

Etteplan

Yhtiöraportti

8/2018

**inde
res.**

Strategia toimii erinomaisesti

Etteplan on edelläkävijä teollisten laitteiden suunnittelualalla johdettujen palvelumallien liiketoimintamallin ja Kiinan toimintojen ansiosta. Nyt IoT-osaamiseen tehdyt panostukset ovat vahvistaneet yhtiön aikaisemminkin selkeää kilpailuetua. Tämä luo vahvan pohjan tuloskasvun jatkumiselle myös tulevaisuudessa, jos markkinatilanne vain tarjoaa siihen edellytykset. Arvostustaso on edelleen kohtuullinen, joten olemme nostaneet tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 8,5 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen.

Järkevät IoT-panostukset ovat vahvistaneet yhtiön kilpailuetua

Etteplan on toimialansa edelläkävijä ja näemme johdetut palvelumallit (Managed Services) huomattavasti alan perinteistä liiketoimintamallia parempana. Lisäksi laskemme Etteplanin kriittisiin kilpailuetuihin hyvin toimivan Kiinan offshoring-palvelun, josta on hiljalleen muodostumassa merkittävä kasvuajuri Kiinan avautuville sisämarkkinoille. Etteplan aloitti toiminnan Kiinassa 2004, tuntee tavat ja on hionut prosessinsa kuntoon. Lisäksi yhtiö pyrkii Keski-Euroopan markkinoille, joiden näkymät ovat erittäin houkuttelevat. Yhtiö on myös ajoissa ymmärtänyt digitalisaation muuttavan asiakastarpeita ja vahvistanut määrätietoisesti IoT- ja ohjelmisto-osaamistaan, minkä merkitys korostuu tulevaisuudessa. Näin Etteplan on onnistunut oikeilla strategisilla liikkeillä vahvistamaan kilpailuetuaan edelleen, mikä tukee yhtiön tuloskasvua myös tulevaisuudessa. Strategiaan kuuluu oleellisena myös yritysostot, jotka ovat tärkeitä konsolidoituvalla toimialalla, jolla on tiettyä suuruuden ekonomiaa.

Edellytykset vahvalle tuloskasvulle ovat edelleen hyvät

Markkinatilanne on tällä hetkellä erittäin hyvä, mikä heijastui Q2:lla erityisesti Suunnittelupalvelut-palvelualueeseen. Liiketoiminnan operatiivinen liikevoitto oli historiallisen korkea 10,7 %. Taso on erinomainen, ja siitä on vaikea parantaa, joten alueen tuloskasvu jäänee lähivuosina alle liikevaihdon kasvun. Sen sijaan Sulautetut järjestelmät ja IoT- sekä Tekninen dokumentointi-palvelualueilla on vahvojen kasvunäkymien lisäksi merkittävä kannattavuuden parantamis-potentiaali. Erityisen vahvaa kasvua odotamme IoT-alueelta, jota vahvistaa myös tuore Eatech-yritysosto. Myös markkinanäkymät ovat tällä sektorilla erinomaiset. Etteplan nosti Q2-raportin yhteydessä vuoden 2018 tulosohjeistustaan ja odottaa nyt liikevoiton kasvavan merkittävästi vuodesta 2017 (liikevaihdon odotetaan edelleen kasvavan selvästi). Tämä vahvistaa edelleen luottamustamme siitä, että myös loppuvuoden tuloskehitys on erittäin vahvaa.

Kohtuullinen arvostus ja tuloskasvu tarjoavat edelleen hyvän tuotto-odotuksen

Olemme nostaneet merkittävästi (noin 10 %) erityisesti 2018-2019 tulosennusteita erinomaisen Q2-tuloksen jälkeen. Tämän ansiosta osakkeen arvostustaso on edelleen kohtuullinen kurssinoususta huolimatta. Vuosien 2018 ja 2019 P/E-luvut ovat vain 14x ja 13x, mitkä ovat varsin houkuttelevia, vaikka tulosodotukset ovat nyt kovat ja sykli kypsässä vaiheessa. Kertoimet ovat myös selvästi (yli 10 %) verrokkiryhmän vastaavia alhaisempia, mikä ei mielestämme ole perusteltua. Odottamamme tuloskasvun toteutuessa tuotto-odotus on edelleen houkutteleva, mutta nousuvaraa supistaa huoli taloussyklin kestävydestä. Etteplan on yhtiönä mielestämme erinomaisessa kunnossa, mutta kysynnän heikentyminen iskisi tulokseen silti ikävästi.

Analyttikko

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

10,00 EUR

Edellinen: 8,50 euroa

Osakekurssi: 9,00 EUR

Potentiaali: 11,1 %

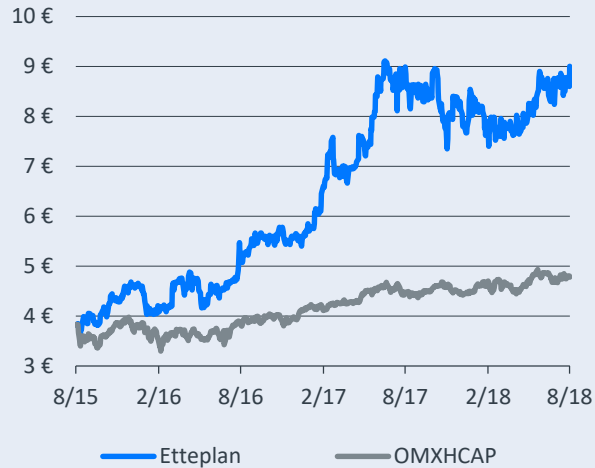


Avainluvut

| | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 183,9 | 214,8 | 243,1 | 268,4 |
| - Kasvu-% | 30,3 % | 16,8 % | 13,2 % | 10,4 % |
| Käyttökate (EBITDA) | 14,9 | 20,8 | 26,0 | 29,6 |
| - EBITDA-% | 8,1 % | 9,7 % | 10,7 % | 11,0 % |
| EBIT (oikaistu) | 10,1 | 15,5 | 20,6 | 23,4 |
| - EBIT-% | 5,5 % | 7,2 % | 8,5 % | 8,7 % |
| Tulos ennen veroja | 9,4 | 14,7 | 19,9 | 22,6 |
| Nettotulos | 7,4 | 11,5 | 15,6 | 17,4 |
| EPS (oikaistu) | 0,40 | 0,49 | 0,64 | 0,70 |
| Osinko/osake | 0,16 | 0,23 | 0,32 | 0,35 |
| - Osinkosuhde-% | 53 % | 49 % | 50 % | 50 % |
| Markkina-arvo MEUR | 137 | 191 | 223 | 223 |
| EV, MEUR | 167 | 216 | 238 | 229 |
| P/E (oik.) | 14,0 | 16,0 | 14,0 | 12,8 |
| EV/EBIT (oik.) | 14,2 | 13,6 | 11,4 | 9,8 |
| EV/EBITDA (oik.) | 10,1 | 10,2 | 9,0 | 7,7 |
| Osinkotuotto-% | 2,9 % | 3,0 % | 3,5 % | 3,9 % |

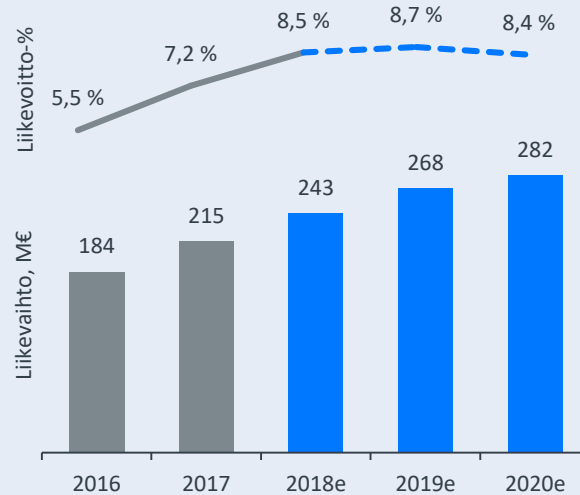
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

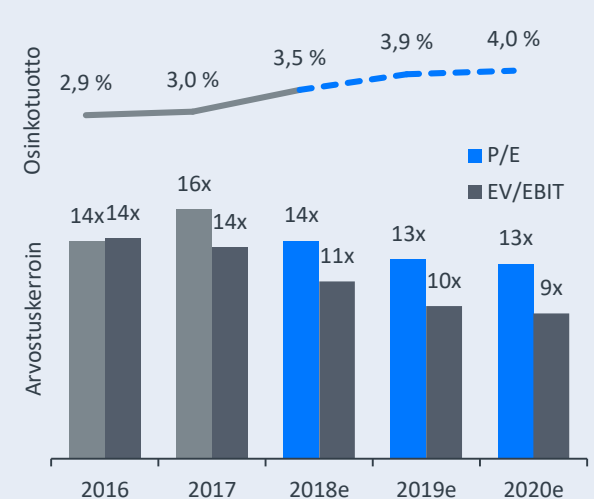


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto (M€) ja liikevoitto-%



Arvostuskertoimia ja osinko-%



Arvonmääritys eri menetelmillä



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu
- Kannattavuuden nousu (IoT ja dokumentointi)
- Keski-Euroopan laajentuminen
- Kiinan markkinoiden avautuminen
- Yrityssostot
- IoT-osaamisen hyödyntäminen ja uudet teknologiaratkaisut



Riskitekijät

- Asiakkaiden syklisyyteen liittyvät kysynnän vaihtelut
- Kilpailun mahdollinen kiristyminen
- Yrityssostojen integraation epäonnistuminen
- Väliinputoajaksi jääminen toimialalla



Arvostus

- Arvostuskertoimet kohtuulliset suhteessa kasvunäkymiin
- Osake on aliarvostettu suhteessa verrokkeihin, mikä ei ole perusteltua
- Vahva operatiivinen kassavirta
- Vakaa osinkotuotto

Sisällysluettelo

| | |
|---|-----------------|
| Yhtiöesittely | s. 5-8 |
| Sijoitusprofiili | s. 9-11 |
| Etteplanin palvelualueet | s. 12-16 |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet | s. 17-20 |
| Toimiala ja kilpailukenttä | s. 20-24 |
| Ohjelmisto-osaamisen merkitys korostuu | s. 25-26 |
| Kiina - sisämarkkinat ja offshoring | s. 27-28 |
| Keski-Eurooppa - merkittävä mahdollisuus | s. 29 |
| Taloudellinen tilanne | s. 30-31 |
| Ennusteet | s. 32-35 |
| Arvonmääritys ja suositus | s. 36-38 |
| Taulukot | s. 39-45 |
| Vastuuvapauslauseke | s. 46 |

Palvelualueet

1. Suunnittelupalvelut 56 %*
2. Sulautetut järjestelmät ja IoT 25 %*
3. Tekninen dokumentointi 19 %*



* Osuus Etteplanista vuonna 2017

Kilpailuedun ydin*

* Inderesin näkemys



Managed Services

Kiinan offshoring

Vahva asema ja laaja osaaminen

Etteplanin kilpailuetu voidaan tiivistää edistykseen Managed Services -liiketoimintamalliin, toimivaan Kiinan offshoring-malliin sekä vahvaan markkina-asemaan ja pitkiin asiakassuhteisiin.

Teollisuuden laite- ja laitossuunnittelu

Etteplan

Sulautetut järjestelmät ja IoT

Tekninen dokumentointi

Etteplan yhdistää osaamisen teollisuuslaitteiden suunnittelussa, teknisen dokumentaatiossa, sulautetuissa järjestelmissä ja ohjelmistokehityksessä.

Track-record



Kilpailijoita



SWECO

CITEC



ELOMATIC
CONSULTING & ENGINEERING

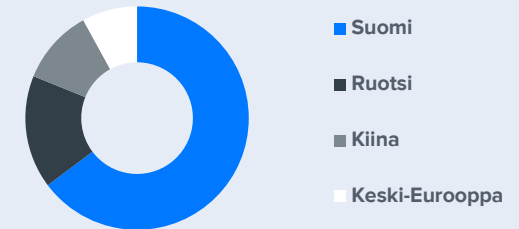
COMATEC®

Prevas

SEMCON

Resurssit

Etteplan työllistää >3000 asiantuntijaa



Avainlukuja



215 M€

Liikevaihto 2017



13,0 %

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2000-2017



15,5 M€

Liikevoitto 2017



6,8 %

Liikevoitto-%:n keskiarvo 2000-2017



19,1 %

Keskimääräinen oman pääoman tuotto 2013-2017



57 %

Johdettujen palvelumallien osuus liikevaihdosta 2017



13 kpl

Yritystoa 2010-2018



>50

Toimipistettä seitsemässä maassa (2017)

Tiivistetty yhtiökuvaus

Merkittävä pohjoismainen laitesuunnittelun ja tekninen dokumentoinnin asiantuntija

Etteplan on teollisten koneiden suunnitteluun, sulautettuihin järjestelmiin ja IoT:n ratkaisuihin sekä ja teknisen dokumentoinnin palveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Etteplanin suunnitteluosaaminen ja palvelutuotteet kattavat asiakkaan tuotteen elinkaaren kaikki vaiheet.

Etteplan on Suomen suurin kone- ja laitesuunnitteluun erikoistunut yritys ja suurimpien joukossa Ruotsissa. Lisäksi yritys on Euroopan suurimpiin kuuluva teknisen dokumentoinnin ratkaisuihin erikoistunut yritys. Viime aikoina suurimmat panostukset on kuitenkin tehty IoT- ja ohjelmistotekniikan osaamiseen, ja Etteplanista on tullut myös merkittävä ohjelmisto-osaaja. Tämä antaa yhtiölle erittäin vahvan kokonaistarjonnan asiakkaiden nykyisiin tarpeisiin. Kiinassa yritys on suurin pohjoismaisista suunnittelupalveluja tarjoavista yrityksistä, mutta merkittävämpi Kiinan rooli on strategian ja yhtiön kilpailukyvyyn kannalta (offshoring-mahdollisuus).

Yhtiöllä on toimialalle edistyksellinen liiketoimintamalli, jonka ytimessä on korkeamman lisäarvon Managed Services-liiketoimintamalli. Yli puolet yhtiön liikevaihdosta tulee Managed Services-palveluista. Kannattavuus on parantunut koko ajan erityisesti Managed Services-strategian edistyessä ja yhdessä Kiinan kanssa nämä tekijät muodostavat yhtiölle merkittävän kilpailuedun.

Yhtiöllä on yhteensä yli 3000 asiantuntijaa Suomessa, Ruotsissa, Alankomaissa, Kiinassa, Saksassa, Puolassa ja Yhdysvalloissa. Yhtiöllä on 34 toimipaikkaa Suomessa, 12 Ruotsissa, kaksi Alankomaissa, seitsemän Kiinassa, kaksi Saksassa ja Puolassa sekä yksi USA:ssa. Lisäksi yhtiöllä on edustusto Venäjällä.

Kolme toisiaan täydentävää palvelualueetta

1. Suunnittelupalvelut (noin 55 % liikevaihdosta), joilla tarkoitetaan asiakkaan koneen tai laitteen teknisten ominaisuuksien innovointia, suunnittelua ja laskentaa tuotekehitystarpeisiin sekä tuotteen valmistusta varten. Toimeksiannot ovat tyypillisesti uuden tuotteen tuotekehitystä tai toimitussuunnittelua, jossa tuote räätälöidään loppuasiakkaan vaatimusten ja markkina-alueen lainsäädännön mukaiseksi,
2. Tekninen dokumentointi (noin 19 % liikevaihdosta), jolla tarkoitetaan tuotteeseen liittyvää dokumentaatiota, kuten manuaaleja ja oppaita tuotteen käyttäjille sekä näiden sisällöntuotantoa ja jakelua. Palvelut sisältävät ohjelmistoliiketoiminnan SaaS-palveluineen. Tekninen dokumentointi on ollut vahvassa kasvussa viimeisen vuoden aikana ja odotamme kasvun jatkuvan mm. ulkoistuksien tukemana.
3. Sulautetut järjestelmät ja IoT (noin 26 % liikevaihdosta), jotka tarkoittavat tuotekehityspalveluja ja teknologiaratkaisuja, jotka mahdollistavat tuotteen tai koneen ohjausjärjestelmän toteuttamisen ja digitaalisen yhdistettävyyden osaksi esineiden internetiä (IoT). Etteplan laajeni alueelle Espotel ja Soikea yritysostoilla vuonna 2016 ja jälleen tuoreella Eatech-yritysostolla keväällä 2018. Odotamme alueelta lähivuosina vahvaa kasvua, sillä IoT on markkinoiden kuumimpia alueita ja osaamisesta alueella on pulaa. Lisäksi IoT-alueen osaamisella voidaan vahvistaa myös muiden palvelualueiden tarjontaa ja ristiinmyyntipotentiaali voi olla huomattava. Näemme mahdollisuuksia erityisesti Teknisessä dokumentoinnissa.

Yhtiöllä on laaja-alaista osaamista

Liikevaihto asiakasryhmittäen (2017)



Yhtiön julkisia referenssejä



Liiketoimintamalli 1/2

Etteplan on toimialansa edelläkävijä

Etteplan on mielestämme toimialallaan selkeä edelläkävijä. Normaali liiketoimintamalli on edelleen resurssivuokrausta (ns. CV-myyntiä), jossa asiakas vuokraa asiantuntevaa työvoimaa omiin tarpeisiinsa yleensä omiin toimitiloihinsa. Liiketoimintamallilla on mielestämme merkittäviä heikkouksia, kuten heikko näkyvyys kysyntään, yleensä tuntipohjainen hinnoittelumalli, kireä kilpailu ja usein korkea henkilöstön vaihtuvuus.

Kestävää kilpailuetua on henkilöstön osaamisen varaan mielestämme hankala rakentaa, jos asiakkaat voivat palkata parhaat osaajat sen sijaan, että ne ostaisivat palvelut esimerkiksi Etteplanilta perinteisessä mallissa. Henkilöstön vaihtuvuus on ollut historiallisesti merkittävä ongelma erityisesti Ruotsissa, jossa Managed Services-malli on harvemmin käytössä. Samalla yhtiö menettää liiketoiminnan, jonka asiakkaan palvelukseen siirtynyt henkilö on yhtiöön tuonut.

Korkeamman lisäarvon Managed Services-palvelut

Etteplan on kehittänyt vuosikausia liiketoimintamallia, joka on mielestämme huomattavasti perinteistä parempi: korkeamman lisäarvon Managed Services-palvelut. Yhtiön strategisena tavoitteena on saavuttaa 65 %:n osuus liikevaihdosta vuoteen 2019 mennessä (aik. 50 % ja 2016). Kehitys on ollut viime vuosina vakuuttavaa (graafi esitetty seuraavalla sivulla), vaikka välillä on nähty myös takapakkia. Yhtiö ei ole julkaissut tarkkoja tietoja MSI:n kehityksestä kauempaa historiasta, mutta arvioimme mukaan taso oli noin 25 % 2013 ja noin 40 % 2014. Vuonna 2015 yhtiö lähestyi 50 %:n rajapyykkiä, ja nyt edetään hiljalleen kohti 65 %:n tavoitetta.

Managed Services-mallin edut

Managed Services-palveluiden edut ovat selkeät verrattuna perinteiseen malliin, jota myös Etteplan tuki edelleen soveltaa. MS-palveluissa yhtiöllä on mahdollisuus määrittää itse prosessi, siinä käytettävät resurssit, hinnoittelu perustuu enemmän lisäarvoon ja myös näkyvyys kysyntään on huomattavasti resurssivuokrausta parempi. Yhdessä nämä tekijät johtavat parempaan henkilöstön käyttöasteeseen ja parempaan kannattavuuteen. Lisäksi on hyvä huomioida, että Etteplan pystyy hyödyntämään omaa offshoring-toimintiaan Kiinassa sekä near-shoring-toimintiaan Puolassa palveluiden tuottamisessa, mikä on jälleen oleellinen etu ja parantaa kannattavuutta.

Kun Etteplan esimerkiksi vastaa MS-mallissa asiakkaan tietystä prosessista itsenäisesti, se on asiakkaalle tärkeä yhteistyökumppani eikä vain ”resurssintarjoaja.” Tämä syventää asiakassuhdetta sekä asiakaspysyvyyttä.

Myös hinnoittelu on MS-mallissa vapaampaa, koska se perustuu lähtökohtaisesti yhtiön tarjoamaan lisäarvoon. Tuntipohjaisien hintojen vertailu on asiakkaille helppoa ja differointi vaikeaa. Toki Etteplanin täytyy edelleen pystyä tarjoamaan asiakkaalle säästöjä, jotta konsepti tuottaisi lisäarvoa kaikille osapuolille. Lähtökohtaisesti tehtävään erikoistunut yhtiö pystyy tekemään sen tehokkaammin kuin asiakasyhtiö, jolle kyse on perinteisesti ydinosaamisen ulkopuolisesta toiminnasta.

Managed Services-palvelut voidaan jakaa kolmeen kategoriaan: 1) projektit, 2) jatkuvat palvelut ja 3) palvelutuotteet. Nyt yhtiö keskittyy erityisesti lisäämään teknologiaratkaisuja, joilla voidaan saavuttaa myös lisää skaalautuvuutta.

Strategian edistyminen on näkynyt myös kannattavuudessa

Managed Services-mallin edistyminen on heijastunut selvästi kannattavuuteen, sillä MS-indeksin nousu on korreloinut kohtuullisesti kannattavuuden paranemisen kanssa. Strategian edistytessä kertaeristä oikaistu liikevoitto-% on noussut vuoden 2013 tasolta 4,8 % vuoden 2017 tasolle 7,4 %. Tällä jaksolla markkinatilanne ei muuttunut kovin voimakkaasti, jollei huomioida viimeisen 18 kk:n selvästi positiivista kehitystä. Etteplanin liiketoiminnassa, jossa 10 %:n liikevoittomarginaali on erinomainen taso, nämä parannukset ovat merkittäviä ja vahvistavat strategian toimivuuden. Myös kilpailijat ovat huomanneet Managed Services-mallin vahvuudet, ja viime aikoina alkaneet tehdä samantyyliä kehitystoimenpiteitä. Erityisesti ÅF puhuu strategiassaan uusista toimintamalleista, jotka ovat nykyään ilmeisesti yli puolet yhtiön liikevaihdosta.

Liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja

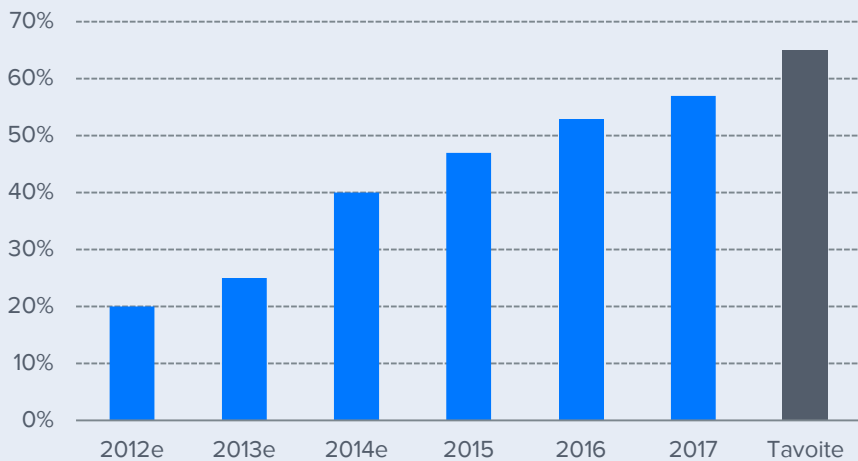
Etteplanin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä kiinteitä investointeja, mikä tekee yhtiön taserakenteesta suhteellisen kevyen (pl. liikearvo). Investoinnit kohdistuvatkin pääasiassa yritysostoihin, joiden lisäksi yhtiö investoi nykyään omien ohjelmistotuotteiden kehitykseen. Lisäksi yhtiö investoi muiden suunnitteluohjelmistojen lisensseihin. Liiketoimintamalli on suhteellisen joustavaa erityisesti Suomessa, missä lomautukset mahdollisia. Tämä mahdollistaa myös järkevän velkavivun käytön ja tarkoittaa, että Etteplanilla on mahdollisuus saavuttaa keskimäärin korkea oman pääoman tuotto (Etteplanin 2013-2017 oman pääoman tuotto oli keskimäärin 19,1 %).

