %  | 4,2 %  | -0,6 % | 3,0 %  | 2,7 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 19,4 % | 92,6 %  | 49,7 %  | -7,9 %  | -5,9 %  | 16,0 % | 18,3 % | 59,6 % | 20,6 % | 45,9 % | 33,5 % | 10,2 % | 6,1 % |
| Käyttökate-%                  | 7,1 %  | 2,8 %   | -0,3 %  | 7,9 %   | 4,4 %   | 3,6 %  | 6,7 %  | 8,0 %  | 9,6 %  | 7,5 %  | 8,0 %  | 8,6 %  | 8,8 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 5,1 %  | 4,0 %   | 3,5 %   | 6,5 %   | 3,8 %   | 4,4 %  | 5,0 %  | 5,9 %  | 7,4 %  | 5,3 %  | 5,9 %  | 6,3 %  | 6,6 % |
| Nettotulos-%                  | 2,2 %  | -1,3 %  | -4,6 %  | 5,3 %   | 1,0 %   | 0,0 %  | 4,7 %  | 4,2 %  | 5,4 %  | 3,8 %  | 4,5 %  | 4,6 %  | 4,8 % |

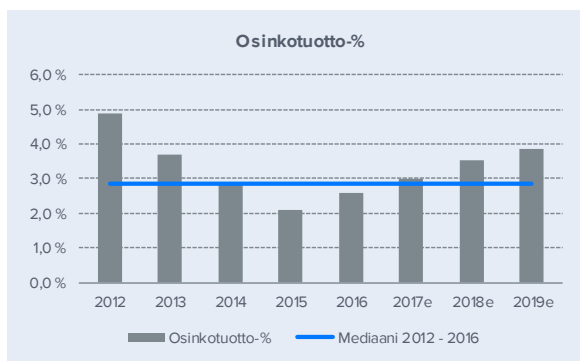
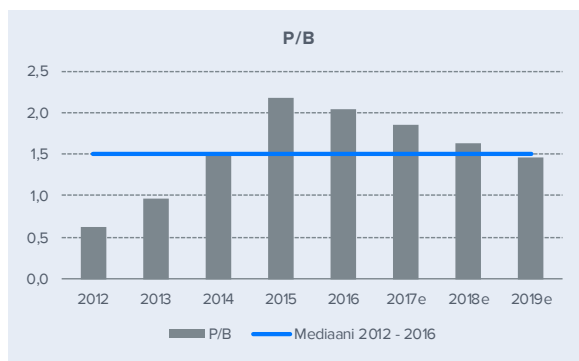
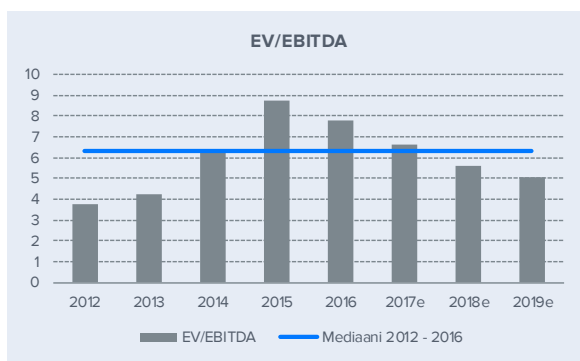
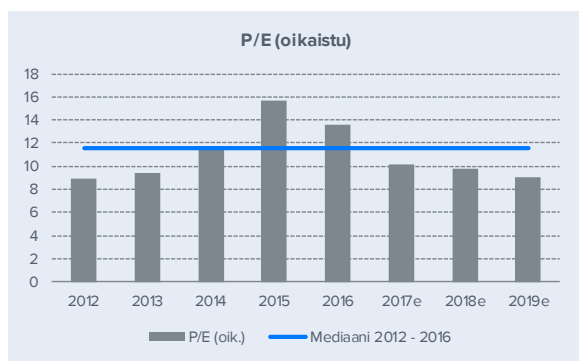
Lähde: Inderes