Liiketoimintamalli 2/2

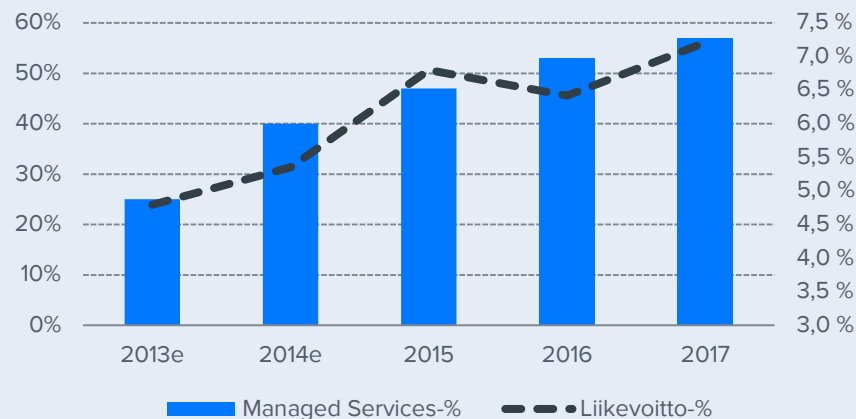
Perinteisen resurssivuokrausmallin ja Managed Services-mallin tärkeimmät erot

| Avaintekijät | Perinteinen malli | Managed Services | | |
|-------------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------------|-----------------------------|
| | Resurssivuokraus | Projektit | Jatkuvat palvelut | Palvelutuotteet |
| Projektin / Prosessin johtaja | Asiakas | Etteplan | Etteplan | Etteplan |
| Resurssien hallinta | Asiakas | Etteplan | Etteplan | Etteplan |
| Riskin kantaja | Asiakas | Etteplan | Etteplan | Etteplan |
| Vaatii erillisen tilauksen | Kyllä | Kyllä, mutta pohjalla runko | Ei | Kyllä, mutta pohjalla runko |
| Konseptoitu toimintamalli | Ei, vuokrataan osaamista | Kyllä | Kyllä | Kyllä |
| Toistettavuus / kopiointi | Ei mahdollista | Osittain | Jatkuva | Kyllä |
| Asiakkaan sitoutumistaso | Pieni | Merkittävä | Laaja | Merkittävä |
| Tyypillinen hinnoittelumalli | Tuntipohjainen | Lisäarvopohjainen | Lisäarvopohjainen | Lisäarvopohjainen |
| Näkyvyys kysyntään | Heikko | Kohtuullinen | Erittäin hyvä | Kohtuullinen |

Managed Services-osuuden kehitys (%)



Managed Services-osuuden ja kannattavuuden kehitys (%)



Lähde: Inderes. Vanhemmat Managed Services-osuudet ovat Inderesin arvioita, tarkkoja tietoja ei saatavilla. 2016 lukuihin vaikuttavat huomattavasti myös yritysostot.

Sijoitusprofiili 1/2

Laadukas kannattavan kasvun yhtiö

Etteplan on mielestämme laadukas kannattavan kasvun yhtiö voimakkaasti konsolidoituvalla toimialalla. Se on Suomessa markkinajohtaja ja merkittävä toimija Ruotsissa, mutta yhtiön kunnianhimo on huomattavasti korkeammalla Euroopassa. Yhtiön kasvu on ollut viime vuosina vahvaa, mutta se on kuitenkin edelleen mahdollinen väliinpuotoaja markkinoilla, joilla on huomattavasti suurempia yhtiötä. Alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat myös kannattavampia. Näin ollen pidämme yhtiön aggressiivista 15 %:n kasvutavoitetta järkevänä.

Edelläkävijä toimialalla

Mielestämme Etteplanin Johdetut palvelumallit (Managed Services)-liiketoimintamalli on selvästi parempi kuin alalla edelleen vallitseva resurssivuokrausmalli. Yli 50 % yhtiön liikevaihdosta tulee korkeamman lisäarvon MS-palveluista, mikä parantaa henkilöstön käyttöastetta ja sitä kautta kannattavuutta. Lisäksi Etteplanilla on hyvin toimiva Kiina-offshoring, mikä vahvistaa yhtiön kilpailuetua. Selkeiden kilpailuetujen takia pidämme yhtiön menestymahdollisuuksia myös Euroopassa hyvinä, mutta etujen hyödyntäminen vaatii kuitenkin ensin paikallisen pohjan rakentamista.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yritysostoilla on merkittävä rooli osaamisen sekä skaalan kasvattamiseksi. Viime vuosina Etteplan on ostanut Espotelin, Soikean (IoT) ja Eatechin (IoT-ohjelmistot). Samalla yhtiö on kasvanut uuteen kokoluokkaan. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Etteplanin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

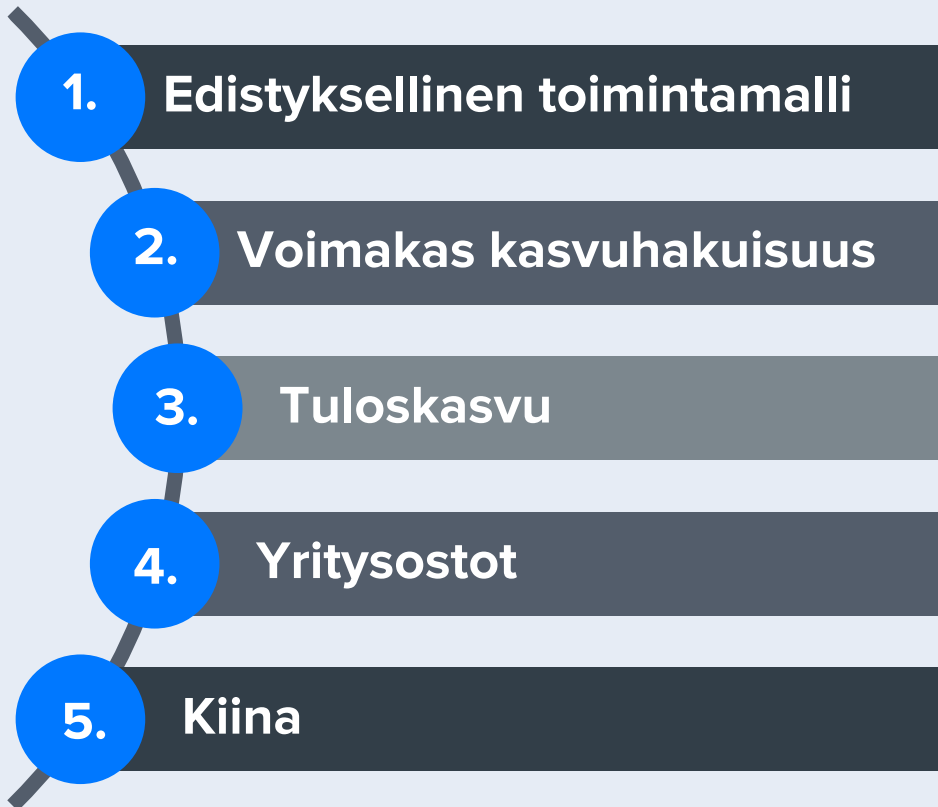
- **Tuloskasvu:** Etteplanin orgaanisen kasvun mahdollisuudet ovat hyvät, mutta riippuvaisia markkinoiden kehityksestä. Tämän takia yritysostot ovat tuoneet valtaosan kasvusta viime vuosina. Samalla yhtiön kilpailuedut ovat kuitenkin mahdollistaneet selkeän kannattavuusparannuksen. Etteplanilla on edelleen potentiaalia kannattavuuden parantamiseen strategian edistymisen ja konsernikulujen skaalautumisen kautta.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Etteplanilla on vahvat näytöt yritysostoista viime vuosilta. Uskomme yhtiön pystyvän jatkossakin kiihdyttämään kasvua, hankkimaan uutta osaamista ja luomaan omistaja-arvoa yritysostoin. Toisaalta yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun ja integrointiin liittyy aina riskiä.
- **Kiina:** Etteplan on toiminut Kiinassa jo 14 vuotta ja luonut samalla vahvan kasvualustan. Maan palvelumarkkinat ovat avautumassa ja niiden kasvupotentiaali on seuraavan 5-10 vuoden aikana massiivinen. Tämä on Etteplanille erinomainen mahdollisuus.
- **Matala pääoman tarve:** Etteplanin liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat pieniä. Tämä mahdollistaa korkean pääoman tuoton.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** Etteplanin palveluiden kysyntä on riippuvainen sen asiakkaiden tilanteesta. Asiakasyhtiöiden kysyntä on syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua. Nyt markkina on ollut pitkään hyvä.
- **Kilpailun oleellinen kiristyminen:** Yhä globaalimpi kilpailu aiheuttaa jatkuvia hinnoittelupaineita. Uusien haastajien (esim. intialaiset) saapuminen Suomeen ja Pohjoismaihin voisi lisätä hinnoittelupaineita erityisesti resurssivuokrausmallissa. Tälle puolelle paineita voivat lisätä myös henkilöstövälytystä harjoittavat yhtiöt. Myös digitalisaatio voi tuoda uusia haastajia.
- **Vapaasti vaihdettavien osakkeiden vähyys:** Etteplanilla on selkeä ankuriomistaja Ingman Group (yli 66 %). Vaikka pidämme tätä positiivisena, näin suuri omistus rajoittaa osakkeiden free floatia. Kun huomioidaan myös muiden suurien ja arviomme mukaan suhteellisen ”pysyvien” omistajien osuus, free float on selvästi alle 10 % osakkeista. Tämä asettaa rajoitteita likviditeetille.
- **Liikearvo:** Etteplanin taseen ainoa oleellinen riski on mielestämme Ruotsin liiketoimintoihin kohdistuva liikearvo (2017: 22,9 MEUR), mikä on huomattava suhteessa omaan pääomaan (Q2'18: 59,7 MEUR). Pidämme oleellisen alaskirjauksen riskiä kuitenkin erittäin pienenä.
- **Väärinkäyttöihin ja tietoturvaan liittyvät riskit:** Kiinan offshoring-mahdollisuus on Etteplanille strategisesti tärkeä. Kiinassa kulttuuri esimerkiksi immateriaalioikeuksien kunnioittamisen suhteen on valitettavan heikko, mutta Etteplanilla ongelmia ei ole ollut emmekä niitä myöskään odota.

Sijoitusprofiili 2/2



Potentiaali

- Orgaaninen kasvupotentiaali
- Kannattavuuden parannuspotentiaali
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Kiinan markkinan avautuminen
- Matala pääomantarve

Riskit

- Markkinoiden heikentyminen
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Osakkeen alhainen free float
- Ruotsin liikearvo
- Mahdolliset väärinkäytökset Kiinassa ja tietoturva

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso

| | | | | | |
|---|-----------------------|---------------------------------|---|---|---|
| 1 | Toimiala ja strategia | Toimialan muutosnopeus | 1 | | Digitalisaatio muokkaa asiakkaiden tarpeita ja siten kysyntää, mutta muutosnopeus on kuitenkin suhteellisen hidas |
| | | Yhtiön strateginen kehitysvaihe | 1 | | |
| 2 | Liikevaihto | Markkinan syklisyys | | 2 | Lopputuotteiden eli investointi-hyödykkeiden kysyntä on erittäin syklistä |
| | | Liikevaihdon jatkuvuus | | 2 | Johdetut palvelumallit luovat jatkuvuutta, mutta jatkuvaa liikevaihtoa on vähän |
| 3 | Kannattavuus | Hinnoittelu -voima | | 3 | Perusliiketoiminnassa hinnoitteluvoima on heikko, mutta yhtiön liiketoimintamalli vahvistaa tämän kohtuulliseksi |
| | | Kustannusten skaalautuvuus | 3 | | Kulurakenne skaalautuu tarvittaessa myös alaspäin nopeasti (erityisesti Suomessa) |
| 4 | Kassavirta | Operatiivinen rahavirta | 4 | | Pääosin rahavirta on hyvä ja suhteellisen hyvin ennustettava |
| | | Pääoma -intensiivisyys | 4 | | Yritysosotot vaativat pääomia, mutta yleisesti liiketoimintamalli on kevyt |

Inderesin arvio Etteplanin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Etteplanin palvelualueet 1/3

Etteplanin kolme palvelualueetta

Etteplanilla on kolme palvelualueetta: 1) Suunnittelupalvelut, 2) Tekninen dokumentointi ja 3) Sulautetut järjestelmät ja IoT, joista viimeistä yhtiö vahvasti vasta Eatech-yritysostolla.

Suunnittelupalvelut ovat yhtiön perinteistä kone- ja laitesuunnitteluliiketoimintaa, mutta Etteplan on johtavia teknisen dokumentoinnin palveluiden ja ratkaisujen tarjoajia. Yhtiön tarjonta alueella on erittäin kilpailukykyinen, minkä takia liiketoiminta on lähtenyt vahvaan kasvuun ja omaa mielestämme huomattavan potentiaalin.

Sulautetut järjestelmät ja IoT on tällä hetkellä voimakkaimmin kasvava alue ja tarjoaa merkittävän kasvumahdollisuuden, kun digitalisaatio etenee teollisuudessa ja ohjelmistot tuovat älyä laitteisiin. Etteplan voi tarjota alueelle erittäin vahvan kokonaisuuden, mikä on arviomme mukaan merkittävä vahvuus digitalisaation edetessä koko ajan.

Suunnittelupalvelut (55 % liikevaihdosta)

Suunnittelupalvelut ovat muodostaneet Etteplanin ytimen vuodesta 1983, jolloin yhtiö perustettiin. Liiketoiminta nojaa vahvasti osaavaan henkilöstöön. Suunnittelupalvelut on palvelualueista perinteisin, ja siellä resurssi- vuokraus on edelleen merkittävä osa liiketoimintaa (reilut 50 %).

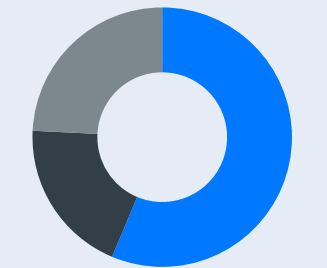
Suunnittelupalvelut kasvavat kohtuullisesti, ja takana on merkittäviä kasvuajureita. Näitä ovat muun muassa tuotteiden monimutkaisuuden kasvu, lyhentyneet elinkaaret sekä teollinen internet (IoT). Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset, mutta lyhyellä tähtäimellä kysyntään vaikuttaa erityisesti asiakkaiden markkinatilanne. Kysyntä on syklistä asiakkaiden toimiessa pääosin syklisien investointihyödykkeiden parissa.

Suunnittelupalveluiden orgaaninen kasvu on ollut viime vuosina kohtuullisen hidasta, mutta kasvua on kiihdytetty yritysostoilla. Viime aikoina

myös markkinatilanne on antanut kasvulle tukea. Mielestämme viime vuosina 3-5 %:n orgaaninen kasvu olisi ollut hyvä suoritus, ja tarkoittanut markkinaosuuksien voittamista. Viime aikoina markkina on kuitenkin piristynyt, ja voimme odottaa alueelta voimakkaampaa kasvua. Tätä myös nähtiin Q2'18, kun liikevaihto nousi peräti 13,7 % vuoden takaisesta. Näkemyksemme mukaan yhtiö on voittanut markkinaosuutta merkittävästi viime aikoina.

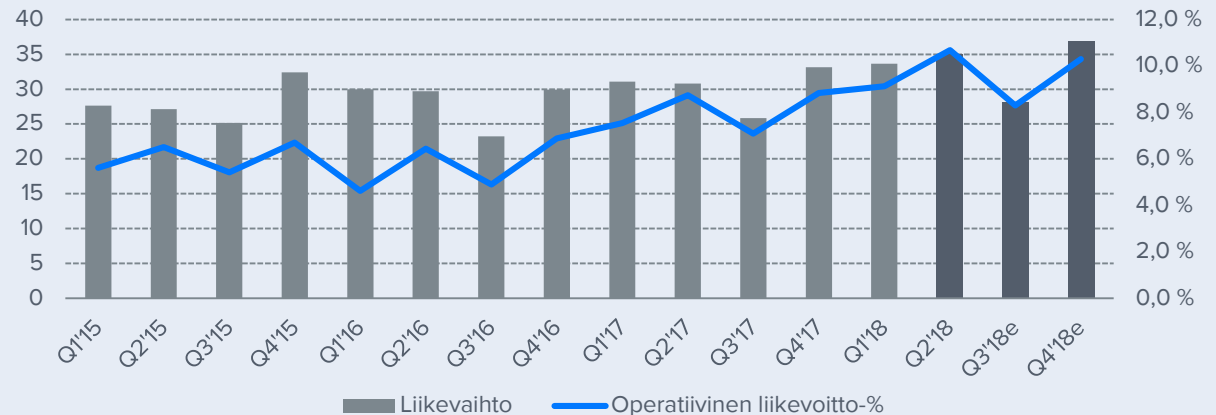
Kannattavuus (operatiivinen liikevoitto-%) on viime vuosina ollut keskimäärin palvelualueelle kohtuullisen hyvällä lähes 7 %:n tasolla. Olemme arvioineet liiketoiminnan kannattavuus- potentiaalin olevan noin 8-10 %:n tasolla, mutta Q2'18 operatiivinen liikevoittomarginaali oli peräti 10,7 %. Tämä on kaikkien aikojen paras taso ja mielestämme lähellä liiketoiminnan potentiaalia, vaikka jotkut yksiköt tekevät toki suhteellisen kestävästi parempaakin kannattavuutta (>10 %). Palvelualueen MSI oli Q2'18:llä 52 %, mikä on sille jo varsin hyvä taso.

Liikevaihdon jakautuminen (2017)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Avainluvut: Suunnittelupalvelut



Etteplanin palvelualueet 2/3

Tekninen dokumentointi (19 % liikevaihdosta)

Etteplan on johtavia teknisen dokumentoinnin palveluiden ja ratkaisujen tarjoajia. Yhtiö siis tuottaa esimerkiksi käyttöohjekirjoja, tuotemanuaaleja, varaosaluetteloita ja muita vastaavia asiakkailleen. Tekninen dokumentointi on useimmiten teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolella oleva toiminto, jolla on kuitenkin keskeinen merkitys erityisesti loppuasiakkaan huolto- ja liiketoiminnan sujuvuuteen ja tehokkuuteen.

Laadukkaat tekniset dokumentit ovat kriittisiä huolto- ja kunnossapitoliiiketoiminnassa, joiden merkitys on koko ajan kasvussa Etteplanin asiakassektoreilla. Tämän takia alueella on nähty monia merkittäviä ulkoistuksia, joiden odotamme jatkuvan tulevaisuudessa.

Yhdessä yhtiön suunnitteluosaamisen kanssa yhtiö pystyy tuottamaan tuotespesifikaatioista korkealaatuista teknistä dokumentaatiota. Pidämme yhtiön tarjontaa alueella erittäin kilpailukykyisenä ja laadukkaana, mikä tekeekin

yhtiöstä kilpailukykyisen ulkoistuksissa myös selvästi suurempien liiketoimintojen kohdalla.

Tekninen dokumentointi-liiketoimintaan kuuluu myös ohjelmistoliiketoimintaa, mikä on nykyään jo varsin merkittävä (tarkkaa kokoluokkaa ei tiedossa). Käytännössä asiakas voi myös ostaa Etteplanin kehittämät ja käyttämät työkalut omaan käyttöönsä. Lähtökohtaisesti Etteplan kuitenkin pyrkii tuottamaan palvelut itse (Managed Services-mallilla). Kilpailijoille ohjelmistoja ei myydä.

Tekninen dokumentointi on hyvässä kasvussa

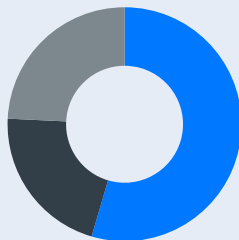
Vuonna 2014 liiketoiminnan liikevaihto oli 25,2 MEUR ja operatiivinen liikevoitto 2,0 MEUR (noin 8,1 % liikevaihdosta). Vuonna 2018 odotamme liikevaihdon nousevan noin 47 MEUR:n tasolle, mikä tarkoittaa viime vuosien keskimääräisen kasvun olleen noin 17 % (CAGR-%). Operatiivinen liikevoittomarginaali on vuosina 2014-2017 ollut keskimäärin noin 8,6 %, ja vuonna 2018 odotamme tämän olevan noin 9,2 %. Taso on lähes sama kuin vuonna 2017, ja mielestämme

edelleen erittäin maltillinen suhteessa liiketoiminnan potentiaaliin.

Mielestämme liiketoiminnalla on edellytykset saavuttaa noin 15 %:n operatiivinen liikevoittomarginaali, mutta tämä vie parhaimmillaankin pitkään. Arviomme mukaan tämä vaatisi paremmin skaalautuvaa liiketoimintaa, eli käytännössä merkittävämpää ohjelmistopohjaa. Jo 12 %:n marginaali olisi mielestämme erittäin hyvä. Nykyisen vaisun kannattavuuden taustalla on käsityksemme mukaan tiettyjä heikemmin kannattavia alueita (kuten Saksa), joiden oikaiseminen vaatii aikaa.

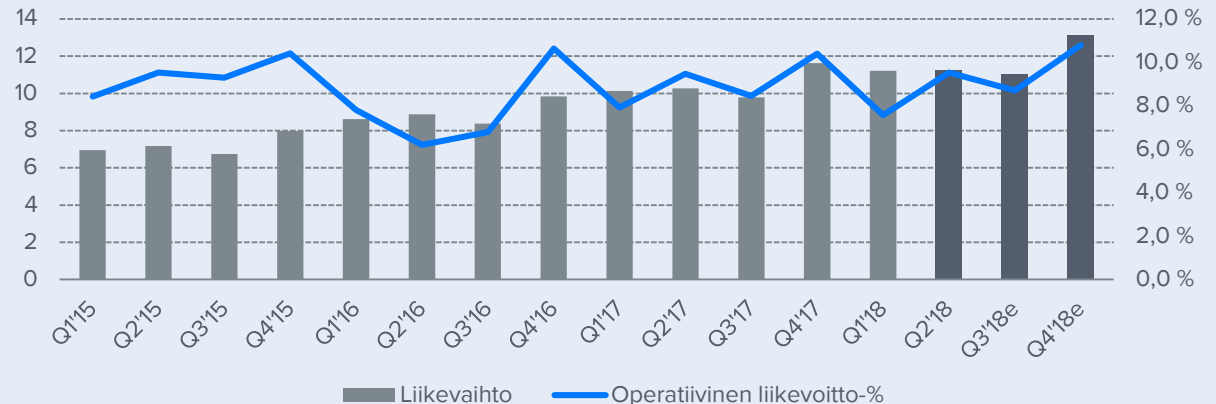
Kasvun taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti uudet asiakkuudet ja ulkoistukset, joita Etteplan voittaa vahvalla tarjonnallaan tasaista tahtia. Odotamme merkittäviä ulkoistamissopimuksia myös jatkossa. Managed Services-malli toimii erityisen hyvin teknisessä dokumentaatioissa, joka on monesti asiakkaan ydinosaaamisen ulkopuolinen toiminto. MS-indeksi onkin palvelualueella poikkeuksellisen korkea (Q2'18: 73 %).

Operatiivisen liikevoiton jakautuminen (2017)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Avainluvut: Tekninen dokumentointi



Etteplanin palvelualueet 3/3

Sulautetut järjestelmät ja IoT

Etteplan teki huhtikuussa 2016 kaksi yrityskauppaa, joilla se hankki Espotel Oy:n ja Soikea Solutions Oy:n. Nämä yritysostot yhdistettynä aikaisempaan osaamiseen erityisesti sulautetuissa järjestelmissä loivat silloin Sulautetut järjestelmät ja IoT-palvelualueen pohjan. Yhtiö vahvisti palvelualueutta merkittävästi tuoreella Eatech-yritysostolla toukokuussa 2018. Näin Etteplan vastaa asiakkaidensa digitalisointimishaasteisiin vahvistamalla osaamistaan teollisen internetin ratkaisuissa erityisesti ohjelmistopuolella, jonka merkitys kasvaa koko ajan.

Teollinen internet on tämän hetken tärkeimpiä murroksia ja Etteplanilla on palvelualueella merkittäviä kasvumahdollisuuksia. Laajennutella palvelukonseptilla uskomme yhtiön pystyvän tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa erityisesti huolto- ja kunnossapito-liiketoiminnan kehittämisessä. IoT-osaamisen yhdistäminen tekniseen dokumentointiin voi parantaa alueen kilpailukykyä huomattavasti, mutta tämä kehitys vaatii vielä aikaa.

Osuus Etteplanin liikevaihdosta noin 26 %

Sulautetut järjestelmät ja IoT-palvelualue on ollut osana Etteplania Q2'16:sta alkaen. Q2'18 alueen liikevaihto oli 15,8 MEUR eli noin 25 % Etteplanin liikevaihdosta. Orgaaninen kasvu ja Eatech-yritysosto kasvattaa osuutta Q3:sta alkaen, jolloin arviomme palvelualueen liikevaihdon olevan noin 14,7 MEUR (+28 % vertailukaudesta). Silloin myös osuus konsernista on noin 27 %, ja palvelualueen merkitys on tulevaisuutta ajatellen mielestämme vielä tätä merkittävämpi.

Operatiivinen liikevoitto oli Q2'18:lla 1,4 MEUR eli

8,6 % liikevaihdosta, mikä on liiketoiminnalle mielestämme kohtuullinen taso. Yhtiöllä on ollut haasteita joidenkin suurien projektien kanssa viimeiset 6-9 kk, ja liiketoimintamallia on yleensäkin uudistettu ja tarkennettu. Korkean lisäarvon MS-palveluiden osuus liikevaihdosta oli Q2:llä vain 46 % (Q2'17: 55 %), kun heikosti kannattaneita pidempiaikaisia projekteja puhdistettiin liiketoiminnasta. Tilanne tulee muuttumaan merkittävästi viimeistään Q3:lla, kun näemme Eatechin koko kontribuution.

Eatech-yritysosto

Eatech-yritysostolla Etteplan vahvistaa digitaalisten palveluiden ja ohjelmistojen asiantuntemusta, mikä on yksi sektorin houkuttelevimpia kasvualueita digitalisaation megatrendin ansiosta. Vuonna 2006 perustettu Eatech on erikoistunut ohjelmistoratkaisuihin, mobiiliratkaisuihin, palvelumuotoiluun ja testauspalveluihin sekä tarjoaa myös jatkuvia palveluja kriittisten järjestelmien ylläpitoon. Eatechin liikevaihto vuonna 2017 oli noin 7,5 MEUR ja vuosina 2014-2017 yhtiön liikevaihdon kasvu oli 47 % (CAGR-%). Kasvu on ollut hyvin kannattavaa, joten track-record on viime vuosilta vahva. Ennustemme ovat erittäin maltillisia suhteessa historialliseen kasvuun. Eatechissa työskentelee yli 100 asiantuntijaa.

Etteplan vahvistaa yritysostolla merkittävästi osaamisensa erityisesti digitaalisten kokonaisratkaisujen ja ohjelmistojen tarjoajana. Kauppa on jatkoa investoinneille digitalisaatioon ja ohjelmistokehitykseen sekä kaksi vuotta sitten tehdyille Soikea Solutions Oy:n oston. Nyt Etteplanilla on yhteensä noin 700 sulautettujen järjestelmien ja IoT:n eri osa-alueilla työskentelevää asiantuntijaa, joista 200 on

erikoistunut ohjelmistopohjaisiin ratkaisuihin.

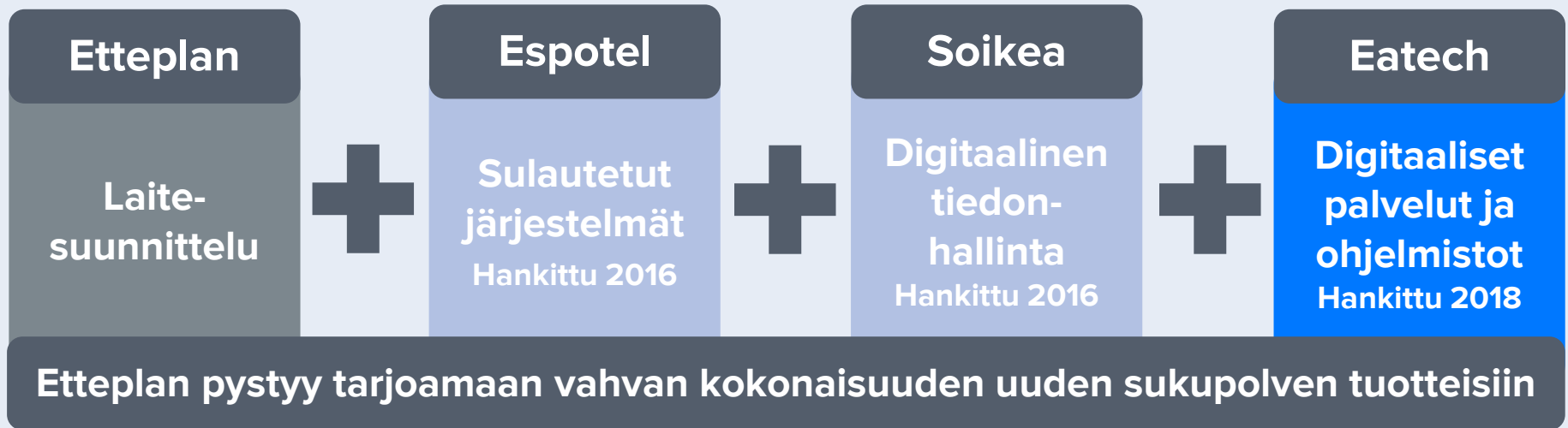
Mielestämme alueen vahvistaminen on strategisesti erittäin järkevää. Osaaminen alueella on erittäin haluttua ja Etteplan pystyy tarjoamaan lähes ainutlaatuisen osaamis-kokonaisuuden, sillä se pystyy yhdistämään sulautetut järjestelmät, IoT:n, ohjelmistoratkaisut sekä teknisen dokumentoinnin. Digitalisaatio-aallon siirtyessä seuraavaan vaiheeseen tulee tämä osaaminen arviomme mukaan olemaan erittäin kysyttyä. Etteplanille tämä on mielestämme vahvuus kilpailijoihin verrattuna.

Eatech-yritysoston arvostustaso

Kaupan ehtojen mukaisesti se maksetaan myyjille suunnatulla osakeannilla (1,5 MEUR vahvistaa vapaata omaa pääomaa) ja käteisellä. Käteisvastiketta yhtiö ei paljastanut, joten lopullinen kauppasumma jää arvioiden varaan. Oma aviomme on 7,5-10 MEUR:n kokoluokkaan (yhtiö nettovelaton) eli noin 9 MEUR (arviota päivitetty, aiemmin noin 7,5 MEUR). Silloin EV/EBIT olisi noin 7x ja EV/S noin 1,2x vuoden 2017 toteutuneilla luvuilla, mutta maltillisempia 2018-luvuilla. Tällä tasolla yritysosto loisi arviomme mukaan merkittävästi omistaja-arvoa, jos strateginen ajatus toteutuu edes kohtuullisesti.

Lisäksi uskomme, että kauppaan liittyy merkittävä lisäkauppahinta, mikä on Etteplanille normaali käytäntö yritysostoissa. Yleensä lisäkauppahinnan vaatimukset on kuitenkin asetettu esimerkiksi tuloskasvun osalta niin korkeiksi, että niiden saavuttamisesta hyötyvät molemmat osapuolet. Kriittistä yritysostojen onnistumisesta on mielestämme osaamisen säilyttäminen ja kannustaminen myös osana suurempaa kokonaisuutta.

Sulautetut järjestelmät ja IoT

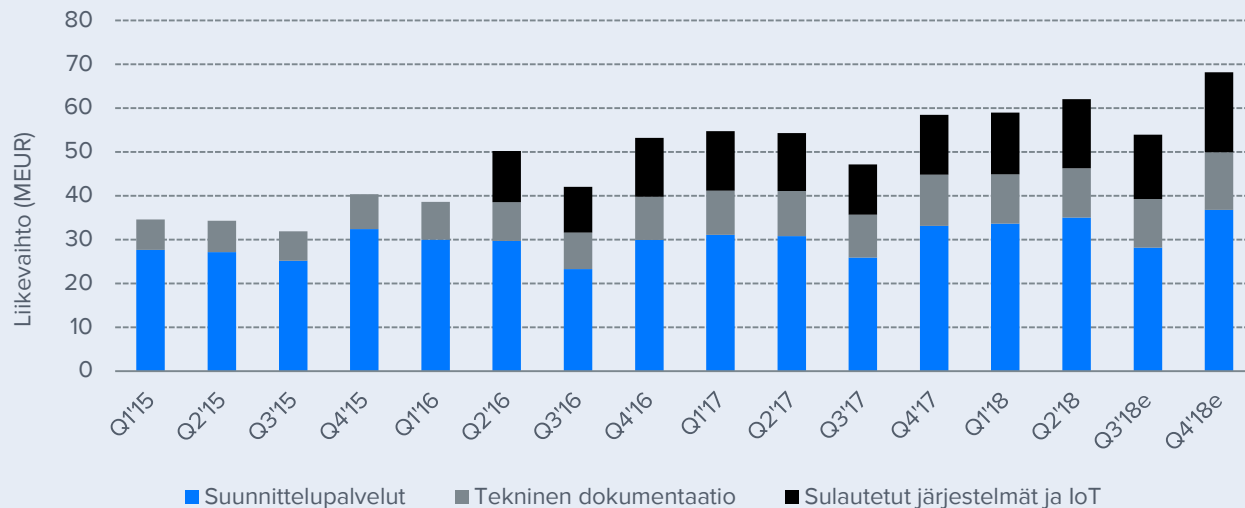


Etteplanilla on nyt yhteensä noin 700 sulautettujen järjestelmien ja IoT:n eri osa-alueilla työskentelevää asiantuntijaa, joista 200 on erikoistunut ohjelmistopohjaisiin ratkaisuihin. Tämä tekee yhtiöstä Suomen mittakaavassa varsin suuren ohjelmisto-osaajan, ja kilpailijoiden joukossa yhtiö erottuu edukseen panostuksilla digitalisaation ajamiin ratkaisuihin.

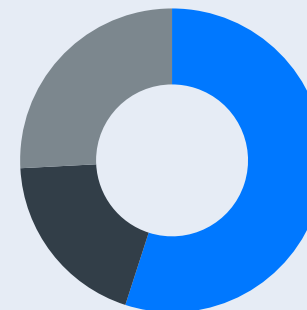


Palvelualueiden yhteenveto

Liikevaihdon muodostuminen

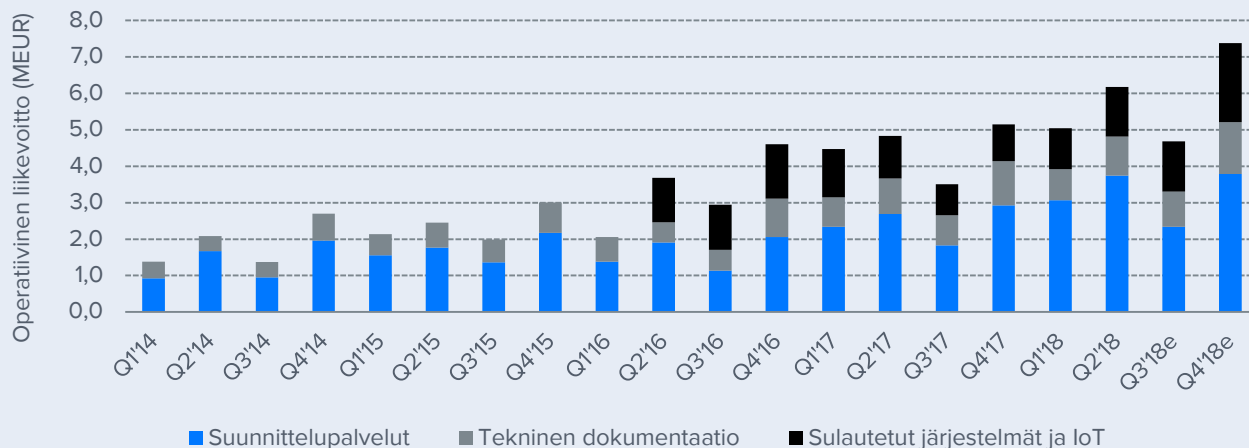


Liikevaihdon jakautuminen (2018e)

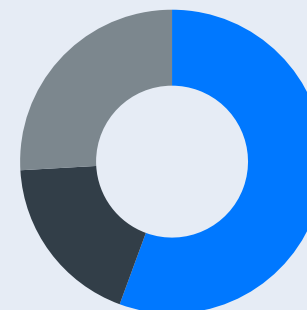


- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Operatiivisen liikevoiton* muodostuminen



Op. Liikevoiton* jakautuminen (2018e)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Lähde: Inderes. *Operatiivinen liikevoitto on vaihtoehtoinen tunnusluku, joka esitetään, koska se kuvaa yhtiön operatiivista suoritustasoa paremmin kuin liikevoitto. Siihen ei sisälly yritysjärjestelyihin liittyvien käyvän arvon arvostusten poistoja eikä ehdollisten velkojen arvostuksen muutosta.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Tavoitteena kasvupotentiaalin hyödyntäminen

Etteplanin strategian tavoitteena on kasvattaa yhtiön arvoa hyödyntämällä liiketoimintaympäristössä tapahtuvia muutoksia ja sen tarjoamia mahdollisuuksia. Strategian neljä kulmakiveä ovat asiakaskeskeisyys, palveluratkaisu, yksi Etteplanin ja suunnittelu- ja suunnittelumenetelmät. Liiketoiminnan painopistealueet ovat avainasiakkuuksien kasvu, johdettujen palvelumallien (Managed Services) osuuden lisääminen, teknisen dokumentoinnin myynnin kasvu, Kiinan liiketoiminnan kasvu ja digitalisaatio (Sulautetut järjestelmät ja IoT-palveluiden kehittäminen ja kasvattaminen).

Strategian ydin

Mielestämme Etteplanin strategian ytimessä on halu hyödyntää murroksessa olevan toimialan tarjoamat mahdollisuudet. Globalisaatio on jo muuttanut Etteplanin asiakaskunnan toimintaympäristön, johon myös Etteplanin täytyy muuntautua. Asiakkaita täytyy pystyä palvelemaan kaikkialla ja kaikkiin aikoihin, minkä takia Etteplanin visio on (käännettynä) ”Asiakkaamme saavat parhaita palveluratkaisuja missä tahansa ja koska tahansa”.

Kehitys on johtanut toimialan voimakkaaseen konsolidaatioon, jossa Etteplan on mielestämme joko aktiivisesti mukana tai siitä tulee väliinpuotoaja ja yritysostokohde. Vaikka Etteplan on Suomessa markkinajohtaja ja Ruotsissa merkittävä toimija, on se edelleen erittäin pieni toimija Euroopan mittakaavassa. Toimialalla suuret ovat menestyneet pienempiä paremmin, minkä takia kasvu on myös Etteplanille mielestämme kriittistä. Viime vuosina yhtiö on onnistunut kasvussa erittäin hyvin.

Kilpailuetu

Yhtiön kilpailuedun voi mielestämme tiivistää seuraavaan kolmeen tekijään:

Managed Services-liiketoimintamalli, joka on todistettavasti parantanut yhtiön kapasiteetin käyttöastetta ja sitä kautta kannattavuutta. Samalla se tarjoaa asiakkaalle normaalia mallia enemmän lisäarvoa ja mahdollisuuden hinnoitella palvelukokonaisuuksia tältä pohjalta. MSI:n noustua yli 50 %:n, alkoivat hyödyt näkyä yhä selkeämmin. Yhtiön tavoitteena on nostaa luku yli 65 %:n vuoteen 2019 mennessä. Arviomme mukaan tämän jälkeen mallin tuomat hyödyt alkavat suhteellisesti pienentyä.

Kiina ja Kiinan offshoring, joka parantaa yhtiön kustannustehokkuutta ja mahdollistaa yksinkertaisempien asioiden tekemisen erittäin kilpailukykyisesti. Toimiva offshoring on erittäin haastavaa rakentaa, ja Etteplan on onnistunut tässä pitkän kokemuksensa ansiosta. Etteplan on ollut Kiinassa jo vuodesta 2004 lähtien, mikä mielestämme antaa sillä selkeän edun ainakin Pohjoismaalaisia kilpailijoita vastaan. Nyt kun Kiinan sisämarkkinat ovat alkaneet avautua, ne tarjoavat Etteplanille erinomaisen kasvumahdollisuuden. Aikaisempi offshoring-liiketoiminta voikin jäädä tulevaisuudessa sivuun, kun paikalliset markkinat vaativat osaajia. Keskipitkällä aikavälillä yhtiön täytyykin löytää ja rakentaa uusi offshoring-mahdollisuus.

Pitkät asiakassuhteet johtavien yhtiöiden kanssa. Monesti kymmeniä vuosia jatkunut yhteistyö esimerkiksi Suomen johtavien konepajojen kanssa luo Etteplanille vahvan asiakaskunnan, mikä tarjoaa paitsi jatkuvuutta niin myös kasvumahdollisuuksia asiakaskunnan menestyessä.

Keski-Eurooppaan laajentuminen

Etteplan on kertonut olevansa kiinnostunut laajenemisesta Keski-Euroopan markkinoille, joista todennäköisesti houkuttelevimpia ovat Saksa ja Alankomaat. Näillä markkinoilla on jo pulaa insinööreistä ja maiden demografisen kehityksen takia markkinoille on muodostumassa selkeä insinööripula. Eri arvioiden mukaan pelkästään Saksassa on noin 230 000 insinöörin vaje vuonna 2020, kun väestö ikääntyy ja eläköityy, mitä uusien koulutus ei korvaa. Keski-Euroopan markkinoilla tulee olemaan lähivuosina erittäin mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

Etteplanin ratkaisu Keski-Euroopan insinöörivajeeseen olisi offshoring, joka tulisi lähtökohtaisesti Kiinasta ja myöhemmin mahdollisesti myös muualta. Lisäksi yhtiöllä on near-shoring optio Puolassa. Off/nearshoring ei kuitenkaan toimi ilman uskottavaa paikallista toimintaa, minkä luominen vaatii huomattavia investointeja (lähtökohtaisesti yritysostoja). Vaikka Etteplanilla on nyt toimintaa Alankomaissa (käytännössä vain teknistä dokumentointia), Puolassa ja hieman myös Saksassa, ovat nämä liiketoiminnat toistaiseksi aivan liian pieniä. Ne ovat mielestämme enemmän mahdollisia rakennuspalikoita kasvupohjalle kuin uskottava organisaatio.

Merkittävän jalansijan saaminen Euroopassa vaatisi mielestämme merkittävää yritysostoa (vähintään >200 henkilöä), jonka pohjalle liiketoiminnan voisi rakentaa. Yritysostoja on kartoitettu, mutta ainakaan hinnoista ei ole päästy yhteisymmärrykseen. Saksan insinöörivajeeseen täytyy löytää ratkaisu jo lähivuosina, minkä takia Etteplanilla alkaa olla kiire tai optimaalisin aikaikkuna voi sulkeutua.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Etteplanin tavoitteena on kasvattaa liikevaihtoa keskimäärin 15 % vuodessa. Yhtiön strategia rakentuu vahvuuksille ja mahdollisuuksiin hyödyntää suunnittelualaan vaikuttavia treندهjä. Aggressiiviseen kasvutavoitteeseen kuuluu oleellisena osana yritysostot, joita yhtiö on myös tehnyt viime vuosina. Yhtiön aikaisemmat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat olleet:

- **Kasvu:** liikevaihdon vuotuinen kasvu keskimäärin vähintään 15 %. Tässä avainasioita ovat mielestämme kasvu avainasiakkuuksissa, vahvan markkina-aseman hyödyntäminen orgaanisessa kasvussa, teknisen dokumentoinnin ja Kiinan toimintojen kasvu, digitalisaatioon liittyvät ratkaisut sekä yritysostot.
- **Kannattavuus:** operatiivinen liikevoittomarginaali 10 %. Operatiivinen liikevoitto lasketaan ilman yritysjärjestelyihin liittyviä eräiä kuten aineettomien poistoja ja lisäkauppahintojen uudelleenarvostuksia. Kannattavuutta pyritään parantamaan liiketoimintamallin muutoksella ja markkinajohtajuudella. Näemme merkittävänä myös liiketoiminnan painopisteiden muutoksen.
- **Johdetut palvelumallit:** Johdettujen palvelumallien osuus liikevaihdosta (Managed Services Index, MSI) vuoteen 2019 mennessä. Taso oli 57 % vuonna 2017 ja viimeaikaisen kehityksen perusteella 65 % voi olla liikaa vuoteen 2019 mennessä, koska markkinatilanne on mahdollisesti muuttunut. Vuoden 2019 aikana tavoitteen pitäisi sitä vastoin olla täysin realistinen.
- **Tase:** omavaraisuusaste yli 30 %. Tavoite

kertoo mielestämme siitä, että yhtiö on valmis käyttämään merkittäväkin velkavipua kasvutavoitteiden saavuttamiseksi. Esimerkiksi yritysostomahdollisuuksia ei ohiteta sen takia, että tase olisi (väliaikaisesti) heikempi. Q1'18-lopussa omavaraisuusaste oli 43 %, ja tase on tällä hetkellä vahva (merkittävästä liikearvosta huolimatta).

- **Osingonjako (ei-virallinen):** Yhtiö on maksanut osinkoina 50 % nettotuloksesta useita vuosia ja uskomme tämän jatkuvan taloustilanteen tämän salliessa.

Yritysostot tärkeä osa strategiaa

Pidämme Etteplanin liikevaihdon kasvutavoitetta erittäin haastavana saavuttaa orgaanisesti, mutta tavoite sisältää yritysostot ja niiden merkitys on erittäin suuri. Etteplan on tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana ainakin kuusi (oleellista) yritysostoa ja yhtiöllä on hyvät näytöt yritysostojen onnistuneesta toteutuksesta. Edellisen merkittävän yritysoston (Eatech) yhtiö teki vain muutamia kuukausia sitten.

Etteplan hakee yrityskaupoilla erityisesti kokonaisuutta täydentävää osaamista, mutta myös maantieteellistä peittoa sekä skaalautuja. Suunnittelutoimiala on voimakkaasti konsolidoituva ja yhtiöiden kannattavuudet vaikuttavat korreloivan kokoluokan kanssa. Suurilla yhtiöillä hallintokulut saadaan painettua alas, minkä lisäksi osaamispääomaa- ja henkilöstöä voidaan todennäköisesti paremmin leveroida isoissa yhtiöissä. Suurien yhtiöiden kannattavuus on pienempiä yhtiöitä parempi, joskin poikkeuksia erityisesti niche-alueilla on.

Ankkuriomistaja Ingman Group on yritysostojen kannalta erittäin hyvä omistaja. Sillä on riittävät taloudelliset resurssit, joiden ansiosta se pystyy

tarjoamaan esimerkiksi siltarahoitusta kuten Espotel- ja Soikea-järjestelyssä. Lisäksi se pystyy kantamaan perustellut riskit, mutta keskiössä on kuitenkin omistaja-arvon kasvattaminen.

Pidämme todennäköisenä, että Etteplan jatkaa pienten yritysostojen tekemistä kohtuullisen tiuhaan tahtiin. Näillä Etteplan pystyy vahvistamaan tarjontaansa ja osaamistaan hyvin rajatuilla riskeillä. Lisäksi odotamme pidemmällä tähtäimellä myös suurempia yritysostoja, joilla yhtiö esimerkiksi laajenee Keski-Euroopan markkinoilla tai uuteen osaamisalueeseen.

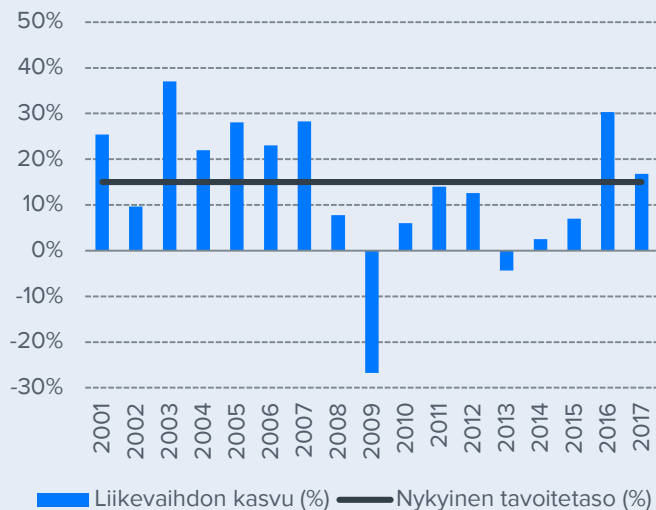
Kannattavuustavoite on saavutettavissa

Etteplanin kannattavuus on noussut viime vuosina kohtuullisen tasaisesti määrätietoisien työn seurauksena nykyiseen yli 9 %:n operatiivisen liikevoiton marginaaliin. Yhtiön 10 %:n operatiivisen liikevoittomarginaalin saavuttaminen on edelleen kestävästi haastavaa, mutta ei välttämättä enää kaukana. Mielestämme yhtiö voi saavuttaa sen lähivuosina ainakin yksittäisinä neljänneksinä. Tavoitteen saavuttamista tukee hiljalleen tapahtuva rakennemuutos, jossa painopiste siirtyy korkeamman kannattavuuspotentiaalin omaaviin liiketoimintoihin (kasvavat muita nopeammin). Silti tavoitteen saavuttaminen vaatii myös hyvää markkinatilannetta.

Ennustamme operatiivisen liikevoittomarginaalin olevan tänä vuonna noin 9,6 %. Keskeinen tekijä kannattavuustavoitteen saavuttamisessa on mielestämme kasvu sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti, mikä mahdollistaisi kiinteiden kulujen ja osaamisen tehokkaamman skaalautumisen. Yritysostojen kautta tavoite voi muuttua ”helpommaksi” myös hyvin kannattavien yrityksien hankinnalla.