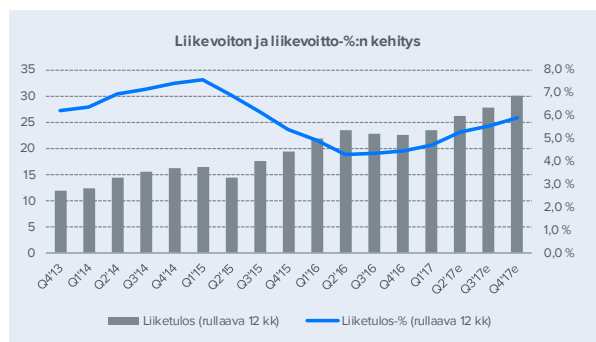
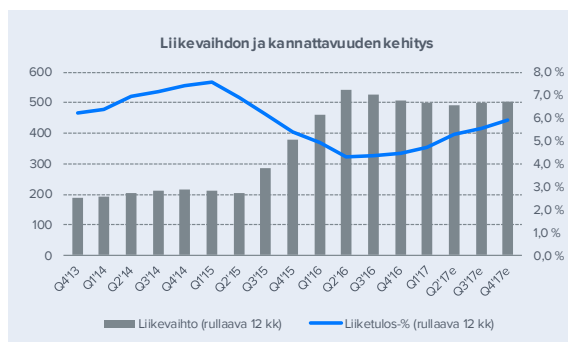
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016       | 2017e  | 2018e  | 2019e  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 0,82   | 1,35   | 2,46   | 3,81   | 3,49       | 3,67   | 3,67   | 3,67   |
| Markkina-arvo    | 47     | 78     | 142    | 220    | 221        | 233    | 233    | 233    |
| Yritysarvo (EV)  | 46     | 69     | 132    | 281    | 261        | 266    | 252    | 239    |
| P/E (oik.)       | 8,9    | 9,5    | 11,5   | 15,7   | 13,6       | 10,2   | 9,8    | 9,0    |
| P/E              | 8,3    | 9,5    | 11,5   | 26,3   | neg.       | 10,2   | 9,8    | 9,0    |
| P/Kassavirta     | 13,7   | 7,2    | -95,1  | -3,2   | 14,5       | 18,4   | 10,5   | 10,2   |
| P/B              | 0,6    | 1,0    | 1,5    | 2,2    | 2,0        | 1,9    | 1,6    | 1,5    |
| P/S              | 0,3    | 0,4    | 0,7    | 0,6    | 0,4        | 0,5    | 0,4    | 0,4    |
| EV/Liikevaihto   | 0,3    | 0,4    | 0,6    | 0,7    | 0,5        | 0,5    | 0,5    | 0,4    |
| EV/EBITDA        | 3,8    | 4,2    | 6,3    | 8,7    | 7,8        | 6,6    | 5,6    | 5,1    |
| EV/EBIT          | 6,0    | 5,8    | 8,2    | 14,5   | 11,6       | 8,9    | 7,6    | 6,8    |
| Osinko/tulos (%) | 40,5 % | 35,0 % | 32,9 % | 55,3 % | -19033,6 % | 30,6 % | 34,6 % | 35,0 % |
| Osinkotuotto-%   | 4,9 %  | 3,7 %  | 2,8 %  | 2,1 %  | 2,6 %      | 3,0 %  | 3,5 %  | 3,9 %  |