Tärkeimmät taloudelliset tavoitteet

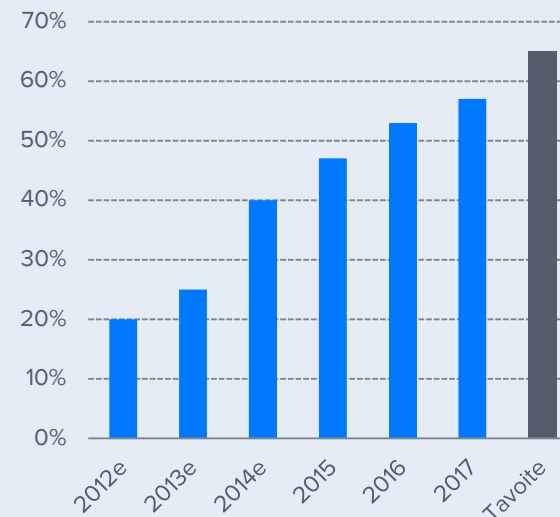
Kasvutavoite >15 % vuosittain



Kannattavuustavoite* >10 %



Johdetut palvelumallit >65 %



Globalisaation ja digitalisaation ajama markkinamurros jakaa markkinaa pieniin paikallisiin ja suuriin globaaleihin yhtiöihin.

Kannattavuus on parantunut varsin järjestelmällisesti ja tavoite alkaa olla jo realistinen. Taustalla vaikuttaa myös hidas rakennemuutos.

Johdetut palvelumallit (Managed Services) on selvästi alan perinteistä mallia parempi liiketoimintamalli ja yksi Etteplanin kilpailueduista.

Mielestämme kasvu on Etteplanille kriittistä, jotta se pystyy vastaamaan asiakaskunnan muuttuviin tarpeisiin.

Kannattavuuden parantaminen ja ylläpitäminen on tärkeää myös sen takia, että se tarjoaa tulo-rahoitusta ja rahoitusmahdollisuuksia kasvuun.

Johdettujen palvelumallin kasvu on strategisesti erittäin tärkeää, mutta se on myös yksi tärkeä ajuri kannattavuusparannuksen taustalla.

Toimiala ja kilpailukenttä 1/2

Globaalisti valtava toimiala

Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan noin 30 miljardin euron toimiala globaalisti. Globaalin markkinan koolla ei ole kuitenkaan Etteplanin kannalta relevanssia, vaan oleellista on Euroopan markkinan kehitys (erityisesti Suomi ja Ruotsi) sekä toisaalta Kiinan avautuminen. Seuraavalla sivulla olemme esittäneet graafin, jolla Etteplan on itse jakanut suunnittelu-markkinat sekä indikoinut yhtiön avainalueet.

Teollisen suunnittelun kasvunäkymät ovat hyvät, koska tuotteiden monimutkaisuus lisääntyy ja niiden määrä kasvaa lisäten siten myös suunnittelun tarvetta. Ala on voimakkaasti konsolidoitava, koska suuremmat yhtiöt pystyvät vastaamaan paremmin vastaamaan monesti globaalien asiakkaiden tarpeisiin.

Suunnittelumarkkinoiden näkymät ja ajurit

Vaikka suunnittelupalvelut on selvästi kasvua, viime vuosina kasvu on ollut hidasta investointihyödykkeiden kysyntätalanteen oltua vaikea. Palvelumarkkinoihin syklit heijastuvat monesti voimakkaasti, kun asiakasyhtiöiden ensisijaisena huolena on yhtiöiden omat työntekijät. Viimeisen reilun vuoden aikana kehitys on kuitenkin muuttunut selvästi parempaan. Isona kuvassa taustalla on merkittäviä kasvuajureita, joita ovat esimerkiksi:

- Tuotteiden monimutkaisuuden kasvu sekä lyhentyneet elinkaaret
- Teollinen internet (IoT, Etteplanin uusin liiketoiminta)
- Vaatimukset ympäristöystävällisille tuotteille
- Väestön ikääntyminen ja kehittyvät markkinat,

jotka muokkaavat tarpeita

- Asiakasyrityksien kasvava fokus omiin ydinliiketoimintoihin
- 3D-tulostimien kehitys (lisää tuotevariaatioita)

Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja pidämme selvänä, että kasvu ylittää pitkällä aikavälillä globaalin bkt:n kasvun. Kasvu ei kuitenkaan tule olemaan tasaista, mikä on nähty myös historiassa.

Ulkoistuskehitys tärkeää toimialalla

Suunnittelupalveluiden kasvua merkittävämpää voi olla ulkoistamiskehitys, sillä suuri osa toiminnasta on luonnollisesti asiakkaiden omassa organisaatiossa. Arviomme mukaan erilaiset ulkoistukset vuosien 1998-2007 aikana toivat noin 400 henkilöä Etteplanille. Ulkoistuksen vaikutus Etteplanin kasvuun on ollut siis todella suuri. Ulkoistamiset vaikuttavat voimakkaasti myös Etteplanin liiketoimintaan ja tulevat tarjoamaan yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia.

Yksi merkittävä tulevaisuuden trendi onkin asiakkaiden ulkoistamiskehitys. Tällä hetkellä keskittyminen ydinliiketoimintoihin jatkuu voimakkaana ja muita toimintoja ulkoistetaan näihin erikoistuneille yhtiöille. Tämä on mielestämme kriittistä ajatellen erityisesti Tekninen dokumentointi-alueella. Tämä on ala, jossa Etteplanilla on vahva tarjonta, mutta se harvemmin kuuluu asiakkaiden ydinosaan.

Markkina-asema vaihtelee paikoittain

Etteplan on selkeä markkinajohtaja toimialallaan Suomessa ja sen asiakaskuntaan kuuluu valtaosa Helsingin pörssin konepajoista.

Ruotsissa yhtiö on edelleen haastajan asemassa suuryhtiöiden rinnalla, mutta pystynyt kuitenkin viimeaikoina vahvistamaan asemaansa.

Etteplanilla on laaja osaaminen elektroniikan ja sulautettujen järjestelmien kehittämisessä, automaatio- ja sähkösuunnittelussa, mekaniikkasuunnittelussa ja teknisen tuoteinformaation ratkaisuisissa ja palveluissa. SAV-yrityksoston kautta Etteplan vahvisti selvästi myös laitossuunnittelun osaamista, mikä nostaa yhtiön Suomen markkinoilla merkittäväksi tekijäksi. Espotel- ja Soikea-yrityksillä Etteplan nousi vahvaksi toimijaksi IoT-alueella, ja ohjelmisto-osaamista vahvisti edelleen Eatech-yrityksosto. Yhtiö pystyykin nyt tarjoamaan vahvan kokonaisuuden digitalisaatiotratkaisuihin.

Toimiala konsolidoituu voimakkaasti

Toimialan konsolidointi on jatkunut jo pitkään, eikä trendille näy loppua. Taustalla ovat tietyt skaalaedut ja suurien asiakkaiden kasvavat tarpeet, jotka eivät rajoitu esimerkiksi Suomen markkinoille. Kyse on globalisaatiosta, jossa Etteplanin asiakkaat ovat mukana.

Paikallisten toimijoiden kannalta pidämme kehitystä ongelmallisena, sillä ne ovat vaarassa jäädä palvelemaan ainoastaan paikallisia asiakkaita. Kilpailukentän muuttuessa yhä enemmän globaaliksi, tämä markkina ei vaikuta mielestämme houkuttelevalla. Alan pienemmät (mutta kuitenkin laadukkaat) yritykset ovat luonnollisia ostokohteita suuremmille muuttuvassa markkinassa. Alalla suuret toimijat kasvavat markkinoita nopeammin ja merkittävä osa kasvusta erityisesti viime vuosina on tullut yritysostoista, joita on nähty alalla paljon. Etteplan on keskisuuri toimija Pohjoismaissa, mutta edelleen pieni Euroopassa.

Toimiala ja Etteplanin ydinalueet

Suunnittelumarkkinoiden jakautuminen

Suunnittelumarkkinat

- Paperikoneet
- Liikkuvat työkonet
- Hissit ja nostolaitteet
- Puolustusvälineiteollisuuden laitteet
- Ilmailuteollisuuden järjestelmät
- Kuljetusvälineet

- Teollisuuden automaatiojärjestelmät
- Prosessilaitteet



Etteplanin osaaminen ja palvelutarjonta suunnittelun ja teknisen dokumentaation alueella on monipuolista ja kattaa kaikki asiakkaan kone- ja laitesuunnittelun tarpeet.

- Generaattorit
- Jakelujärjestelmät
- Tuuliturbiinien komponentit
- Sähkönjakeluautoaatio
- Taajuusmuuttajat

- Laitosrakentaminen**
- Putkisto- ja teräsrakennesuunnittelu
 - Sähkö- ja automaatio-suunnittelu
 - LVIP-suunnittelu

■ Etteplanin pääasiallinen markkina-alue

Suunnittelumarkkinan globaalit trendit

| | |
|--|--|
| Nopeutunut teknologinen kehitys | <ul style="list-style-type: none"> • Uudet teknologiat • 3D-tulostus lisää tuotevariaatiota • Tuotteiden lyhentyneet elinkaaret • Parantunut valmistettavuus • Teknologian siirto, käänteinen innovaatio • Kestävän kehityksen mukaiset ratkaisut • Lisääntynyt suunnittelutyön tarve • Uuden osaamisen kehittämisen tarve |
| Digitalisaatio | <ul style="list-style-type: none"> • Teollinen internet (IIoT) • Liiketoimintamallien uudistuminen • Koneiden ja laitteiden lisääntynyt älykkyys • Lisääntynyt suunnittelutyön tarve • Uuden osaamisen kehittämisen tarve • Haastaa olemassa olevat tekniikan osaamisalueet |
| Gloobalin talouden rakenteelliset muutokset | <ul style="list-style-type: none"> • Talouden painopisteen siirtyminen kehittyville markkinoille • Väestönkasvu, kaupungistuminen ja väestön ikääntyminen • Lisää tarvetta vahvistaa läsnäoloa uusilla kasvumarkkinoilla |
| Ulkoistaminen | <ul style="list-style-type: none"> • Keskittyminen ydinliiketoimintaan • Kiristynyt kilpailu • Kustannustehokkuus • Laatuvaatimus • Luo orgaanisia kasvumahdollisuuksia suunnittelualan toimijoille |
| Toimialan keskittyminen | <ul style="list-style-type: none"> • Toimialalla paljon erikokoisia yrityksiä • Suuret toimijat kasvavat markkinoita nopeammin orgaanisesti ja yritysostoin • Asiakkaat vähentävät kumppaniensa määrää • Yhä tiiviimpi yhteistyö tärkeimpien kumppanien kanssa • Luo mahdollisuuden kasvuun yritysjärjestelyjen avulla |

Toimiala ja kilpailukenttä 2/2

Suomessa Etteplanin asema on erittäin vahva

Suomessa Etteplan on arviomme mukaan selkeä markkinajohtaja. Suunnittelusegmentti on edelleen Suomessa fragmentoitunut ja sektorilla toimii paljon pieniä, paikallisia yhtiöitä. Markkinaosuuksia on käytännössä mahdotonta laskea luotettavasti, sillä yhtiöt ovat fokuoituneet eri sektoreihin eikä suunnittelumarkkina ole yksi eheä kokonaisuus. Etteplanin markkina-asema on kuitenkin Suomessa erittäin hyvä ja se on henkilömäärältään selvästi suurin toimija omilla ydinalueillaan. Etteplan työllisti Suomessa noin 2000 henkilöä Q2'18:n lopussa.

Oleellisia kilpailijoita Suomen suunnittelumarkkinoilla ovat mielestämme Comatec ja Elomatic Consulting, tietyillä alueilla myös Citec. Lisäksi Ruotsista Suomen markkinoille on laajentunut yhtiötä, kuten ÅF ja Rejlers. Suomen markkinoille tuli lisäksi ranskalainen jätti Alten Group yritysosaston kautta vuonna 2014. SAV-yritysosaston kautta Etteplan on mukana selvästi voimakkaammin myös laitosuunnittelun suuremmissa projekteissa, joissa vastaan tulee myös Pöry ja Sweco.

Ruotsissa Etteplan on haastaja

Ruotsissa Etteplan on selkeästi haastajan asemassa, vaikka yhtiö kuuluu markkinoilla suuriin toimijoihin. Etteplanilla on henkilöstöä Ruotsissa tällä hetkellä noin 460, millä yhtiö jää kauas sen pääkilpailijoista. Näitä ovat näkemysmme mukaan ÅF, Semcon, Prevas, Sweco ja Rejlers, jotka ovat kaikki listattuja yhtiöitä Tukholman pörssissä. Samalla ne muodostavat Etteplanille hyvän verrokkiryhmän yhtiön tunnuslukujen vertailua ja osakkeen hinnoittelua ajatellen.

Ruotsissa Etteplanin ajama Managed Services-malli ei ole lyönyt samalla tavalla läpi kuin Suomessa, mutta viimeaikaiset merkit ovat positiivisia. Samalla myös ruotsalaiset kilpailijat ovat osittain alkaneet herätä tilanteeseen (lähinnä ÅF, joka kuuluu alan parhaisiin).

Ruotsin markkina on Suomea suurempi ja perinteisempi, eikä dynamiikka ole siten erityisen hyvä Etteplanille. Arviomme mukaan Etteplanin kannattavuus on ollut Ruotsissa oleellisesti Suomea alhaisempi, mihin vaikuttavat 1) liiketoimintamalleihin liittyvät erot (alhaisempi MSI-%), 2) liiketoiminnan koko eli skaalan puute ja 3) heikompi markkina-asema. Tämä siitä huolimatta, että Ruotsin kysyntätilanne on viime vuosina ollut Suomea parempi.

Tekninen dokumentointi ja IoT

Teknisen dokumentoinnin alueella Etteplanin pääkilpailijoita ovat ruotsalainen Sigma Technology, Semcon ja yhdysvaltalainen Lionbridge. Sigma on 12 maassa toimiva tuotetiedon, ohjelmistojen ja sulautettujen järjestelmien tuottamiseen erikoistunut yhtiö. Danir AB:n omistamalla Sigmalla on noin 3900 työntekijää. Semconin Product Information-segmentti on selkeä kilpailija alueella, joskin Semcon on käsittääksemme voimakkaasti keskittynyt autoteollisuuteen. Lionbridge on suuri Yhdysvalloissa listattu yritys, mutta sen liiketoiminnan fokus on mielestämme enemmän kääntämisessä ja informaation lokalisoinnissa kuin laadukkaana sisällön luonnissa. Arviomme mukaan Etteplanin ratkaisut ovat hyvin kilpailukykyisiä suhteessa muiden tarjontaan.

IoT-alueella kilpailukenttä on hankalasti hahmotettavissa, sillä alalla toimii periaatteessa paljon IT-yhtiöitä (kuten Tieto, Vintec ja osittain

Siili) ja kuumalle sektorille on paljon uusia tulokkaita. Jos ajatellaan Espotelin teknologista osaamista, tietyillä alueilla se kilpailee mm. Bittiumin kanssa. Suoria kilpailijoita on kuitenkin vaikea määrittellä, koska IoT on laaja käsite ja fokuukset vaihtelevat merkittävästi.

Etteplanin oleellimmat kilpailijat

Seuraavan sivun taulukossa on mielestämme Etteplanin oleellisia kilpailijoita, niiden avainlukuja sekä merkittävimmin Etteplanin kanssa päällekkäisiä toimialoja. Yhtiöt ovat fokuoituneet selvästi eri aloille, erilaisiin palvelukokonaisuuksiin sekä maantieteellisillä eri alueilla. Taulukko antaa kuitenkin kohtuullisen kuvan kokonaistilanteesta.

Avainlukuista huomataan, että kannattavuus korreloi voimakkaasti kokoluokan kanssa. Selvästi parhaat kannattavuudet (EBITDA-%) löytyvät suurimmilta yhtiöiltä, joita ovat Alten (11,3 %), Sweco (10,5 %) ja ÅF (9,5 %). Sen sijaan heikoin kannattavuus on selvästi joukon pienemmiltä Prevasilla, jonka käyttökate on vain 3,8 %. Väliin sopii keskikokoiset Semcon (5,4 %) ja Rejlers (7,4 %). Pienestä otoskoosta huolimatta tulokset vahvistavat näkemystämme siitä, että alalla on suuruuden ekonomiaa. Tämä onkin yksi selkeä ajuri alan konsolidaatioon.

Etteplanin liikevaihto oli vuonna 2017 215 MEUR ja EBITDA-% noin 8,9 %. Näin ollen yhtiön kannattavuus on muutaman prosenttiyksikön heikompi kuin alan parhailla. Periaatteessa tämä tukisi oletustamme siitä, että alalla on saavutettavissa noin 1,0-1,5 %-yksikön skaalaeduct pääasiassa hallintokulujen suhteellisen osuuden pienemisen kautta.

Etteplanin oleellisimmat kilpailijat

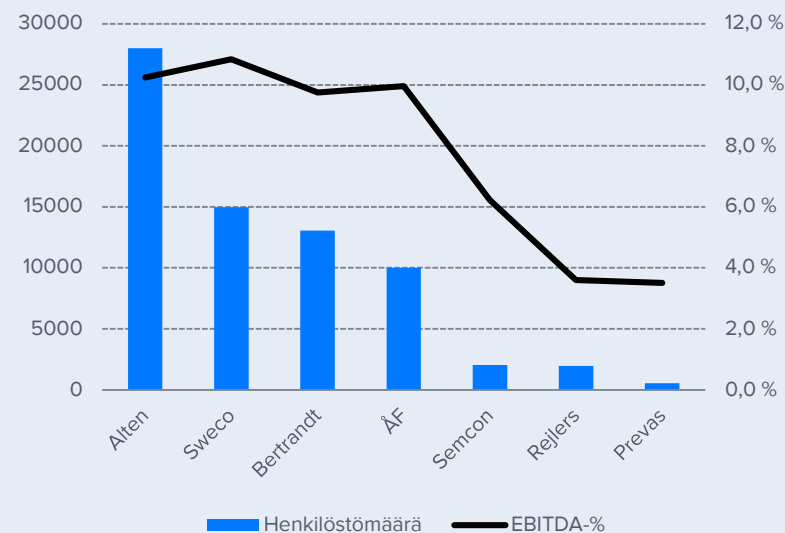
| Yhtiö | Suhde Etteplaniin | Markkina-arvo | Liikevaihto (2017) | EBITDA (2017) | EBITDA-% (2017) | Työntekijöiden määrä |
|------------------|---|---------------|--------------------|---------------|-----------------|-------------------------|
| Comatec | Merkittävä kilpailija Suomessa | Ei listattu | 35 | Ei tietoa | Ei tietoa | Yli 500 |
| Elomatic | Merkittävä kilpailija Suomessa | Ei listattu | 72 | Ei tietoa | Ei tietoa | Yli 850 |
| Citec | Tietyillä alueilla merkittävä Suomessa | Ei listattu | 69 | Ei tietoa | Ei tietoa | Suomi n. 500, yht. 1300 |
| ÅF | Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen | 1410 | 1287 | 128,2 | 10,0 % | 10015 |
| Semcon | Merkittävä Ruotsissa | 99 | 179 | 11,1 | 6,2 % | 2042 |
| Prevas | Oleellinen Ruotsissa | 17 | 75 | 2,6 | 3,5 % | 532 |
| Sweco | Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen | 2456 | 1716 | 186,1 | 10,8 % | 14981 |
| Rejlers | Merkittävä Ruotsissa ja Suomessa | 100 | 251 | 9,0 | 3,6 % | 1953 |
| Alten | Keski-Eurooppa, mutta myös Suomi & Ruotsi | 2829 | 1975 | 202,4 | 10,2 % | 28000 |
| Bertrandt | Oleellinen toimija Keski-Euroopassa | 834 | 992 | 96,7 | 9,8 % | 13047 |

Lähde: Inderes, luvut kerätty Thomson Reutersilta 13.7.2018. Listaamattomissa yhtiöiden kotisivut. Luvut miljoonia euroja.

| Yhtiö | Nosto & siirto | Energia & sähkö | Kaivos | Metsä & paperi | Lääketiede | Ilmailu & puolustus | Kuljetus | Metalli |
|-----------------|----------------|-----------------|--------|----------------|------------|---------------------|----------|---------|
| Comatec | (X) | X | X | X | | X | | (X) |
| Elomatic | X | (X) | | X | | | X | |
| Citec | (X) | X | | (X) | | | | (X) |
| ÅF | | X | X | X | X | X | X | X |
| Semcon | | (X) | | | | | X | |
| Prevas | | X | (X) | | X | X | X | X |
| Sweco | | X | | X | | | | X |
| Rejlers | X | X | X | X | | X | | |
| Alten | X | X | X | X | | X | X | X |

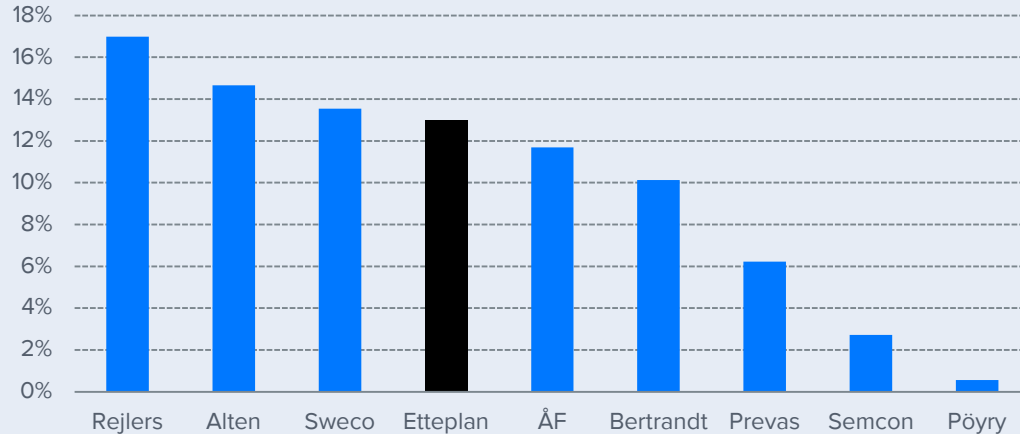
Lähde: Inderes

Henkilöstön ja kannattavuuden korrelaatio



Etteplanin kehitys suhteessa kilpailijoihin

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2000-luvulla

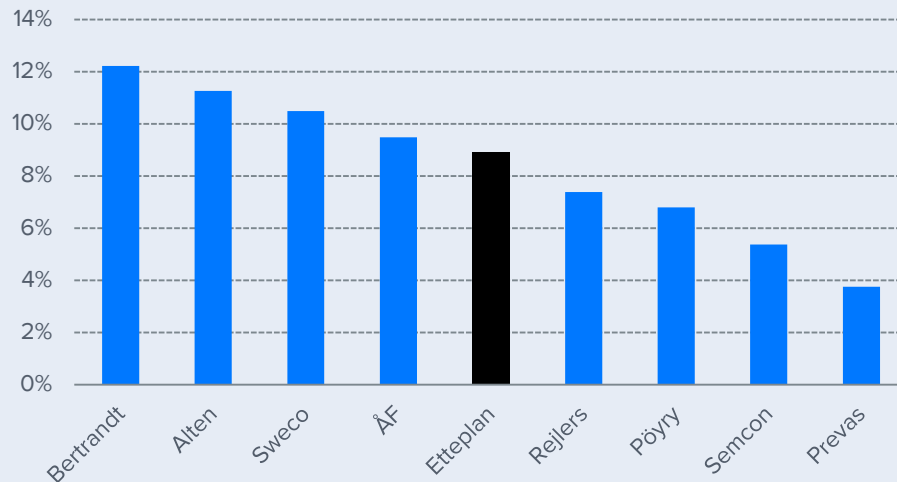


Toimialan suuret yhtiöt ovat kasvaneet 2000-luvulla nopeasti, mutta suuri osa kasvusta tulee jatkuvista yritysostoista ja alan konsolidaatiosta.

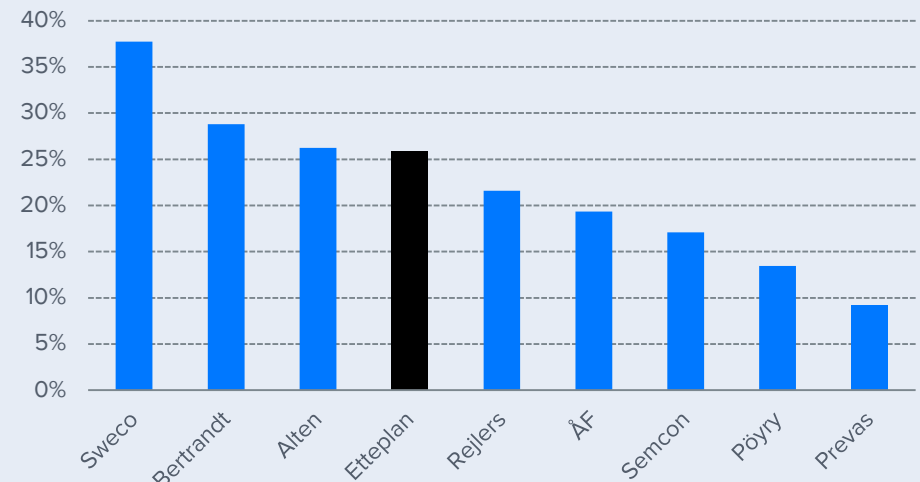
Toimialan kannattavuus on varsin hyvä, ja ryhmän käyttökate-% (EBITDA-%) on ollut noin 8,4 % 2000-luvulla (Etteplan keskimäärin 8,9 %).

Kannattavuutta oleellisempaa toimialalla on kuitenkin korkea pääoman tuotto, mitä nostaa vähäinen liiketoimintaan sitoutunut pääoma. Tämä tekee sektorista sijoittajille houkuttelevan.

Keskimääräinen EBITDA-% 2000-luvulla



Keskimääräinen pääoman tuotto-%* 2000-luvulla



Ohjelmisto-osaamisen merkitys korostuu 1/2

Osaamis pohja laajenee

Etteplan on viime vuosina panostanut voimakkaasti Sulautetut järjestelmät ja IoT - palvelualueen vahvistamiseen ja erityisesti ohjelmisto-osaamisen parantamiseen. Tästä esimerkki on tuore Eatech-yritysosto. Etteplanilla on 700 sulautettujen järjestelmien ja IoT:n eri osa-alueilla työskentelevää asiantuntijaa, joista 200 on erikoistunut ohjelmistopohjaisiin ratkaisuihin. Tämä tekee Etteplanista jo kohtuullisen kokoisen ”ohjelmistotalon” Suomen mittakaavassa ja tuo kilpailukenttään yhtiöitä kuten Vincit, Siili, Tieto ja monet muut pienemmät IT-palveluyhtiöt. Suomen teknologiateollisuutta ajatellen Etteplanilla on arvioimme mukaan markkinoiden laajin tarjonta ja ohjelmistokehitystaloihin nähden kilpailuetua yhtiön laite- ja ohjelmisto-osaaminen yhdistävässä tarjoomassa.

Ohjelmisto-osaamisen merkitys korostuu

Etteplanin useiden asiakkaiden liiketoiminta on murroksessa, kun digitalisaation myötä niiden tuotteiden arvo siirtyy laitteista yhä enemmän ohjelmistoihin ja palveluihin. Tähän murrokseen asiakkailta vaaditaan kykyä kehittää vaativia ohjelmistoja erilaisiin laitteisiin (sulautetut järjestelmät), joissa laitteisto (rauta) asettaa tyypillisesti merkittäviä haasteita ohjelmistokehitykselle ratkaistavaksi. Asiakkailta harvoin on tätä osaamista talon sisällä niiden ydinosaamisen ollessa muualla kuin ohjelmistoissa, mikä ajaa kysyntää ulkopuolisille konsulteille.

Lyhyesti voisi kuvata, että ”tyhmä rauta” muuttuu koko ajan älykkäämmäksi, tehokkaammaksi ja edullisemmaksi. Laitteen toimintaan liittyvän tiedon kerääminen sensoreilla on ollut mahdollista jo pitkään, mutta hiljalleen uusien ominaisuuksien päälle on pystytty luomaan uusia

liiketoimintoja sekä ansaintamahdollisuuksia. Siten Etteplanin asiakkailta ohjelmisto-osaamisen merkitys kilpailuetuna korostuu jatkuvasti.

Etteplan työskentelee jo valmiiksi tiiviisti asiakkaidensa tuotekehityksen kanssa, minkä takia ohjelmistokehitys on ollut luontainen laajentumisuuunta yhtiölle. Syvä tuntemus asiakkaiden laitepuolen tuotekehityksestä on myös kilpailuetu verrattuna puhtaasti ohjelmistokehitykseen keskittyneisiin yhtiöihin. Arvioimme siten Etteplanin olevan IT-markkinan trendejä ajatellen hyvin asemoitunut vahvasti kasvavalle palvelualueelle.

IoT-markkinan kasvunäkymä on erinomainen

IoT on todella kuuma markkina ja ala on erittäin voimakkaassa kasvussa. Markkinoiden kasvusta liikkuu erilaisia arvioita, mutta kaikki indikoivat voimakasta kasvua lähivuosille. Globaalin IoT-markkinan arvioitiin kasvavan vuoden 2014 vajaan 3000 miljardin dollarin tasolta lähes 9000 miljardiin dollariin vuonna 2020 (lähde: Statista markkinatutkimus), mikä tarkoittaisi lähes 20 %:n keskimääräistä vuosikasvua (CAGR-%). Vastaavia ennusteita on paljon, ja niiden hajonta on suurta. Yli 30 %:n kasvua on ennustaneet GrowthEnabler Analysis & Markets and Markets ja tietyille alueille on odotettu vielä korkeampaakin kasvua.

Etteplanin kannalta mielenkiintoisin osa IoT-markkinana on (valmistava) teollisuus tai ns. teollinen IoT. Tällä alueella erityisen houkuttelevia ovat palvelut (IoT:n käyttö vaatii räätälöintiä), IoT-sovellukset ja IoT-analytiikka. Näiden avulla yhtiöt voivat kerätä järkevää dataa ja hyödyntää sitä liiketoiminnan kehittämisessä. Monet yhtiöt ovatkin juuri tässä vaiheessa - laitteissa on sensorit ja dataa kerätään, mutta sen hyödyntäminen on vielä hankalaa tai tehotonta.

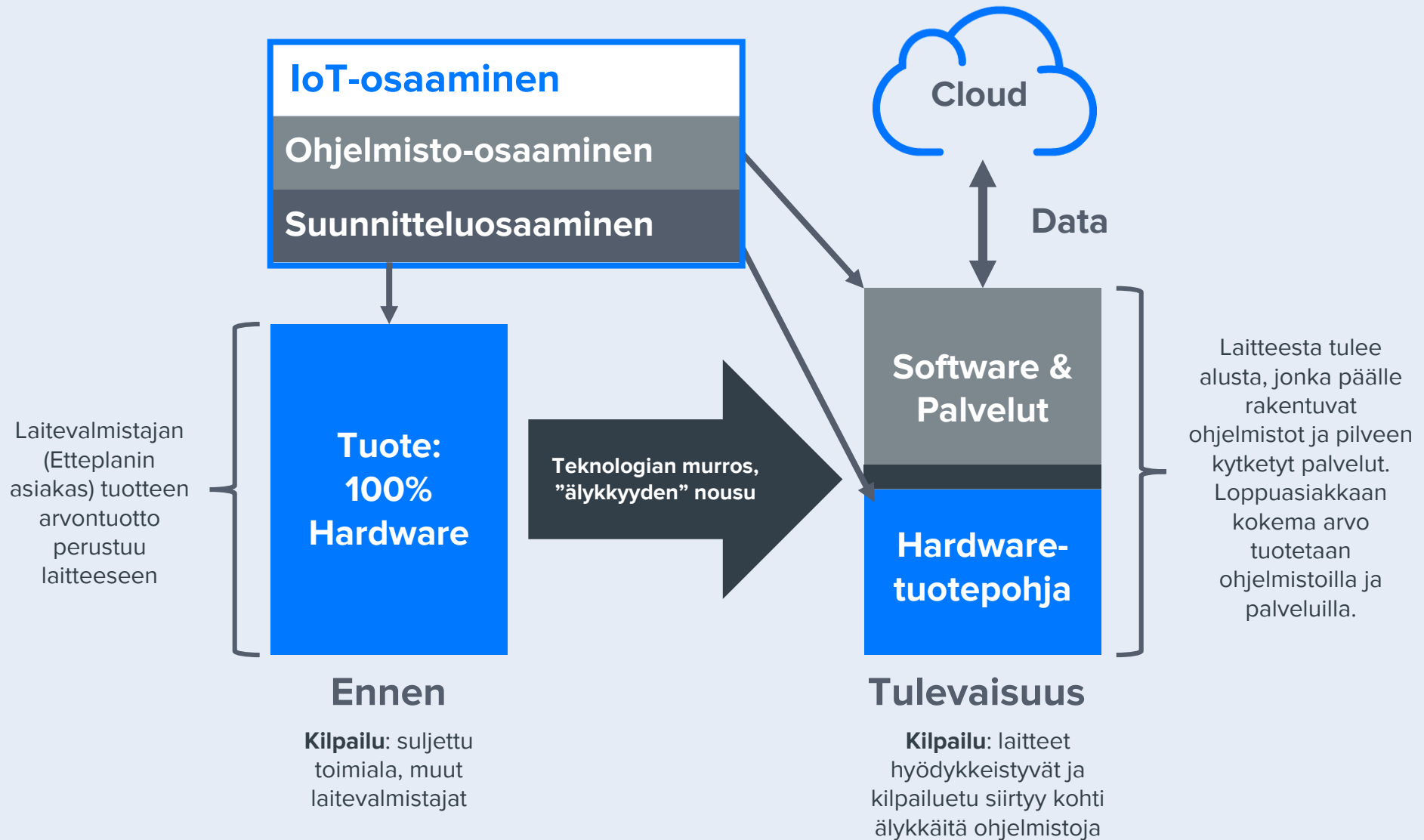
Boston Consulting Group hyödynsi IDC:n, Gartnerin ja ABI Researchin tutkimuksia ja ennusti jokaisen edellä mainituista alueista (IoT-palveluiden, sovelluksien ja analytiikan) kasvavan kuusinkertaisiksi vuosien 2015 ja 2020 välillä. Tämä tarkoittaisi hurjaa noin 43 %:n vuosittaista kasvua (CAGR-%). Jo nyt sektorilla on pulaa osaajista, mitä ajatellen kasvulukemat tuntuvat mielestämme epärealistisilta. Etteplanin kysyntää ajatellen näkymät ovat joka tapauksessa erittäin vahvat IoT-sektorilla.

IoT muodostuu yhä suuremmaksi osaksi Etteplania, jos yhtiön strategia onnistuu

Etteplanilla on palvelualueella merkittäviä kasvumahdollisuuksia ja laajennetulla palvelukonseptilla yhtiö pystyy tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa laajalla alueella. Etteplan pystyy tarjoamaan lähes ainutlaatuisen osaamiskokonaisuuden, sillä se pystyy yhdistämään sulautetut järjestelmät, IoT:n, ohjelmistoratkaisut, teknisen dokumentoinnin sekä perinteisen suunnittelun, johon digitalisaatio tulee myös vaikuttamaan merkittävästi.

Sulautetut järjestelmät ja IoT-palvelualueella on erittäin vahvat kasvunäkymät ja sen rooli voi korostua Etteplanissa edelleen tulevaisuudessa. Q2'18 se vastasi noin 25 % Etteplanin liikevaihdosta ja noin 23 % operatiivisesti liikevoitosta. Markkina kuitenkin kasvaa erittäin voimakkaasti ja palvelualueen mielestämme 15 %:n kasvu on realistista orgaanisesti, kunhan yhtiö onnistuu rekrytoinnissa. Tämän lisäksi yhtiö pyrkii arvioimme mukaan edelleen vahvistamaan aluetta yritysostoilla. Sijoittajien kannalta positiivista on myös se, että rakennemuutoksen edetessä myös Etteplanin hyväksyttävä arvostustaso on mielestämme nousussa.

Ohjelmisto-osaamisen merkitys korostuu 2/2



Kiina - sisämarkkinat ja offshoring

Kiinan toiminnot ovat Etteplanille strategisesti erittäin tärkeitä. Kiina tarjoaa yhtiölle tehokkaan offshoring-mahdollisuuden, joka on kustannuskilpailukyvyyn, liiketoimintamallin ja kokonais-tarjonnan kannalta mielestämme kriittinen. Lisäksi Kiinan markkinoiden avautuminen tulee tarjoamaan yhtiölle seuraavan viiden vuoden aikana huomattavan kasvumahdollisuuden, mistä on toistaiseksi nähty vain ensimmäisiä askelia. Näiden syiden takia Kiinan rooli ja toisaalta sen tarjoama mahdollisuus on Etteplanille todella paljon suurempi, kuin muutaman prosentin osuus konsernin liikevaihdosta (2017: 3 %) antaisi ymmärtää.

Vahva kasvupohja olemassa

Etteplan aloitti Kiinassa jo vuonna 2004 ja yhtiöllä on Kiinassa erittäin hyvä pohja. Yhtiöllä on Kiinassa yli 350 työntekijää, ja määrä on kasvanut tasaisesti. Etteplan on mielestämme Kiinassa selvässä etulyöntiasemassa suhteessa sen kilpailijoihin, koska yhtiö on toiminut maassa pitkään, tottunut maan tavoille, luonut tarvittavan infrastruktuurin ja saanut hiottua haastavat offshoring-prosessit kuntoon. Tämä on mielestämme merkittävä kilpailuetu yhtiölle.

Kiinan sisäinen markkina on vasta alkanut avautumaan, mutta sen potentiaali on pitkällä aikavälillä valtava. Kiinasta on kehittynyt ”maailmantehdas” eli keskittymä maailman valmistavalle teollisuudelle. Markkinakehitystä on vaikea ennustaa lyhyellä tähtäimellä. Monet kiinalaiset yhtiöt ovat kuitenkin viime vuosina olleet uuden tilanteen edessä, kun talous ei kasva totuttuun tahtiin ja työkuorma jää kapasiteetista. Yhtiöt ovat olleet suhteellisen hitaita tekemään ratkaisuja, mutta viime aikoina on nähnyt jo selkeitä merkkejä palvelumarkkinoiden heräämisestä.

Näkemyksemme mukaan markkinat ovat syntyneet ja alkavat kasvamaan voimakkaasti, kun yhtiöt alkavat arvostaa joustavuutta ja ymmärtää markkinatalouden syklejä.

Aikaisemmin Kiinassa ei ollut kulttuurisia, jossa palveluita ostetaan yhtiön ulkopuolelta. Nyt monet yhtiöt ovat kuitenkin joutuneet käymään läpi kalliita irtisanomisia, mikä muuttaa tilannetta nopeasti. Länsimaiset yhtiöt, jotka toimivat Kiinassa, ovat tässä edelläkävijöitä. Myös paikalliset vaikuttavat heränneen tilanteeseen, vaikka askeleet ovat olleet pieniä ja varovaisia.

Markkinoiden kehitys on toistaiseksi arvoitus

Kiinan markkinoiden tulevaisuuden kehitystä on erittäin vaikea arvioida. Mielestämme olisi luonnollista, että palveluiden alihankintakulttuuri syntyisi Kiinaan hiljalleen, kuten se on aikoinaan syntynyt myös länsimarkkinoille.

Länsimarkkinat syntyivät suuressa mittakaavassa 70-80-luvulla, mutta kasvoivat edelleen voimakkaasti ulkoistuksien mukana 90-luvulla ja myös 2000-luvulla. Nyt Kiinassa ollaan ottamassa vasta ensimmäisiä askeleita ja on erittäin vaikeaa arvioida, missä tahdissa markkina lähtee askeltamaan eteenpäin. Valtiolla on vahva rooli Kiinan taloudessa, mikä vaikuttaa myös markkinakehitykseen.

Luotettavia arvioita Kiinan palvelumarkkinan mahdollisesta kasvusta on mielestämme mahdotonta tehdä, mutta pidämme hyvin mahdollisena, että markkina moninkertaistuu jo lähivuosina. Pidämme yli 30 %:n kasvunopeutta realistisena. Vuonna 2017 Etteplanin liikevaihto Kiinassa kasvoi noin 47 %. Yhtiön kannalta kriittistä on henkilöstön kasvu sekä toimistoverkoston laajentuminen, mitä tapahtuu koko ajan. Yhtiön liiketoiminnan vetäjä on

kiinalainen (osaajat alalla edelleen harvinaisia), mikä voi myös avata uusia ovia. Merkittävät ulkoistukset voisivat tarjota mahdollisuuksia kasvuharppauksille. Etteplan kertoi alkuvuonna 2018 saaneensa asiakkaakseen kiinalaisen Fortune 500-listan yhtiön, mikä voi olla erittäin tärkeä päänavaus myös muihin vastaaviin.

Offshoring ja tulevaisuus

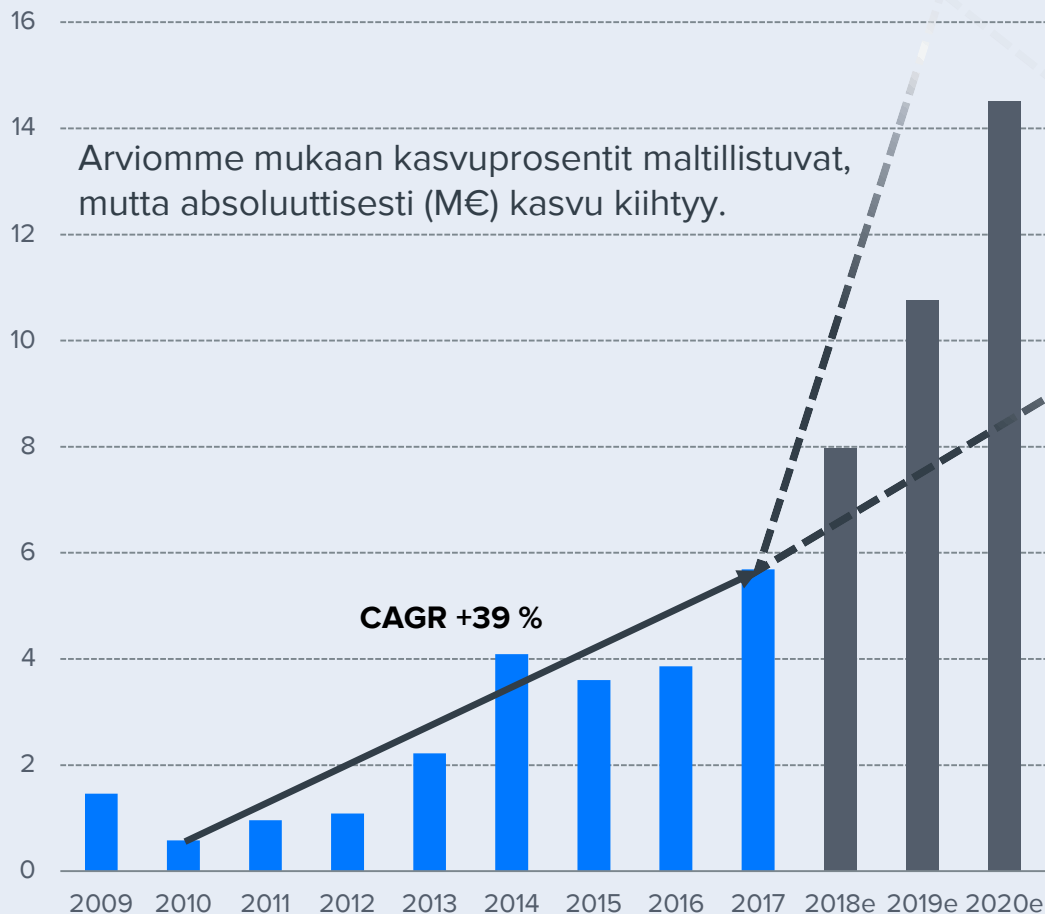
Toistaiseksi Kiina on vielä valtaosin offshoring-mahdollisuus, mikä tarjoaa Etteplanille selvän kustannuskilpailuedun Euroopassa. Kun katsotaan pidemmällä aikavälillä, Kiinan toiminnot voivat palvella yhä voimakkaammin paikallisia markkinoita ja offshoring voi siirtyä uudelle markkinalle. Kiinan sisämarkkinat ovat valtava mahdollisuus ja jos Etteplan pystyy kasvamaan niiden mukana murroksessa, tarvitaan työvoima Kiinan markkinoille.

Offshoring-mahdollisuuteen vaikuttaa tietysti myös Kiinan korkea palkkainflaatio, sillä palkat ovat nousseet viime vuosina noin 7-8 %:n vauhtia, joskin palkkainflaatio on hidastunut talouden mukana. Vaikka Kiina on edelleen erittäin kilpailukykyinen Etteplanille emmekä usko tämän muuttuvan nopeasti, tulee talouden kasvu pitkällä tähtäimellä lopulta muuttamaan rakennetta ja nostamaan kustannuksia.

Mielestämme relevantteja mahdollisuuksia uudeksi offshoring-kohteeksi voivat olla esimerkiksi Intia, Vietnam tai Indonesia. Vaatimuksena ovat arviomme mukaan erityisesti 1) riittävä määrä osaavia työntekijöitä, 2) sisämarkkinan potentiaali pitkällä tähtäimellä sekä 3) erinomainen kustannuskilpailukyky. Toimivan ja kustannuskilpailukykyisen offshoring-prosessin ylläpitäminen on mielestämme Etteplanin strategian avainasioita.

Kiinan markkinan avautuminen

Kiinan sisäisen liikevaihdon kehitys (MEUR)



Kehitykseen vaikuttavia tekijöitä

- + Kiinan laitevalmistajien reagointi heikompaan ja vaihtelevaan kysyntään
- + Kiinalaisten yhä vahvempi halu tuoda omia tuotteita länsimarkkinoille
 - + Vaatimukset esimerkiksi dokumentoinnissa ovat korkeampia
- + Länsimaisten yhtiöiden esimerkki
- + Joustavuuden vaatiminen
- + Ulkoistamiskehityksen mahdollinen alkaminen (voi aiheuttaa suuriakin hyppäyksiä)
- Epävarmuus valtion toiminnasta toimialaan liittyen
 - Valtion suunnitteluinstituutit mukana
- Alalla vielä rajallinen määrä toimijoita
- Epäluotettavien toimijoiden mahdollisesti aiheuttamat ongelmat

Keski-Eurooppa - merkittävä mahdollisuus

Keski-Euroopan markkinat houkuttelevat

Keski-Euroopan, lähinnä Saksan ja Alankomaiden, markkinat ovat jo pitkään olleet Etteplanin suunnitelmassa. Näillä markkinoilla on jo pulaa insinööreistä ja maiden demografisen kehityksen takia markkinoille on muodostumassa selkeä insinööripula. Eri arvioiden mukaan pelkästään Saksassa on noin 230 000 insinöörin vaje vuonna 2020, kun väestö ikääntyy ja eläköityy, mitä uusien koulutus ei korvaa. Keski-Euroopan markkinoilla tulee olemaan lähivuosina erittäin mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

Etteplanin ratkaisu Keski-Euroopan insinöörivajeeseen olisi offshoring, joka tulisi lähtökohtaisesti Kiinasta ja myöhemmin mahdollisesti myös muualta. Lisäksi yhtiöllä on near-shoring optio Puolassa. Nämä ratkaisut eivät kuitenkaan toimi ilman uskottavaa paikallista toimintaa, minkä luominen vaatii huomattavia investointeja (lähtökohtaisesti yritysostoja).

Keski-Euroopan markkinat houkuttelevat

Etteplanilla on toistaiseksi kolme toimistoa Puolassa ja kaksi Saksassa. Puolan liiketoiminnan taustalla on Espotel-yritysosto, ja Saksassa erityisesti Arvato-yritysosto ja ulkoistussopimus. Selvästi merkittävin läsnäolo Etteplanilla on Alankomaissa, joissa vuonna 2012 tehty Tedopres-yritysosto oli erittäin tärkeä erityisesti Tekninen dokumentointi-liiketoiminnan kannalta. Alankomaat onkin edelleen käytännössä kokonaan teknistä dokumentointia. Yhteensä Etteplanilla oli Keski-Euroopassa 224 henkilöä töissä vuoden 2017 lopussa, mikä oli silloin noin 8 % yhtiön

henkilöstöstä. Keski-Euroopan liiketoiminta on siis vielä pientä, ja keskittynyt erityisesti Tekniseen dokumentointiin. Perinteisemmällä suunnittelualalla Etteplanilla ei ole vielä oleellista jalansijaa. Arviomme mukaan Etteplan tulee laajentamaan tällä hetkellä erikoistuneiden toimipisteiden palveluita myös perinteisempään suunnitteluun. Nykyiset toimistot ovatkin mielestämme mahdollisia rakennuspalikoita kasvupohjalle.

Suurille asiakkaille uskottavan organisaation rakentaminen vaatisi näkemyksemme mukaan merkittävää yritysostoa, jolla nykyinen henkilöstömäärä Keski-Euroopassa mielellään kaksinkertaistettaisiin (kokoluokka 500 henkilöä olisi jo hyvä pohja). Yritysostoja on kartoitettu, mutta ainakaan hinnoista ei ole päästy yhteisymmärrykseen. Käsityksemme mukaan erityisesti Saksassa on yrittämisessä tiettyjä kulttuurillisia eroja, eli keskisuuret yritykset voivat olla täysin tyytyväisiä tilanteeseensa ilman suurta kasvuhaluutta. Sen sijaan orgaanisesti markkinalle on erittäin vaikea murtautua, koska osajista on jo pula ja rekrytointi on haastavaa.