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

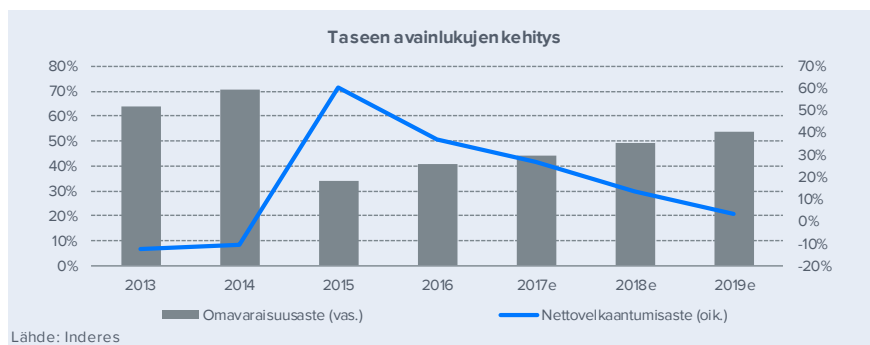


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2014       | 2015       | 2016       | 2017e      | 2018e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>38</b>  | <b>77</b>  | <b>70</b>  | <b>78</b>  | <b>78</b>  |
| Liikearvo                      | 6          | 11         | 11         | 11         | 11         |
| Aineettomat oikeudet           | 5          | 19         | 16         | 17         | 17         |
| Käyttöomaisuus                 | 27         | 45         | 41         | 48         | 48         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut sijoitukset               | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>96</b>  | <b>222</b> | <b>197</b> | <b>205</b> | <b>211</b> |
| Varastot                       | 36         | 91         | 85         | 85         | 87         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0          | 4          | 4          | 4          | 4          |
| Myyntisaamiset                 | 41         | 105        | 88         | 91         | 94         |
| Likvidit varat                 | 19         | 22         | 20         | 25         | 26         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>134</b> | <b>299</b> | <b>267</b> | <b>282</b> | <b>289</b> |

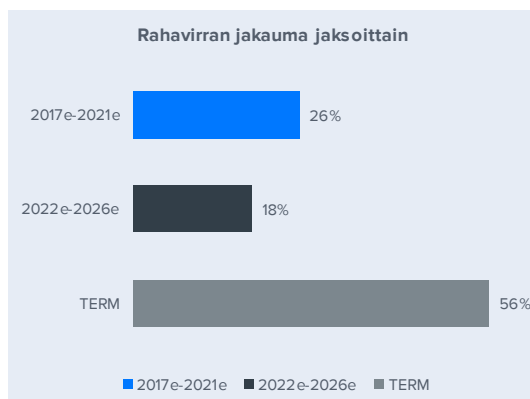
| Vastattavaa (MEUR)             | 2014       | 2015       | 2016       | 2017e      | 2018e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>95</b>  | <b>101</b> | <b>108</b> | <b>125</b> | <b>142</b> |
| Osakepääoma                    | 2          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| Kertyneet voittovarot          | 63         | 67         | 61         | 78         | 95         |
| Omat osakkeet                  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muu oma pääoma                 | 30         | 32         | 45         | 45         | 45         |
| Vähemmistöosuus                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>1</b>   | <b>50</b>  | <b>41</b>  | <b>40</b>  | <b>32</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0          | 3          | 3          | 3          | 3          |
| Varaukset                      | 1          | 2          | 0          | 0          | 0          |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 1          | 46         | 38         | 37         | 29         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>38</b>  | <b>147</b> | <b>117</b> | <b>117</b> | <b>115</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 9          | 38         | 22         | 22         | 17         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 29         | 105        | 88         | 88         | 91         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 1          | 4          | 7          | 7          | 7          |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>134</b> | <b>299</b> | <b>267</b> | <b>282</b> | <b>289</b> |



### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2016         | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | TERM  |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>7,2</b>   | <b>30,0</b>  | <b>33,0</b>  | <b>35,0</b>  | <b>37,0</b>  | <b>35,5</b>  | <b>34,2</b>  | <b>33,5</b>  | <b>33,9</b>  | <b>32,7</b>  | <b>33,3</b>  |       |
| + Kokonaispoistot                              | 11,0         | 10,3         | 11,8         | 11,9         | 12,4         | 13,4         | 13,8         | 14,2         | 14,6         | 15,0         | 15,4         |       |
| - Maksetut verot                               | -6,0         | -6,9         | -7,5         | -8,1         | -8,7         | -8,4         | -8,2         | -8,0         | -8,1         | -7,8         | -8,0         |       |
| - verot rahoituskuluista                       | -0,2         | -0,1         | -0,4         | -0,3         | -0,2         | -0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |       |
| + verot rahoitustuotoista                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |       |
| - Käyttöpääoman muutos                         | 8,7          | -2,4         | -2,6         | -1,4         | -2,2         | -2,8         | -2,9         | -3,0         | -3,1         | -3,2         | -2,2         |       |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>20,7</b>  | <b>30,8</b>  | <b>34,3</b>  | <b>37,1</b>  | <b>38,3</b>  | <b>37,6</b>  | <b>36,9</b>  | <b>36,7</b>  | <b>37,3</b>  | <b>36,7</b>  | <b>38,5</b>  |       |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | -1,4         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |       |
| - Bruttoinvestoinnit                           | -4,1         | -18,1        | -12,1        | -14,2        | -16,5        | -15,1        | -15,6        | -16,1        | -16,4        | -16,4        | -17,7        |       |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>15,3</b>  | <b>12,6</b>  | <b>22,2</b>  | <b>22,9</b>  | <b>21,8</b>  | <b>22,4</b>  | <b>21,3</b>  | <b>20,6</b>  | <b>20,9</b>  | <b>20,3</b>  | <b>20,9</b>  |       |
| +/- 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                               | 15,2         | 12,6         | 22,2         | 22,9         | 21,8         | 22,4         | 21,3         | 20,6         | 20,9         | 20,3         | 20,9         | 366,7 |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |              | 12,0         | 19,6         | 18,7         | 16,6         | 15,8         | 13,9         | 12,5         | 11,7         | 10,6         | 10,1         | 177,3 |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>318,7</b> | <b>306,7</b> | <b>287,1</b> | <b>268,4</b> | <b>251,9</b> | <b>236,1</b> | <b>222,2</b> | <b>209,7</b> | <b>197,9</b> | <b>187,3</b> | <b>177,3</b> |       |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        | <b>318,7</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| - Korolliset velat                             |              |              | -60,1        |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| + Rahavarat                                    |              |              | 20,2         |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| -Vähemmistöosuus                               |              |              | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| -Osinko/pääomapalautus                         |              |              | -5,7         |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   | <b>273,1</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         | <b>4,30</b>  |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |

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



## Tiivistelmä

| Tuloslaskelma         | 2014 | 2015 | 2016  | 2017e | 2018e |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto           | 215  | 377  | 508   | 505   | 520   |
| EBITDA                | 20,8 | 26,9 | 18,2  | 40,3  | 44,8  |
| EBITDA-marginaali (%) | 9,7  | 7,1  | 3,6   | 8,0   | 8,6   |
| EBIT                  | 16,2 | 14,0 | 7,2   | 30,0  | 33,0  |
| Voitto ennen veroja   | 15,9 | 13,8 | 6,1   | 29,3  | 31,3  |
| Nettovoitto           | 12,3 | 8,4  | 0,0   | 22,8  | 23,8  |
| Kertaluontoiset erät  | 0,0  | -5,4 | -15,2 | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 134  | 299  | 267  | 282   | 289   |
| Oma pääoma        | 95   | 101  | 108  | 125   | 142   |
| Liikearvo         | 6    | 11   | 11   | 11    | 11    |
| Korolliset velat  | 9    | 83   | 60   | 59    | 46    |

| Kassavirta                | 2014  | 2015  | 2016 | 2017e | 2018e |
|---------------------------|-------|-------|------|-------|-------|
| EBITDA                    | 20,8  | 26,9  | 18,2 | 40,3  | 44,8  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -10,9 | -43,7 | 8,7  | -2,4  | -2,6  |
| Operatiivinen kassavirta  | 6,2   | -20,9 | 20,7 | 30,8  | 34,3  |
| Vapaa kassavirta          | -1,5  | -69,3 | 15,2 | 12,6  | 22,2  |