Saksan insinöörivajeeseen täytyy löytää ratkaisu jo lähivuosina, ja mielestämme Etteplanin offshoring-ratkaisut voisivat olla hyvä ratkaisu tähän ongelmaan. Tällä hetkellä yhtiön paikallinen läsnäolo on kuitenkin liian heikko, ja merkittävän aseman saavuttaminen esimerkiksi Saksan markkinoilla vaatii uusia yritysostoja tulevaisuudessa. Keski-Euroopan laajentumiseen liittyy myös merkittäviä riskejä, varsinkin jos yritysosto tehdään väkisin ja normaalia heikommilla ehdoilla. Samalla pidämme mahdollisena, että Etteplan jää ulos Euroopan suurimmilta markkinoilta.

Arviomme mukaan liikkeitä markkinoilla nähdään kuitenkin lähivuosina, oli Etteplan mukana tai ei.

Taloudellinen tilanne 1/2

Viime vuosien kehitys ollut vakuuttavaa

Etteplanin liikevaihto on kasvanut vuosien 2000-2017 välillä keskimäärin vajaat 13 % vuodessa, ja kasvu on kiihtynyt viime vuosina. Vuonna 2017 liikevaihto oli 215 MEUR, mikä oli yhtiön ennätystaso ja ylitti samalla 200 MEUR:n rajapyykin. Kasvun taustalla on sekä orgaaninen kasvu, joka on kiihtynyt viimeaikoina, että monet merkittävät yritysostot ja ulkoistukset.

Kasvu on ollut myös hyvin kannattavaa, mikä osoittaa Etteplanin strategian ja liiketoimintamallin toiminnan. Operatiivinen liikevoittoprosentti oli 8,0 % vuonna 2017 ja se on parantunut suhteellisen tasaista tahtia viime vuosina. Parannuksen taustalla ovat mielestämme erityisesti Johdettujen palveluiden osuuden kasvaminen, hiljalleen etenevä rakennemuutos korkeamman kannattavuus-potentiaalin liiketoimintoihin (Tekninen dokumentointi ja IoT) sekä yhtiön toiminnan yleinen tehostuminen. Varsinkin viimeisen 18 kuukauden aikana myös markkinatilanne on ollut yhtiölle suotuisa, mutta mielestämme suurin osa kehityksestä on kuitenkin lähtöisin yhtiön omista toimenpiteistä.

Tase on hyvässä kunnossa

Etteplanin tase on tällä hetkellä vahva, vaikka Q2:lla tehty yritysosto heikensi niitä hieman. Q2'18:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 38,5 %, mikä on yhtiölle hyvä taso ja antaa merkittävästi liikkumavaraa (tavoite >30 %). Vastaavasti nettovelkaantumisaste oli noin 55 %. Arvioimme taseen vahvistuvan vuoden kuluessa liiketoiminnan generoidessa koko ajan tervettä kassavirtaa. Ennustemme eivät kuitenkaan sisällä mahdollisia uusia yritysostoja, jotka voisivat muuttaa tilannetta nopeasti.

Etteplanin taseen loppusumma oli Q2'18-lopussa noin 157 MEUR, ja tase on kasvanut viime vuosina merkittävästi erityisesti yritysostojen takia. Taseen suurin erä onkin monista yrityskaupoista syntynyt 66 MEUR:n suuruinen liikearvo, jonka osuus oli lähes 42 %. Q1'18:llä liikearvo oli hetken pienempi kuin yhtiön oma pääoma, mutta tilanne muuttui jälleen ”normaaliksi” Eatech-yritysoston takia.

Tase sisältää myös noin 22 MEUR muita aineettomia hyödykkeitä (noin 14 %), jotka ovat arvioimme mukaan myös pitkälti yritysostojen seurauksia. Näitä yhtiö kuitenkin poistaa, mikä nostaa käyttökatteen ja liiketuloksen eroa. Pääasiassa yritysostoihin liittyvien aineettomien poistojen takia Etteplan alkoi raportoimaan operatiivisen liikevoiton kehitystä, mikä kuvaa mielestämme parhaiten todellista liiketoimintaa.

Etteplanin liiketoiminta vaatii käyttöpääomaa, mutta myyntisaamiset on myyty eteenpäin kiertonopeuden tehostamiseksi. Taseessa on merkittävä määrä sekä myyntisaamiaisia että ostovelkoja, mutta sekä käyttöpääoman että kokonaisuuden kannalta taserakenne on varsin kevyt. Ilman yritysostojen seuraamuksia tase olisi erittäin kevyt ja pääoman tuotot erinomaisia. Yritysostot ovat kuitenkin normaali osa toimialaa ja Etteplanin strategiaa.

Rahoituskulut ovat maltillisia

Rahoitusasema on mielestämme vahva huomioiden liiketoiminnan hyvä tila. Yhtiö saakin rahoitusta suhteellisen alhaisella korolla ja korkokulut ovat maltillisia, vaikka yhtiö onkin viime vuosina käyttänyt merkittävää velkavipua erityisesti yritysostojen jälkeen. Arvioimme mukaan lainojen keskimääräinen korko on nykyään noin 3,5-4,0 %, ja korkokulut siten noin

0,8 MEUR vuodessa (2019e). Nettovelkaa yhtiöllä oli Q2'18-lopussa noin 32,5 MEUR.

Näemme merkittävämpinä riskinä rahoitus-aseman suhteen yhtiön korkean liikearvon, mutta emme kuitenkaan tällä hetkellä näe liikearvossa oleellisia riskejä. Ruotsiin kohdistuvaan liikearvoon on liittynyt riskejä, mutta tällä hetkellä pidämme tätäkin erittäin pienenä (kannattavuus parantunut selvästi).

Kassavirta mahdollistaa korkeat osingot

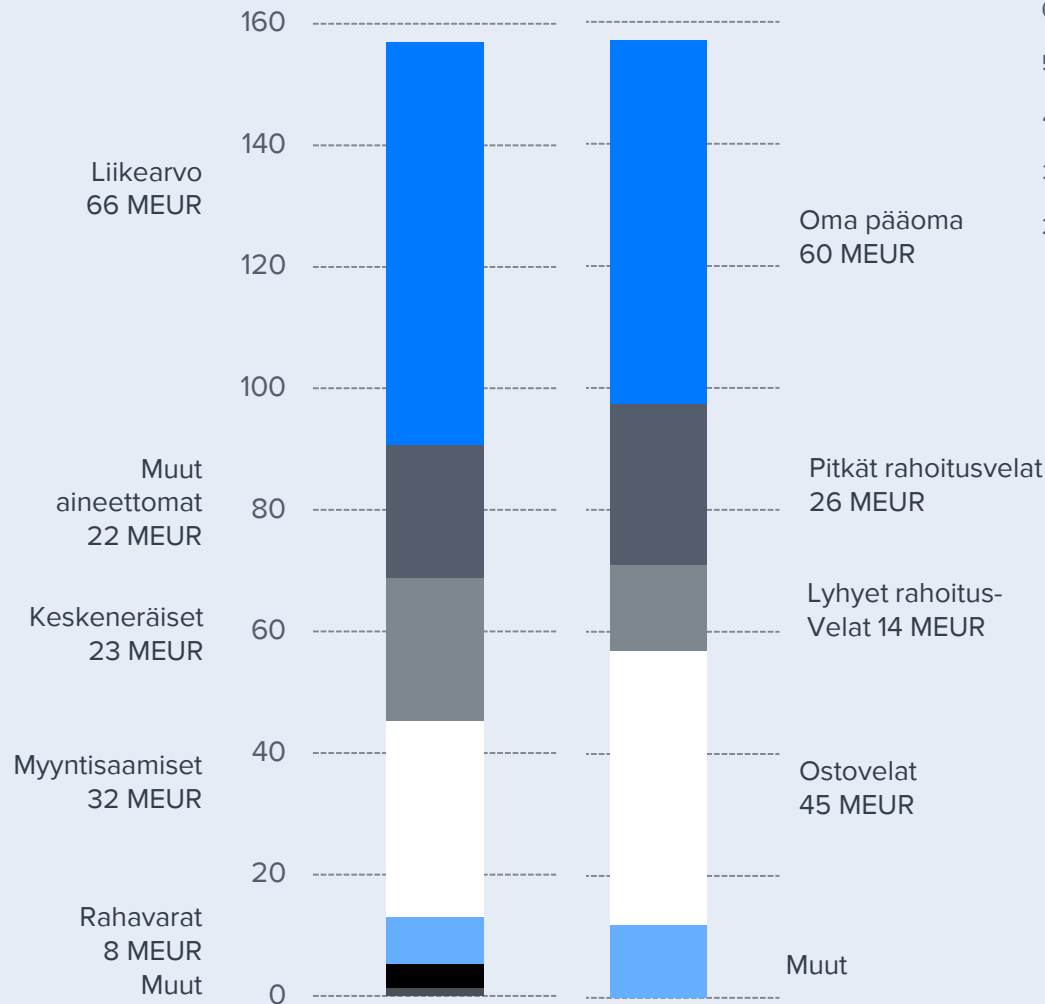
Etteplanin operatiivinen kassavirta parani viime vuonna voimakkaasti ja oli erittäin hyvä 18,3 MEUR (2016: 5,7 MEUR). Vuonna 2016 yhtiöllä oli haasteita muun muassa käyttöpääoman kanssa, mitä yhtiö pystyi tehostamaan merkittävästi 2017. Haasteiden taustalla oli aikaisemmat yritysostot (erityisesti Espotel). Olikin odotettua, että tilanne vakautuu yhtiön siirtyessä Etteplanin toimintamalleihin.

Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on erittäin matala, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Valtaosa toimitiloista on vuokrattu ja merkittävä osa palveluista tapahtuu itse asiassa asiakkaiden tiloissa. Vuonna 2017 yhtiön bruttoinvestoinnit olivat vain 7,6 MEUR, kun jaksolle ei osunut suurempia yritysostoja. Ne koostuivat pääasiassa pienemmistä yritysostoista ja suunnittelu-ohjelmistojen lisenssimaksuista.

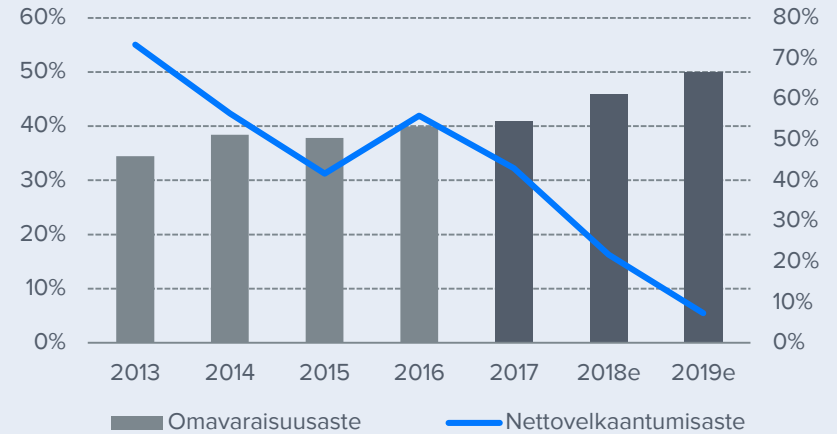
Rajallisista investointien takia ja pääomarakenteen optimoinnin ansiosta liiketoiminta mahdollistaa hyvin Etteplanin noin 50 %:n osingonjakosuhteen. Yhtiö on pitänyt tämän tason viimeiset viisi vuotta ja odotamme tämän myös jatkuvan lähivuosina.

Taloudellinen tilanne 2/2

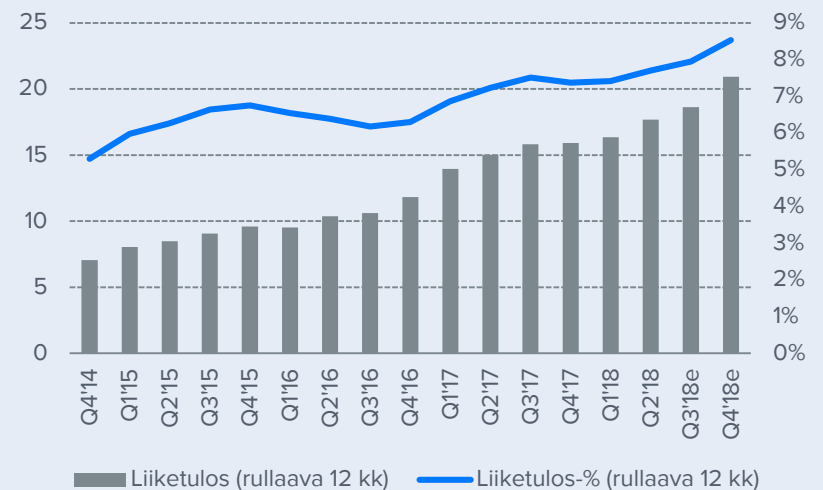
Taserakenne Q2'18



Taseen avainlukujen kehitys



Liikevoiton ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 1/4

Syklin vaihe aiheuttaa lieviä huolia

Etteplanin markkinatilanne on piristynyt viimeisen 18 kk:n aikana ja kokonaisuudessa kysyntätilanne on tällä hetkellä erittäin hyvä. Vahvistunut globaali talouskasvu heijastui viime vuonna myös investointihyödykkeiden kysyntään, ja esimerkiksi H1'18 oli yllättävänkin vahva. Viime aikoina aikaisemmin erittäin vahvat talousluvut ovat kuitenkin hieman heikentyneet, ja erityisesti kasvava kauppasodan uhka aiheuttaa epävarmuutta. Tämä vuosi tulee todennäköisesti olemaan joka tapauksessa vahva, mutta ensi vuoteen näkyvyys on heikko ja riskit koholla.

Epävarmuudesta huolimatta odotamme yleisen markkinatilanteen pysyvän loppuvuonna pitkälti stabiilina, eli hyvän kysyntätilanteen kestäväen myös ensi vuoteen. Pohjoismaalaiset suuret konepajat ovat kertoneet viime neljänneksinä pääasiassa hyvistä tilauskertymistä, vaikka ilotulitus on jäänyt puuttumaan. Parasta markkinakehitystä odotamme kuitenkin teknisen dokumentoinnin ja erityisesti IoT:n palvelualueilla, joilla kysynnän pitäisi olla vahvaa. IoT:n haasteena onkin enemmän osaajien puute.

Kiinassa palvelumarkkinoiden avautuminen on alkanut, ja näkymät ovat tässä mielessä vahvat. Kiina on kuitenkin vielä aivan liian pieni osa liiketoimintaa, että tällä olisi konkreettista merkitystä konsernilukuihin.

Markkina oli alkuvuonna vahva

Etteplan nosti Q1:n yhteydessä vuoden 2018 ohjeistustaan ja teki sen uudelleen Q2-raportissa. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon kasvavan selvästi ja liikevoiton merkittävästi vuoteen 2017 verrattuna. Alkuvuosi oli Etteplanille muutenkin vahva, ja selkeä tuloskasvu sekä rohkaisevat

markkinakommentit vahvistivat luottamustamme vahvaan tuloskehitykseen myös loppuvuonna.

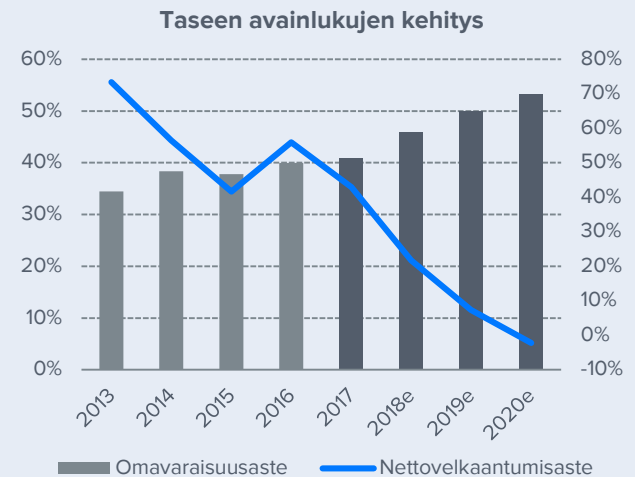
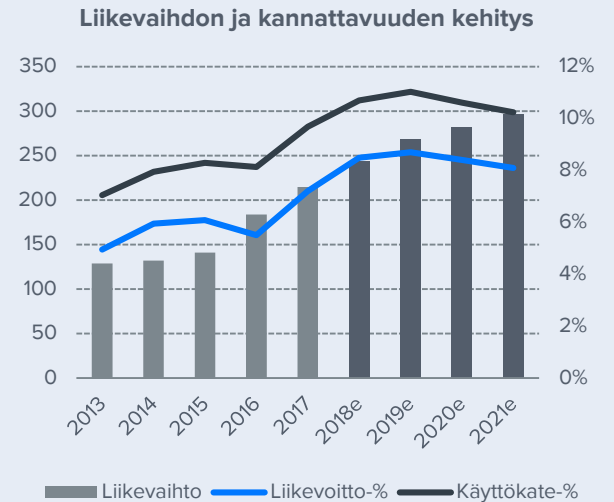
Markkinakommenttien mukaan toimintaympäristö on kehittynyt hyvin kaikilla markkina-alueilla. Erityisen hyvin Etteplan on arviomme mukaan edistynyt Ruotsissa, jossa yhtiön aikaisemmin varsin tukala asema on vahvistunut vuosien varrella selvästi paremmaksi. Yhtiö on arviomme mukaan voittanut selvästi markkinaosuuksia Ruotsissa, koska verrokkien kasvu on ollut vaisua. Muutenkin yhtiön orgaaninen kasvu on ollut selvästi kilpailijoiden keskimääräistä parempaa.

Kiinassa erittäin tärkeä päänavaus

Yhtiön strategisista pitkän aikavälin hankkeista Kiina kehittyi H1:llä erinomaisesti ja Kiinan markkinoille myydyt työtunnit kasvoivat yli 40 %. Tärkeintä oli kuitenkin se, että yhtiö kertoi solmineensa sopimuksen merkittävän kiinalaisen valtio-omistaisen yhtiön kanssa. Yhtiö ei pystynyt toistaiseksi nimeämään yhtiötä, mutta kertoi sen kuitenkin olleen Fortune 500-listalla ja merkittävä myös globaalissa mittakaavassa, mikä tekee yhtiöstä luonnollisesti todella suuren.

Samalla kun tilauksesta voi muodostua merkittävä tulonlähde Etteplanille, se on tärkeä päänavaus Kiinan sisämarkkinoille. Toistaiseksi pääosin länsimaiset Kiinassa toimivat yhtiöt ovat ostaneet Etteplanin palveluita, mutta nyt kyseessä on paikallinen merkittävä tekijä. Tämä kasvattaa potentiaalia erittäin paljon ja jos Etteplan saa yhtiöstä myöhemmin virallisen ja vahvan referenssin, tulee se todennäköisesti avaamaan monia muitakin ovia. Sopimuksen myötä Etteplan laajentaa Kiinan toimistoverkostoa, joka on kasvanut muutenkin. Kiinan kasvuvauhti voi lähteä kiihtymään loppuvuonna sopimuksen ansiosta, mutta tätä on vielä vaikea arvioida.

Ennusteet isossa kuvassa



Ennusteet 2/4

Vuoden 2018 ennusteet

Ennustamme Etteplanin vuoden 2018 liikevaihdon kasvavan 13,2 % noin 243 MEUR:oon (2017: 215 MEUR). Valtaosa liikevaihdon kasvusta on arviomme mukaan orgaanista, mutta Eatech-yritysosto kiihdyttää kasvua erityisesti Sulautetut järjestelmät ja IoT-palvelualueelta. Odotamme operatiivisen liikevoiton olevan 23,3 MEUR (2017: 17,2 MEUR) eli 9,6 % liikevaihdosta (2017: 8,0 %). Raportoidun liikevoiton, jota Etteplan myös ohjeistaa, arvioimme olevan 20,6 MEUR. Ennustamme siis liikevoiton kasvavan yli 33 % vuodesta 2017 (15,5 MEUR), mikä on linjassa liiketuloksen ”merkittävän” kasvun kanssa.

Palvelualueiden suhteen odotamme Sulautetut järjestelmät ja IoT-alueen kasvavan 20,8 % vuonna 2018, kun Eatech-yritysosto nostaa erityisesti loppuvuoden näkymiä. Teknisen dokumentoinnin kasvun arviomme hidastuvan viime vuosista ja olevan ”vain” 11,7 %. Odotamme molempien palvelualueiden kannattavuuden olevan hyvä, mutta parantamisen varaa on paljon. Sen sijaan Suunnittelupalvelut on erinomaisessa tulokunnossa ja sen operatiivinen liikevoittomarginaali yli 10 %:n rajan ensimmäistä kertaa historiassa (Q2’18: 10,7 %).

Vuoden 2018 osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan 0,64 euroa, mikä tarkoittaisi erittäin vahvaa noin 33 %:n parannusta edellisvuodesta (2017: 0,49 euroa). Arvioimme yhtiön pitävän osingon jakosuhteen noin 50 %:n tasolle, joten ennustamme osakekohtaisen osingon olevan 0,32 euroa (2017: 0,23 euroa).

Vuosien 2019-2020 ennusteet

Ennustamme liikevaihdon kasvavan ensi vuonna reilut 10 %. Yritysostot tuovat edelleen hieman

epäorgaanista kasvua alkuvuodelle, mutta ennusteemme sisältävät edelleen myös merkittävää orgaanista kasvua. Tätä ajavat Sulautetut järjestelmät ja IoT (+20 %) sekä Tekninen dokumentointi (+13 %). Suurin epävarmuus liittyy Suunnittelupalveluiden kasvuun (+5 %), joka arviomme mukaan vaatii tukea markkinakehityksestä. Muiden kysyntänäkymät ovat vakaampia ja vähemmän riippuvaisia syklisestä. Joka tapauksessa odotamme liikevaihdon olevan noin 268 MEUR vuonna 2019.

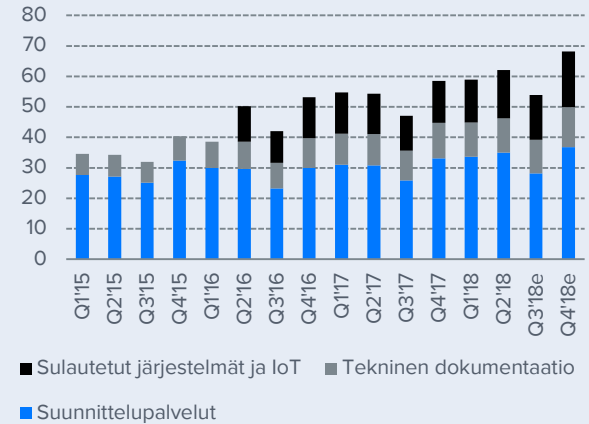
Ennustamme operatiivisen liikevoiton olevan noin 26 MEUR vuonna 2019, mikä vastaa noin 9,6 %:n marginaalia (2018e: 9,6 %). Emme siis odota enää kannattavuuden parantumista kasvuodotuksesta huolimatta. Arviomme Suunnittelupalveluiden kannattavuuden olevan vuonna 2018 huippulukemissa (ennuste 9,7 %), mutta muiden palvelualueiden kannattavuuksissa näemme edelleen selkeää potentiaalia.

Vuoteen 2020 näkyvyys on toistaiseksi olematon, ja voi hyvin olla, että tässä vaiheessa taloussykli on kääntynyt laskuun. Omat ennusteemme pohjautuvat neutraalille skenaariolle, jossa talouskasvu hidastuu keskimääräiselle tasolle. Odotamme Etteplanin liikevaihdon kasvun hidastuvan 5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaalin heikkenevän hieman 8,4 %:n tasolle. Jos talouskasvu hidastuu oleellisesti, Etteplanin tulokasvukin lähtenee todennäköisesti laskuun.

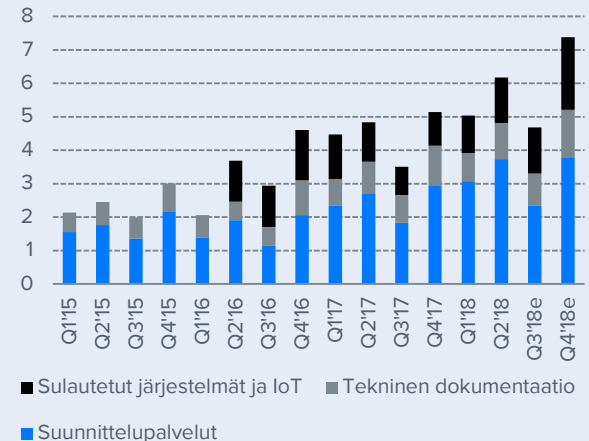
Ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan 0,70 euroa ja 0,72 euroa vuosille 2019 ja 2020. Tämä tarkoittaisi keskimäärin noin 14 %:n EPS-kasvua 2017-2020 (CAGR-%). Etteplanilla on viime vuosille erittäin hyvä tulokasvun track-record (+23 % CAGR 2014-2017), mutta tämä on ollut myös nousukautta. Talouskasvun hidastuessa tilanne vaikeutuu merkittävästi.