| Yhtiökuvaus                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Scanfil on tietoliikennetekniikan ja ammattielektroniikan sopimusvalmistaja. Tyypillisiä tuotteita ovat matkaviestin- ja tietoliikenneverkon laitejärjestelmät, automaatiojärjestelmät, taajuusmuuttajat, hissien ohjausjärjestelmät, sähköntuotannon ja -siirron laitteet ja järjestelmät, analysaattorit, peliautomaatit sekä erilaiset säähavaintolaitteet. Yhtiöllä on tuotantoa kolmella mantereella ja yhteensä noin 3500 työntekijää. |

| Osakekohtaiset luvut         | 2014 | 2015  | 2016   | 2017e | 2018e |
|------------------------------|------|-------|--------|-------|-------|
| EPS                          | 0,21 | 0,14  | 0,00   | 0,36  | 0,38  |
| EPS oikaistu                 | 0,21 | 0,24  | 0,26   | 0,36  | 0,38  |
| Operat. kassavirta per osake | 0,11 | -0,36 | 0,34   | 0,49  | 0,54  |
| Tasearvo per osake           | 1,64 | 1,76  | 1,79   | 1,98  | 2,24  |
| Osinko per osake             | 0,07 | 0,08  | 0,09   | 0,11  | 0,13  |
| Voitonjako, %                | 33   | 55    | -19034 | 31    | 35    |
| Osinkotuotto, %              | 2,8  | 2,1   | 2,6    | 3,0   | 3,5   |

| Tunnusluvut    | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E            | 11,5 | 26,3 | neg. | 10,2  | 9,8   |
| P/B            | 1,5  | 2,2  | 2,0  | 1,9   | 1,6   |
| P/Liikevaihto  | 0,7  | 0,6  | 0,4  | 0,5   | 0,4   |
| P/CF           | 22,9 | neg. | 10,7 | 7,6   | 6,8   |
| EV/Liikevaihto | 0,6  | 0,7  | 0,5  | 0,5   | 0,5   |
| EV/EBITDA      | 6,3  | 10,5 | 14,3 | 6,6   | 5,6   |
| EV/EBIT        | 8,2  | 20,1 | 36,1 | 8,9   | 7,6   |

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

## Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 13.5.2015  | Lisää    | 2,80 €  | 2,51 €      |
| 26.5.2015  | Lisää    | 3,10 €  | 2,78 €      |
| 11.8.2015  | Lisää    | 3,00 €  | 2,70 €      |
| 25.9.2015  | Lisää    | 3,00 €  | 2,65 €      |
| 29.10.2015 | Lisää    | 3,35 €  | 3,08 €      |
| 30.11.2015 | Lisää    | 4,00 €  | 3,74 €      |
| 25.2.2016  | Lisää    | 3,80 €  | 3,34 €      |
| 2.5.2016   | Lisää    | 3,80 €  | 3,40 €      |
| 10.8.2016  | Lisää    | 3,80 €  | 3,49 €      |
| 4.10.2016  | Lisää    | 4,00 €  | 3,52 €      |
| 24.10.2016 | Lisää    | 3,80 €  | 3,42 €      |
| 19.1.2017  | Lisää    | 3,80 €  | 3,52 €      |
| 27.2.2017  | Lisää    | 3,80 €  | 3,49 €      |
| 28.4.2017  | Osta     | 4,25 €  | 3,67 €      |

## Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

| Suositus  | Nousuvara 12-kk tavoitehintaan |
|-----------|--------------------------------|
| Osta      | >15 %                          |
| Lisää     | 5-15 %                         |
| Vähennä - | 5-5 %                          |
| Myy       | < -5 %                         |

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

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