Vuoden 2018 ennusteet

Liikevaihdon muodostuminen (M€)



Operatiivisen liikevoiton muodostuminen (M€)



Ennusteet 3/4

| Avainluvut | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17 | Q1'18 | Q2'18 | Q3'18e | Q4'18e | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 38,6 | 50,2 | 42,0 | 53,1 | 54,8 | 54,3 | 47,1 | 58,5 | 59,0 | 62,0 | 53,9 | 68,2 | 131,8 | 141,2 | 183,9 | 214,7 | 243,1 | 268,4 |
| Suunnittelupalvelut | 30,0 | 29,7 | 23,2 | 29,9 | 31,1 | 30,8 | 25,9 | 33,2 | 33,6 | 35,0 | 28,2 | 36,8 | 106,6 | 112,3 | 112,8 | 120,9 | 133,6 | 140,3 |
| Tekninen dokumentaatio | 8,6 | 8,9 | 8,4 | 9,8 | 10,1 | 10,3 | 9,8 | 11,6 | 11,2 | 11,3 | 11,0 | 13,1 | 25,2 | 28,8 | 35,7 | 41,8 | 46,7 | 52,7 |
| Sulautetut järjestelmät ja IoT | | 11,7 | 10,4 | 13,4 | 13,6 | 13,2 | 11,5 | 13,7 | 14,1 | 15,8 | 14,7 | 18,2 | | | 35,5 | 52,0 | 62,8 | 75,3 |
| Liikevaihdon kasvu-% | 11,6 % | 46,4 % | 31,7 % | 31,5 % | 42,0 % | 8,1 % | 12,1 % | 10,1 % | 7,6 % | 14,3 % | 14,5 % | 16,6 % | | 7,1 % | 30,3 % | 16,7 % | 13,2 % | 10,4 % |
| Operatiivinen liikevoitto | 2,2 | 2,9 | 2,4 | 4,6 | 4,3 | 4,7 | 3,4 | 4,8 | 4,9 | 6,0 | 4,5 | 7,2 | 7,5 | 9,6 | 12,1 | 17,2 | 23,3 | 25,8 |
| Suunnittelupalvelut | 1,4 | 1,9 | 1,1 | 2,1 | 2,3 | 2,7 | 1,8 | 2,9 | 3,1 | 3,7 | 2,3 | 3,8 | 5,5 | 6,9 | 6,5 | 9,8 | 12,9 | 13,0 |
| Tekninen dokumentaatio | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 1,0 | 0,8 | 1,0 | 0,8 | 1,2 | 0,8 | 1,1 | 1,0 | 1,4 | 2,0 | 2,7 | 2,8 | 3,8 | 4,3 | 5,2 |
| Sulautetut järjestelmät ja IoT | | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,4 | 2,2 | | | 4,0 | 4,4 | 6,0 | 7,5 |
| Operatiivinen liikevoitto-% | 5,6 % | 5,8 % | 5,8 % | 8,6 % | 7,9 % | 8,6 % | 7,1 % | 8,2 % | 8,3 % | 9,7 % | 8,4 % | 10,6 % | 5,7 % | 6,8 % | 6,6 % | 8,0 % | 9,6 % | 9,6 % |

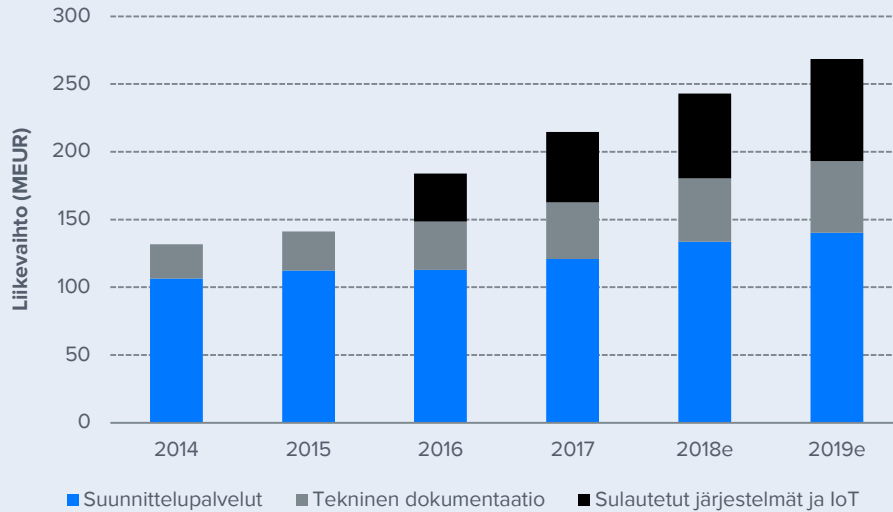
| Suunnittelupalvelut | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17 | Q1'18 | Q2'18 | Q3'18e | Q4'18e | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|-----------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Liikevaihto | 30,0 | 29,7 | 23,2 | 29,9 | 31,1 | 30,8 | 25,9 | 33,2 | 33,6 | 35,0 | 28,2 | 36,8 | 106,6 | 112,3 | 112,8 | 120,9 | 133,6 | 140,3 |
| Liikevaihdon kasvu-% | 8,4 % | 9,4 % | -7,6 % | -7,7 % | 3,6 % | 3,7 % | 11,3 % | 10,8 % | 8,3 % | 13,7 % | 9,0 % | 11,0 % | | 5,4 % | 0,4 % | 7,1 % | 10,6 % | 5,0 % |
| Operatiivinen liikevoitto* | 1,4 | 1,9 | 1,1 | 2,1 | 2,3 | 2,7 | 1,8 | 2,9 | 3,1 | 3,7 | 2,3 | 3,8 | 5,5 | 6,9 | 6,5 | 9,8 | 12,9 | 13,0 |
| Operatiivinen liikevoitto-% | 4,6 % | 6,4 % | 4,9 % | 6,9 % | 7,5 % | 8,7 % | 7,1 % | 8,8 % | 9,1 % | 10,7 % | 8,3 % | 10,3 % | 5,2 % | 6,1 % | 5,8 % | 8,1 % | 9,7 % | 9,3 % |
| Managed Services-osuus (%) | 45 % | 49 % | 48 % | 50 % | 53 % | 53 % | 53 % | 53 % | 51 % | 52 % | 56 % | 58 % | 39 % | 45 % | 50 % | 53 % | 54 % | 58 % |

| Tekninen dokumentointi | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17 | Q1'18 | Q2'18 | Q3'18e | Q4'18e | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 8,6 | 8,9 | 8,4 | 9,8 | 10,1 | 10,3 | 9,8 | 11,6 | 11,2 | 11,3 | 11,0 | 13,1 | 25,2 | 28,8 | 35,7 | 41,8 | 46,7 | 52,7 |
| Liikevaihdon kasvu-% | 24,2 % | 23,7 % | 24,2 % | 23,3 % | 17,4 % | 15,8 % | 16,6 % | 18,2 % | 10,8 % | 9,8 % | 13,0 % | 13,0 % | | 14,4 % | 23,8 % | 17,0 % | 11,7 % | 13,0 % |
| Operatiivinen liikevoitto* | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 1,0 | 0,8 | 1,0 | 0,8 | 1,2 | 0,8 | 1,1 | 1,0 | 1,4 | 2,0 | 2,7 | 2,8 | 3,8 | 4,3 | 5,2 |
| Operatiivinen liikevoitto-% | 7,8 % | 6,2 % | 6,8 % | 10,6 % | 7,9 % | 9,5 % | 8,4 % | 10,4 % | 7,6 % | 9,5 % | 8,7 % | 10,8 % | 8,1 % | 9,5 % | 7,9 % | 9,1 % | 9,2 % | 9,8 % |
| Managed Services-osuus (%) | 66 % | 71 % | 71 % | 71 % | 75 % | 78 % | 78 % | 77 % | 76 % | 73 % | 80 % | 82 % | 56 % | 65 % | 71 % | 77 % | 78 % | 82 % |

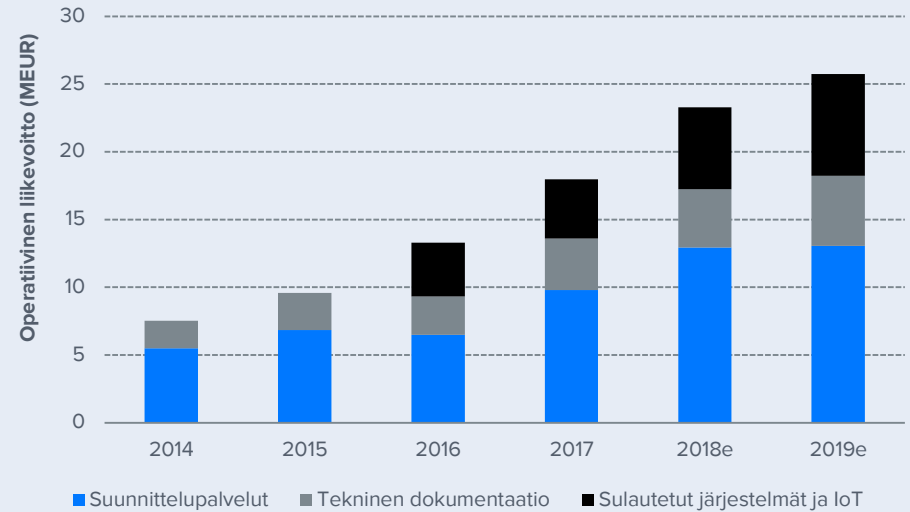
| Sulautetut järjestelmät ja IoT | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17 | Q1'18 | Q2'18 | Q3'18e | Q4'18e | 2014 | 2015e | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|--------------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | | 11,7 | 10,4 | 13,4 | 13,6 | 13,2 | 11,5 | 13,7 | 14,1 | 15,8 | 14,7 | 18,2 | | 40,0 | 47,0 | 52,0 | 62,8 | 75,3 |
| Liikevaihdon kasvu-% | | | | | | 13,6 % | 10,3 % | 2,2 % | 4,0 % | 19,2 % | 28,0 % | 33,0 % | | | 17,4 % | 10,7 % | 20,8 % | 20,0 % |
| Operatiivinen liikevoitto* | | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,4 | 2,2 | | 4,0 | 5,1 | 4,4 | 6,0 | 7,5 |
| Operatiivinen liikevoitto-% | | 10,5 % | 11,9 % | 11,2 % | 9,8 % | 8,8 % | 7,4 % | 7,3 % | 7,9 % | 8,6 % | 9,4 % | 11,9 % | | 10,0 % | 10,9 % | 8,4 % | 9,6 % | 10,0 % |
| Managed Services-osuus (%) | | 49 % | 52 % | 55 % | 56 % | 55 % | 53 % | 53 % | 42 % | 46 % | 51 % | 53 % | | | 55 % | 53 % | 48 % | 56 % |

Ennusteet 4/4

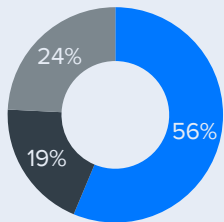
Liikevaihdon muodostuminen



Operatiivisen liikevoiton muodostuminen

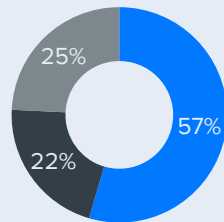


Liikevaihdon jakautuminen (2017)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

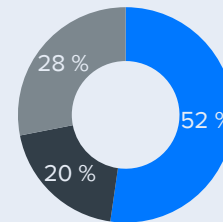
Operatiivisen liikevoiton jakautuminen (2017)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

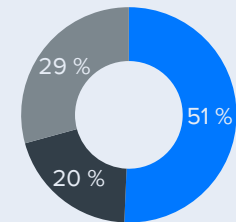


Liikevaihdon jakautuminen (2019e)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Operatiivisen liikevoiton jakautuminen (2019e)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentaatio
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Arvonmääritys ja suositus

Perusteet

Hinnoittelimme Etteplania ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan poikkeuksellisen relevantin verrokkiryhmän kanssa. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia sekä pienemmällä painolla osinkotuottoa ja sen kasvua.

Etteplanin osake on noussut viime vuosien aikana voimakkaasti ja liiketoiminnan vahvasta kehityksestä huolimatta arvostuskertoimet ovat venyneet hiljalleen. Mielestämme tämä on perusteltua, koska Etteplan on viime vuosina todistanut strategiansa toimivuuden sekä kykynsä luoda omistaja-arvoa yritysostoilla. Yhtiö on myös näkemyksemme mukaan pystynyt parantamaan omaa profiiliaan sekä vahvistamaan asemaansa toimialalla.

Arvostuskertoimet ovat kohtuullisia

Etteplanin vuosien 2018e ja 2019e P/E-kertoimet ovat ennusteillamme 14x sekä 13x tasoilla, kun viime vuosina P/E-kertoimet ovat olleet keskimäärin noin 14-15x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 8x historiallisten tasojen ollessa suunnilleen 9x. Volyymipohjainen EV/liikevaihtokerroin on vuodelle 2018e 1,0x ja tasepohjainen P/B-kerroin 3,2x, mitkä molemmat ovat selvästi korkeampia kuin historiallisesti. Tätä voidaan kuitenkin perustella parantuneella kannattavuudella. Ennustettu osinkotuotto on kuluvalle vuodelle 3,5 % ja ensi vuodelle 3,9 %.

Huomioiden Etteplanin historiallinen ja ennustettu tuloskasvunopeus, vakaa markkina-asema, vahva osingonmaksukyky, yritysostojen luomat mahdollisuudet ja suhteellisen maltillinen riskitaso pidämme kertoimia edelleen varsin

houkuttelevina. Mielestämme neutraali P/E ensi vuoden ennusteilla on suunnilleen 14-15x-tasolla ja neutraali EV/EBITDA noin 9x. Volyymi- ja tasepohjaiset arvostukset ovat jo korkeita, mutta huomioiden kevyt taserakenne, korkea pääoman tuotto (normaali ~20 %) ja suhteellisen matala riskiprofiili, ovat ne vielä siedettäviä. Nykytasolla ne kuitenkin nostavat myös riskejä ja potentiaalista laskuvaraa, ja syklin tässä vaiheessa hyväksyttävässä arvostuksessa on mielestämme oltava maltillinen.

Vertailuryhmän arvostus

Etteplanille on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pääasiassa ruotsalaisten listattujen ansiosta. Etteplan on historiassa hinnoiteltu selkeällä alenuksella suhteessa verrokkiryhmään, mikä oli mielestämme ymmärrettävää aikaisemmin, muttei enää. Etteplan on todistanut olevansa toimialan edelläkävijä ja viime vuosien kasvuluvut ovat verrokkiryhmää parempia.

Verrokkiryhmän vuosien 2018e ja 2019e mediaani P/E-kertoimet ovat noin 16-17x ja 14x tasoilla. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 10x ja 9x. Etteplanin kertoimet ovat noin 11-16 % alhaisempia. Verrokkiryhmän osinkotuotto on lisäksi selvästi Etteplania alhaisempi. Mielestämme verrokkiryhmä vahvistaa näkemyksemme siitä, että Etteplan on ainakin noin 10 % aliarvostettu 2018-2019 ennusteilla.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvomäärityksessä rahavirtamallille (DCF) erittäin pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden. Se toimii kuitenkin varmistuksena muulle arvomääritykselle. DCF-

mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 10,2 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 3,3 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 7,5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea eli noin 62 %. Se ei kuitenkaan ole poikkeava.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,9 % ja oman pääoman kustannus on 9,4 %, mitkä ovat mielestämme neutraaleja. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeetti-preemio 0,25 % ja beta mielestämme yhtiölle varsin korkea 1,3.

Tavoitehinta ja suositus

Suosituksemme Etteplanille on lisää tavoitehinnalla 10,0 €. Osake on mielestämme varsin houkuttelevasti hinnoiteltu suhteessa lähivuosien näkyymiin ja verrokkiryhmään, mutta huolena on taloussyklin kestävyys. Potentiaalia on edelleen paljon, mutta jatkossa kurssinousu vaatii taakseen tuloskasvun jatkumista, sillä muuten arvostuskertoimet muuttuvat korkeiksi. Aikaisemmin suosituksemme oli lisää tavoitehinnalla 8,5 €.

Pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta nykytasolla edelleen houkuttelevana hyvien tuloskasvunäkymien, IoT:n vahvojen näkymien, Kiinan ja Keski-Euroopan mahdollisuuksien sekä konsolidoituvan toimialan potentiaalini ansiosta. Selkeä riski on talouskasvun, ja sitä kautta tuloskasvun hyytyminen. Tämä riski koskee koko toimialaa. Odotukset ovat jo varsin korkealla ja mahdolliset tulospettymykset aiheuttaisivat painetta osakekurssiin.

Arvostus yhteenveto

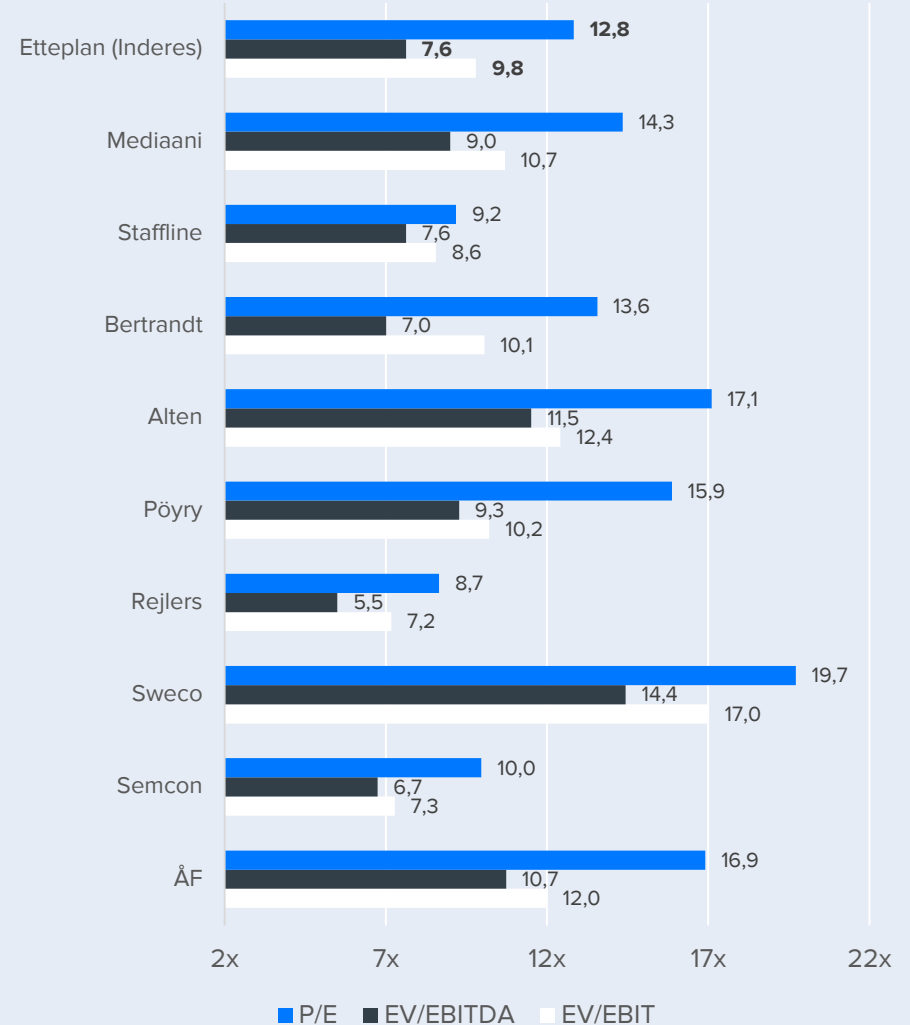
Eri arvostusmenetelmien indikoima osakkeen arvo (€)



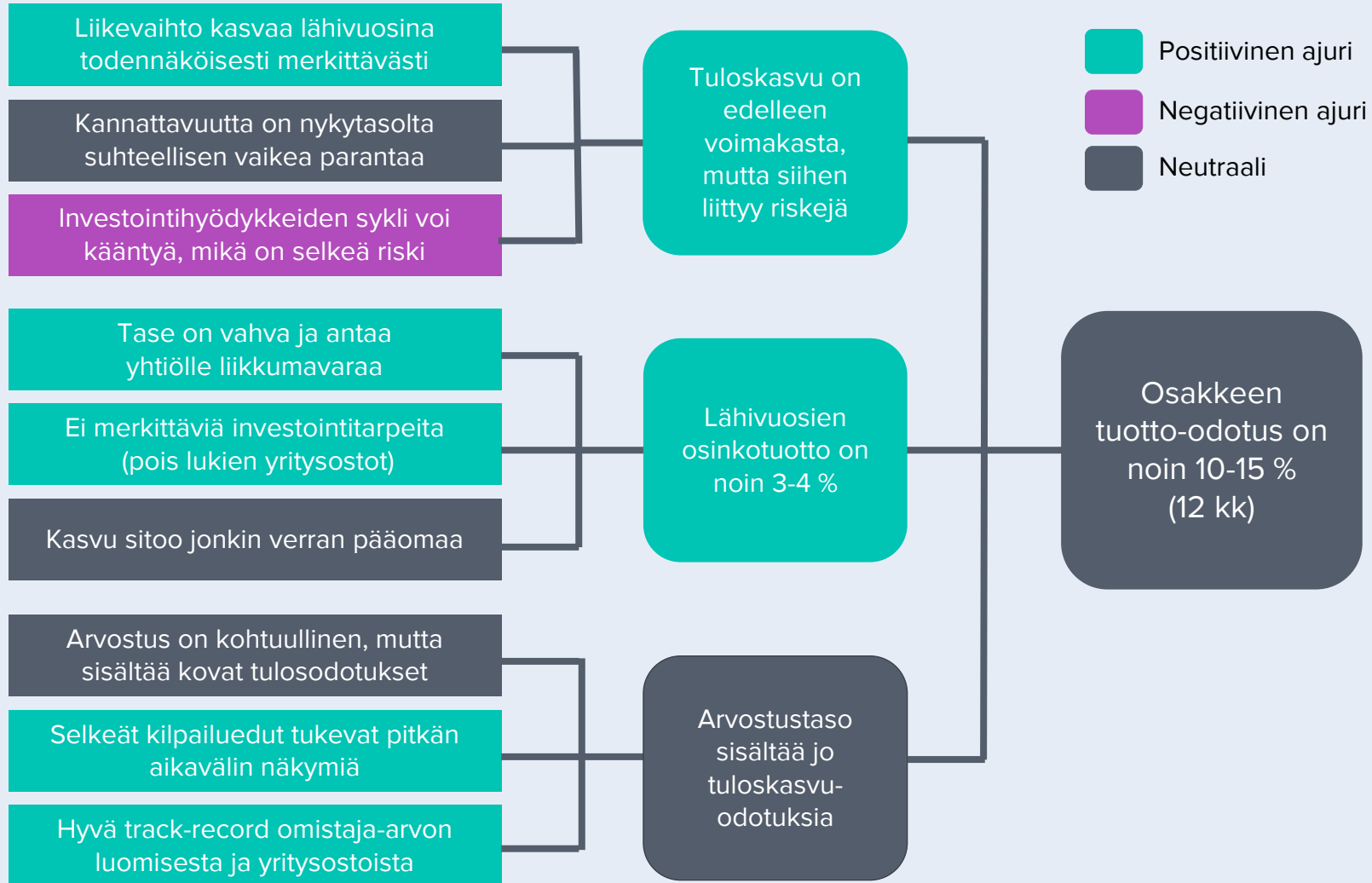
Laskelmissa hyväksytyt tasot

| | |
|-------------------------------|--------|
| P/E 2019e | 14,5 |
| EV/EBITDA 2019e | 9,0 |
| EV/EBIT 2019e | 11,0 |
| EV/S 2019e | 1,0 |
| P/B 2019e | 3,2 |
| Preemio/alennus verrokkeihin | 0,0 % |
| DCF-arvo (laskelma liitteenä) | 10,2 € |

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2019e)



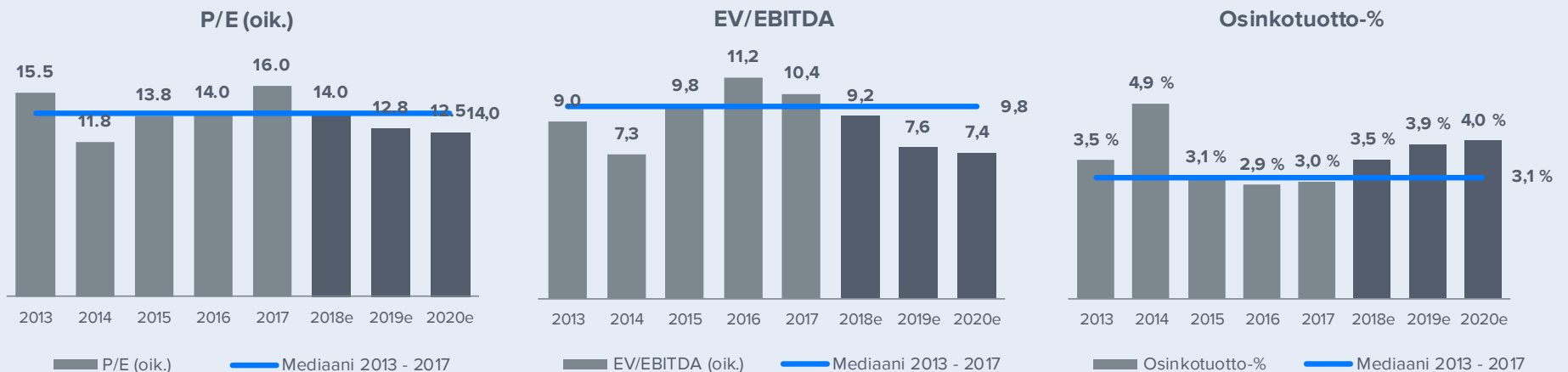
Etteplanin arvoajurit 2018-2020e



Arvostustaulukko

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 3,14 | 3,04 | 4,90 | 5,58 | 7,78 | 9,00 | 9,00 | 9,00 | 9,00 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 20,2 | 19,9 | 20,0 | 22,8 | 24,5 | 24,8 | 24,8 | 24,8 | 24,8 |
| Markkina-arvo | 63 | 60 | 100 | 137 | 191 | 223 | 223 | 223 | 223 |
| Yritysarvo (EV) | 81 | 77 | 114 | 167 | 216 | 240 | 229 | 221 | 213 |
| P/E (oik.) | 15,5 | 11,8 | 13,8 | 14,0 | 16,0 | 14,0 | 12,8 | 12,5 | 12,3 |
| P/E | 14,8 | 10,2 | 16,0 | 17,1 | 16,6 | 14,3 | 12,8 | 12,5 | 12,3 |
| P/Kassavirta | 73,0 | 10,2 | 37,4 | neg. | 16,4 | 37,9 | 11,3 | 13,0 | 12,9 |
| P/B | 2,5 | 2,1 | 2,9 | 2,6 | 3,3 | 3,2 | 2,8 | 2,5 | 2,3 |
| P/S | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| EV/Liikevaihto | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| EV/EBITDA (oik.) | 9,0 | 7,3 | 9,8 | 11,2 | 10,4 | 9,2 | 7,6 | 7,4 | 7,0 |
| EV/EBIT (oik.) | 13,2 | 10,8 | 11,9 | 14,2 | 13,6 | 11,5 | 9,8 | 9,3 | 8,9 |
| Osinko/tulos (%) | 51,7 % | 50,3 % | 49,8 % | 53,0 % | 49,2 % | 50,0 % | 50,0 % | 50,0 % | 50,0 % |
| Osinkotuotto-% | 3,5 % | 4,9 % | 3,1 % | 2,9 % | 3,0 % | 3,5 % | 3,9 % | 4,0 % | 4,1 % |

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes, tiedot kerätty 15.8.2018

Verrokkiryhmän arvostus

| Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|-------------------------------|-------------|---------------|------------|--------------|-------------|--------------|--------------|----------------|------------|--------------|--------------|----------------|-------------|------------|
| | | MEUR | MEUR | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e |
| Etteplan | 9,00 | 225 | 238 | 13,0 | 11,2 | 10,1 | 8,7 | 1,0 | 0,9 | 16,3 | 13,7 | 3,1 | 3,6 | 3,3 |
| ÅF | 217,00 | 1561 | 1560 | 12,9 | 12,0 | 11,5 | 10,7 | 1,2 | 1,1 | 18,3 | 16,9 | 2,6 | 2,8 | 3,1 |
| Semcon | 55,80 | 97 | 93 | 8,3 | 7,3 | 7,7 | 6,7 | 0,5 | 0,5 | 11,3 | 10,0 | 5,7 | 6,0 | 1,7 |
| Sweco | 229,60 | 2673 | 2961 | 19,1 | 17,0 | 15,6 | 14,4 | 1,7 | 1,6 | 21,8 | 19,7 | 2,4 | 2,6 | 4,1 |
| Rejlers | 60,40 | 95 | 106 | 18,7 | 7,2 | 10,4 | 5,5 | 0,5 | 0,5 | 11,9 | 8,7 | 3,3 | 4,1 | 1,3 |
| Pöyry | 7,46 | 462 | 439 | 11,9 | 10,2 | 9,1 | 9,3 | 0,8 | 0,8 | 17,0 | 15,9 | 2,2 | 2,9 | 3,1 |
| Alten | 86,95 | 2941 | 2918 | 13,7 | 12,4 | 12,6 | 11,5 | 1,3 | 1,2 | 18,9 | 17,1 | 1,2 | 1,2 | 3,1 |
| Bertrandt | 83,45 | 842 | 917 | 11,8 | 10,1 | 8,1 | 7,0 | 0,9 | 0,8 | 15,8 | 13,6 | 3,0 | 3,0 | 2,1 |
| Staffline | 1176,00 | 368 | 408 | 9,3 | 8,6 | 8,3 | 7,6 | 0,3 | 0,3 | 10,1 | 9,2 | 2,4 | 2,6 | 2,7 |
| Ework Group | 96,10 | 159 | 185 | 15,9 | 13,1 | 15,5 | 12,8 | 0,2 | 0,2 | 18,3 | 15,0 | 5,7 | 6,8 | 10,9 |
| Etteplan (Inderes) | 9,00 | 223 | 240 | 11,5 | 9,8 | 9,2 | 7,6 | 1,0 | 0,9 | 14,0 | 12,8 | 3,5 | 3,9 | 3,2 |
| Keskiarvo | | | | 13,5 | 10,9 | 10,9 | 9,4 | 0,8 | 0,8 | 16,0 | 14,0 | 3,2 | 3,6 | 3,5 |
| Mediaani | | | | 12,9 | 10,7 | 10,2 | 9,0 | 0,8 | 0,8 | 16,6 | 14,3 | 2,8 | 3,0 | 3,1 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | | -12 % | -8 % | -10 % | -15 % | 17 % | 7 % | -16 % | -11 % | 26 % | 31 % | 5 % |

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

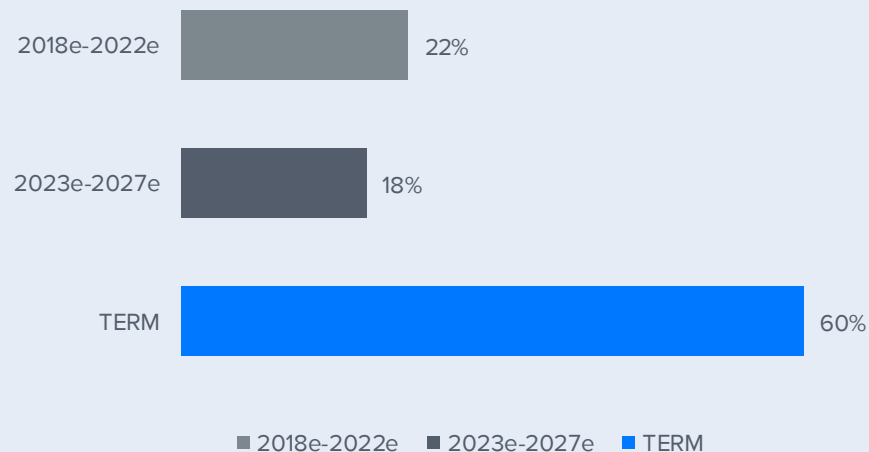
Kassavirtalaskelma (DCF)

| | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | TERM |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevoitto | 15,5 | 20,6 | 23,4 | 23,7 | 24,0 | 24,0 | 24,3 | 25,0 | 26,0 | 26,9 | 27,8 | |
| + Kokonaispoistot | 5,3 | 5,4 | 6,6 | 6,2 | 6,3 | 6,7 | 6,9 | 7,2 | 7,5 | 7,8 | 8,1 | |
| - Maksetut verot | -2,7 | -4,2 | -5,0 | -5,1 | -5,2 | -5,2 | -5,2 | -5,4 | -5,6 | -5,8 | -6,0 | |
| - verot rahoituskuluista | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | |
| - Käyttöpääoman muutos | 0,4 | 3,0 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | |
| Operatiivinen kassavirta | 18,3 | 24,7 | 24,6 | 24,6 | 24,9 | 25,3 | 25,8 | 26,5 | 27,6 | 28,6 | 29,6 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Bruttoninvestoinnit | -6,7 | -11,8 | -4,9 | -7,4 | -7,6 | -7,7 | -8,0 | -8,4 | -8,7 | -8,9 | -9,1 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | 11,6 | 12,9 | 19,7 | 17,1 | 17,3 | 17,5 | 17,7 | 18,2 | 18,9 | 19,7 | 20,5 | |
| +/- Muut | 0,0 | -7,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | 11,6 | 5,9 | 19,7 | 17,1 | 17,3 | 17,5 | 17,7 | 18,2 | 18,9 | 19,7 | 20,5 | 379 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 5,7 | 17,5 | 14,0 | 13,0 | 12,1 | 11,2 | 10,6 | 10,1 | 9,7 | 9,2 | 171 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 284 | 278 | 261 | 247 | 234 | 222 | 211 | 200 | 190 | 180 | 171 |
| Velaton arvo DCF | | 284 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -35,0 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 10,1 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | -5,6 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 254 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 10,2 | | | | | | | | | | |

Pääoman kustannus (WACC)

| | |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC) | 22,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 10,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 5,0 % |
| Yrityksen Beta | 1,30 |
| Markkinoiden riski-premio | 4,75 % |
| Likviditeettipremio | 0,25 % |
| Riskitön korko | 3,0 % |
| Oman pääoman kustannus | 9,4 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 8,9 % |

Rahavirran jakauma jaksoittain



Kvartaaliennusteet

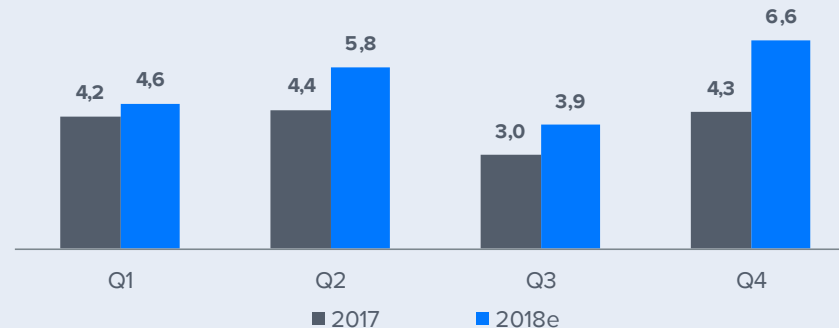
| Tuloslaskelma | 2016 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17 | 2017 | Q1'18 | Q2'18 | Q3'18e | Q4'18e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 184 | 54,8 | 54,3 | 47,1 | 58,5 | 215 | 59,0 | 62,0 | 53,9 | 68,2 | 243 | 268 | 282 | 296 |
| Käyttökate | 14,9 | 5,2 | 5,5 | 4,2 | 5,9 | 20,8 | 5,7 | 7,1 | 5,3 | 8,0 | 26,0 | 30,0 | 29,9 | 30,3 |
| Poistot ja arvonalennukset | -4,8 | -1,3 | -1,3 | -1,3 | -1,3 | -5,3 | -1,3 | -1,4 | -1,3 | -1,3 | -5,4 | -6,6 | -6,2 | -6,3 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 11,8 | 4,2 | 4,4 | 3,0 | 4,3 | 15,9 | 4,6 | 5,8 | 3,9 | 6,6 | 20,9 | 23,4 | 23,7 | 24,0 |
| Liikevoitto | 10,1 | 3,8 | 4,2 | 2,9 | 4,6 | 15,5 | 4,4 | 5,7 | 3,9 | 6,6 | 20,6 | 23,4 | 23,7 | 24,0 |
| Nettorahoituskulut | -0,7 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,3 | -0,7 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,7 | -0,8 | -0,6 | -0,5 |
| Tulos ennen veroja | 9,4 | 3,6 | 4,1 | 2,7 | 4,3 | 14,7 | 4,3 | 5,5 | 3,7 | 6,4 | 19,9 | 22,5 | 23,1 | 23,5 |
| Verot | -1,8 | -0,7 | -0,9 | -0,7 | -0,8 | -3,2 | -1,0 | -1,2 | -0,7 | -1,3 | -4,2 | -5,0 | -5,1 | -5,2 |
| Vähemmistöosuudet | -0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| Nettotulos | 7,4 | 2,9 | 3,1 | 2,1 | 3,5 | 11,5 | 3,3 | 4,4 | 2,9 | 5,1 | 15,6 | 17,4 | 17,8 | 18,1 |
| EPS (oikaistu) | 0,40 | 0,14 | 0,13 | 0,09 | 0,13 | 0,49 | 0,14 | 0,18 | 0,12 | 0,21 | 0,64 | 0,70 | 0,72 | 0,73 |
| EPS (raportoitu) | 0,33 | 0,12 | 0,13 | 0,08 | 0,14 | 0,47 | 0,13 | 0,18 | 0,12 | 0,21 | 0,63 | 0,70 | 0,72 | 0,73 |
| Tunnusluvut | | | | | | | | | | | | | | |
| <i>Liikevaihdon kasvu-%</i> | 30,3 % | 42,0 % | 8,2 % | 12,3 % | 10,1 % | 16,8 % | 7,6 % | 14,2 % | 14,4 % | 16,5 % | 13,2 % | 10,4 % | 5,0 % | 5,0 % |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | 23,3 % | 102 % | 31,8 % | 36,4 % | 2,5 % | 34,6 % | 10,0 % | 30,3 % | 32,0 % | 53,0 % | 31,5 % | 11,6 % | 1,4 % | 1,3 % |
| <i>Käyttökate-%</i> | 8,1 % | 9,4 % | 10,2 % | 8,9 % | 10,1 % | 9,7 % | 9,7 % | 11,4 % | 9,7 % | 11,7 % | 10,7 % | 11,2 % | 10,6 % | 10,2 % |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i> | 6,4 % | 7,7 % | 8,1 % | 6,3 % | 7,4 % | 7,4 % | 7,8 % | 9,3 % | 7,3 % | 9,7 % | 8,6 % | 8,7 % | 8,4 % | 8,1 % |
| <i>Nettotulos-%</i> | 4,0 % | 5,2 % | 5,7 % | 4,4 % | 5,9 % | 5,3 % | 5,6 % | 7,0 % | 5,4 % | 7,5 % | 6,4 % | 6,5 % | 6,3 % | 6,1 % |

Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Lähde: Inderes, tiedot kerätty 15.8.2018

Kooste avainluvuihin

| Lyhennetty tuloslaskelma | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 128,6 | 132 | 141 | 184 | 215 | 243 | 268 | 282 | 296 |
| Käyttökate (EBITDA) | 9,1 | 10,5 | 11,7 | 14,9 | 20,8 | 26,0 | 30,0 | 29,9 | 30,3 |
| Oikaistu liikevoitto (EBIT) | 6,2 | 7,1 | 9,6 | 11,8 | 15,9 | 20,9 | 23,4 | 23,7 | 24,0 |
| Liikevoitto (EBIT) | 6,4 | 7,9 | 8,6 | 10,1 | 15,5 | 20,6 | 23,4 | 23,7 | 24,0 |
| Tulos ennen veroja | 5,7 | 7,2 | 7,9 | 9,4 | 14,7 | 19,9 | 22,5 | 23,1 | 23,5 |
| Nettotulos | 4,3 | 5,9 | 6,1 | 7,4 | 11,5 | 15,6 | 17,4 | 17,8 | 18,1 |
| Osakekohtainen tulos | 0,2 | 0,3 | 0,36 | 0,40 | 0,49 | 0,64 | 0,70 | 0,72 | 0,73 |
| Vapaa kassavirta | 0,9 | 5,9 | 2,7 | -25,1 | 11,6 | 5,9 | 19,7 | 17,1 | 17,3 |

| Avainluvut | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Liikevaihdon kasvu-%</i> | -4,3 % | 2,5 % | 7,0 % | 30,3 % | 16,8 % | 13,2 % | 10,4 % | 5,0 % | 5,0 % |
| <i>Käyttökate-%</i> | 7,0 % | 7,9 % | 8,3 % | 8,1 % | 9,7 % | 10,7 % | 11,2 % | 10,6 % | 10,2 % |
| <i>Oik. liikevoitto-%</i> | 4,8 % | 5,3 % | 6,8 % | 6,4 % | 7,4 % | 8,6 % | 8,7 % | 8,4 % | 8,1 % |
| <i>Liikevoitto-%</i> | 4,9 % | 6,0 % | 6,1 % | 5,5 % | 7,2 % | 8,5 % | 8,7 % | 8,4 % | 8,1 % |
| <i>ROE-%</i> | 16,9 % | 21,7 % | 19,3 % | 17,0 % | 20,8 % | 24,6 % | 23,4 % | 21,3 % | 19,6 % |
| <i>ROI-%</i> | 14,6 % | 17,8 % | 17,4 % | 14,1 % | 17,3 % | 21,9 % | 24,4 % | 24,3 % | 22,9 % |
| <i>Omavaraisuusaste</i> | 34,5 % | 38,4 % | 37,8 % | 40,0 % | 40,9 % | 45,4 % | 50,0 % | 53,2 % | 54,4 % |
| <i>Nettovelkaantumisaste</i> | 73,4 % | 56,5 % | 41,6 % | 55,9 % | 43,0 % | 24,2 % | 7,3 % | -2,3 % | -10,1 % |

| Osakelukuja | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EPS (oikaistu) | 0,20 | 0,26 | 0,36 | 0,40 | 0,49 | 0,64 | 0,70 | 0,72 | 0,73 |
| Kassavirta / osake | 0,04 | 0,30 | 0,13 | -1,10 | 0,47 | 0,24 | 0,79 | 0,69 | 0,70 |
| Osinko / osake | 0,11 | 0,15 | 0,15 | 0,16 | 0,23 | 0,32 | 0,35 | 0,36 | 0,37 |
| Omapääoma / osake | 1,28 | 1,45 | 1,73 | 2,30 | 2,36 | 2,80 | 3,19 | 3,56 | 3,93 |

Tase

| Vastaavaa (MEUR) | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 80,2 | 81,3 | 87,7 | 86,0 | 87,2 |
| Liikearvo | 58,1 | 59,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 |
| Aineettomat hyödykkeet | 18,0 | 17,9 | 21,7 | 20,1 | 21,1 |
| Käyttöomaisuus | 2,9 | 3,5 | 4,1 | 4,0 | 4,2 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Laskennalliset verosaamiset | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Vaihtuvat vastaavat | 54,3 | 63,2 | 68,4 | 75,4 | 81,9 |
| Vaihto-omaisuus | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 0,1 | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Myyntisaamiset | 49,2 | 52,5 | 58,3 | 64,4 | 67,6 |
| Likvidit varat | 4,8 | 10,1 | 9,7 | 10,7 | 14,0 |
| Taseen loppusumma | 134 | 144 | 156 | 161 | 169 |

| Vastattavaa (MEUR) | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 52,8 | 57,9 | 69,4 | 79,0 | 88,1 |
| Osakepääoma | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 |
| Kertyneet voittovarot | 24,5 | 30,3 | 40,2 | 49,8 | 58,9 |
| Oman pääoman ehtoiset lainat | -2,4 | -2,7 | -2,7 | -2,7 | -2,7 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,7 |
| Muu oma pääoma | 18,7 | 18,7 | 20,2 | 20,2 | 20,2 |
| Vähemmistöosuus | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 27,7 | 23,8 | 23,7 | 17,1 | 14,1 |
| Laskennalliset verovelat | 3,3 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 23,8 | 19,6 | 19,6 | 13,0 | 10,0 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Lyhytaikaiset velat | 54,0 | 62,7 | 63,0 | 65,4 | 66,9 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 10,5 | 15,3 | 7,0 | 3,5 | 2,0 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 43,5 | 45,7 | 55,9 | 61,7 | 64,8 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 0,0 | 1,7 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Taseen loppusumma | 134 | 144 | 156 | 161 | 169 |

Lähde: Inderes

Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 141,1 | 183,9 | 214,8 | 243,1 | 268,4 |
| Käyttökate | 11,7 | 14,9 | 20,8 | 26,0 | 30,0 |
| Liikevoitto | 8,6 | 10,1 | 15,5 | 20,6 | 23,4 |
| Voitto ennen veroja | 7,9 | 9,4 | 14,7 | 19,9 | 22,5 |
| Nettovoitto | 6,1 | 7,4 | 11,5 | 15,6 | 17,4 |
| Kertaluontoiset erät | -1,0 | -1,7 | -0,4 | -0,3 | 0,0 |
| Tase | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
| Taseen loppusumma | 92,5 | 134,5 | 144,4 | 156,1 | 161,5 |
| Oma pääoma | 34,6 | 52,8 | 57,9 | 69,4 | 79,0 |
| Liikearvo | 42,7 | 58,1 | 59,0 | 61,0 | 61,0 |
| Nettovelat | 14,4 | 29,5 | 24,9 | 16,8 | 5,8 |
| Kassavirta | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
| Käyttökate | 11,7 | 14,9 | 20,8 | 26,0 | 30,0 |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 3,4 | -10,4 | 0,4 | 3,0 | -0,3 |
| Operatiivinen kassavirta | 13,8 | 3,9 | 18,3 | 24,7 | 24,6 |
| Investoinnit | -11,2 | -29,5 | -6,7 | -11,8 | -4,9 |
| Vapaa kassavirta | 2,7 | -25,1 | 11,6 | 5,9 | 19,7 |

| Suurimmat omistajat | %-osakkeista |
|--|--------------|
| Ingman Group Oy Ab | 66,6 % |
| Oy Fincorp Ab | 10,0 % |
| Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma | 4,0 % |
| VAS Invest Oy | 2,3 % |
| Tuori Klaus | 1,7 % |
| Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka | 1,4 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| EPS (raportoitu) | 0,31 | 0,33 | 0,47 | 0,63 | 0,70 |
| EPS (oikaistu) | 0,36 | 0,40 | 0,49 | 0,64 | 0,70 |
| Operat. kassavirta / osake | 0,69 | 0,17 | 0,75 | 1,00 | 0,99 |
| Vapaa kassavirta / osake | 0,13 | -1,10 | 0,47 | 0,24 | 0,79 |
| Omapääoma / osake | 1,73 | 2,30 | 2,36 | 2,80 | 3,19 |
| Osinko / osake | 0,15 | 0,16 | 0,23 | 0,32 | 0,35 |
| Kasvu ja kannattavuus | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
| Liikevaihdon kasvu-% | 7 % | 30 % | 17 % | 13 % | 10 % |
| Käyttökateen kasvu-% | 12 % | 28 % | 39 % | 25 % | 15 % |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | 36 % | 23 % | 35 % | 31 % | 12 % |
| EPS oik. kasvu-% | 38 % | 12 % | 21 % | 33 % | 9 % |
| Käyttökate-% | 8,3 % | 8,1 % | 9,7 % | 10,7 % | 11,2 % |
| Oik. Liikevoitto-% | 6,8 % | 6,4 % | 7,4 % | 8,6 % | 8,7 % |
| Liikevoitto-% | 6,1 % | 5,5 % | 7,2 % | 8,5 % | 8,7 % |
| ROE-% | 19 % | 17 % | 21 % | 25 % | 23 % |
| ROI-% | 17 % | 14 % | 17 % | 22 % | 24 % |
| Omavaraisuusaste | 38 % | 40 % | 41 % | 45 % | 50 % |
| Nettovelkaantumisaste | 42 % | 56 % | 43 % | 24 % | 7 % |

| Arvostuskertoimet | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto | 0,81 | 0,91 | 1,00 | 0,99 | 0,85 |
| EV/EBITDA (oik.) | 9,75 | 11,20 | 10,37 | 9,22 | 7,63 |
| EV/EBIT (oik.) | 11,89 | 14,15 | 13,55 | 11,46 | 9,80 |
| P/E (oik.) | 13,76 | 13,96 | 16,03 | 13,98 | 12,83 |
| P/B | 2,88 | 2,61 | 3,30 | 3,21 | 2,82 |
| Osinkotuotto-% | 3,1 % | 2,9 % | 3,0 % | 3,5 % | 3,9 % |

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittävää omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 analytikon 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 sijoittajailaisuusien 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/>

Suositushistoria

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 10.2.2017 | Lisää | 6,80 € | 6,45 € |
| 7.3.2017 | Vähennä | 7,50 € | 7,58 € |
| 10.4.2017 | Lisää | 7,50 € | 6,66 € |
| 4.5.2017 | Lisää | 8,00 € | 7,62 € |
| 26.7.2017 | Vähennä | 8,50 € | 8,79 € |
| 11.8.2017 | Vähennä | 9,00 € | 8,90 € |
| 26.9.2017 | Lisää | 9,00 € | 8,29 € |
| 26.10.2017 | Vähennä | 9,00 € | 8,76 € |
| 17.11.2017 | Osta | 9,00 € | 7,55 € |
| 10.1.2018 | Lisää | 9,00 € | 8,32 € |
| 9.2.2018 | Lisää | 8,20 € | 7,62 € |
| 4.5.2018 | Lisää | 8,50 € | 8,06 € |
| 15.8.2018 | Lisää | 10,00 € | 9,00 € |

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi