

Etteplan

Laaja raportti

15.5.2023 07:50



Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvutarina jatkuu myös lievässä vastatuulella

Teknologiapalveluyhtiö Etteplanin kasvutarina jatkuu monipuolisen osaamisen ansiosta myös markkinan lievässä vastatuulella. Yhtiön näytöt kannattavasta kasvusta ovat vahvoja ja tuloskasvu tulee jatkumaan, mutta arviomme mukaan kulmakerroin laskee historiallisesta kannattavuusparannuksien ollessa yhä vaikeampia. Osakkeen arvostustaso on kohtuullinen (2023e oik. EV/EBITA 12x), mutta nousuvaraa siinä emme näe epävarmuuden ollessa korkealla. Toistamme vähennä-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 16,0 euroon (aik. 14,0 €).

Monipuolinen tarjonta- ja osaaminen avaa mahdollisuuksia

Tuotesuunnittelun erikoisosaaja Etteplan on pitkäjänteisen strategiatyön ansiosta muuttunut ”insinööri-toimistosta” laaja-alaista osaamista sisältäväksi teknologiapalveluyhtiöksi. Etteplan on onnistunut oikeilla strategisilla liikkeillä vahvistamaan kilpailuetua ja yhtiöllä on varsin ainutlaatuinen tarjontakokonaisuus, missä merkittävässä roolissa on yritysostoilla rakennettu ”sisäinen” ohjelmistoyhtiö (ohjelmisto-osaajia yli 800). Yhtiö on pitkään ollut toimialansa edelläkävijä ja mielestämme johdetut palvelut (Managed Services) -liiketoimintamalli on huomattavasti alan perinteistä liiketoimintamallia parempi. Lisäksi laskemme Etteplanin kilpailuetuihin laajan osaamis pohjan, vahvat asiakkuudet ja referenssit sekä toimivat Kiinan offshoring- ja Puolan nearshoring -optiot. Nyt kasvutarinassa on käynnissä strateginen laajentuminen Keski-Euroopassa, jossa yhtiöllä on nyt kohtuullisen kokoinen kasvupohja.

Tuloskasvutarina jatkuu, mutta nykytasolta kannattavuutta on vaikea parantaa

Aiemmin erittäin vahva kysyntätalanne on nyt kuitenkin heikentynyt (erityisesti Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut -alueella), mikä painaa lyhyen aikavälin näkymiä. Etteplanin näytöt kannattavasta kasvusta ovat myös astetta heikommassa markkinassa kuitenkin vahvat, joten odotamme kasvun jatkuvan vaikka kulmakerroin laskee. Monipuolinen tarjonta eri sektoreille antaa yhtiölle mahdollisuuksia, vaikka markkinakasvu onkin nyt paineessa. Etteplan on siinä mielessä oman menestyksensä vanki, että tuloskasvuennusteita painaa jo nyt erittäin hyvä kannattavuus (2022: EBITA 10,0 % eli tavoitetasolla) mistä on haastavaa parantaa. Hiljalleen tämä on mahdollista liikevaihdon kasvaessa todennäköisesti nopeammin paremmin kannattavissa liiketoiminnoissa, mutta tämä rakennemuutos on hidas. Ennustamme lähivuosien EPS-kasvun olevan ”vain” noin 6 % (CAGR-%, oikaistu EPS). Tämä ei ole huono taso, mutta oikaistu EPS kasvoi noin 17 % vuosittain 2015-2021 (CAGR-%). Ennusteemme eivät kuitenkaan sisällä uusia yritysostoja, joilla yhtiö voi onnistuessaan kiihdyttää tuloskasvua myös tulevaisuudessa.

Arvostus on kohtuullinen, mutta nyky-ympäristöön sopiva

Etteplanin arvostus on mielestämme kohtuullinen, kun 2023e oik. P/E on 15x ja oik. EV/EBITA 12x (olemme oikaisseet yritysostojen käyvän arvon poistot). Yhtiön historiallisiin tasoihin kertoimet ovat hieman koholla, mutta toisaalta osake on aliarvostettu suhteessa verrokkiryhmäänsä, mitä emme pidä perusteltuna. Houkuttelevana emme arvostusta kuitenkaan pidä, koska näkökulma on mielestämme edelleen epävarma eikä tuloskasvuajuri ole historiallisessa kunnossa. Suurimmat pelot talouden syväkyykystä ovat lieventyneet merkittävästi ja Etteplanin positio on varsin hyvä myös nousevilla aloilla (mm. vihreä siirtymä ja puolustussektori), mikä tukee mielestämme riskiprofiilia ja sitä kautta myös tavoitehintamme. Pidämme Etteplania laadukkaana yhtiönä ja hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarjontana, joka luo omistaja-arvoa todennäköisesti jatkossakin vuodesta toiseen. Silti ajurit ylöspäin ovat arviomme mukaan rajallisia, eikä osakkeen riski/tuotto-suhde tällä hetkellä houkuttele.

Suositus

Vähennä

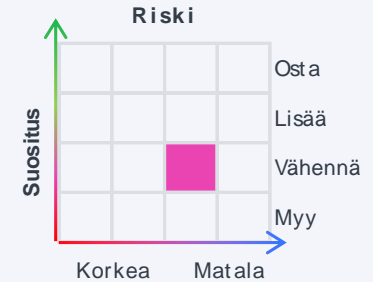
(aik. Vähennä)

16,00 EUR

(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:

15,70



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	350	373	392	417
kasvu-%	17 %	6 %	5 %	6 %
EBIT oik.	35,0	36,8	39,3	43,0
EBIT-% oik.	10,0 %	9,9 %	10,0 %	10,3 %
Nettotulos	18,2	21,7	24,1	27,4
EPS (oik.)	1,09	1,07	1,13	1,27
P/E (oik.)	13,4	14,7	13,9	12,4
P/B	3,4	3,3	3,0	2,7
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,8 %	3,1 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	12,5	12,4	11,3	9,9
EV/EBITDA	9,0	8,9	7,9	7,1
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	1,1	1,0

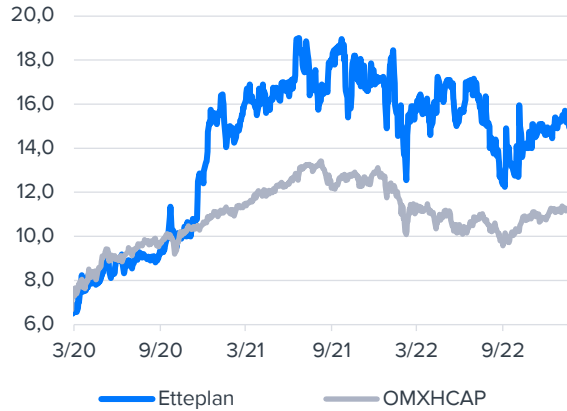
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

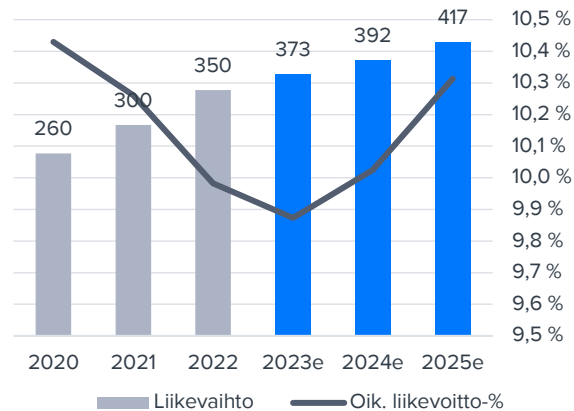
Etteplan ohjeistaa vuoden 2023 liikevaihdon olevan 360-390 MEUR (2022: 350 MEUR) ja liikevoiton (EBIT) olevan 28-33 MEUR (2022: 28,6 MEUR).

Osakekurssi



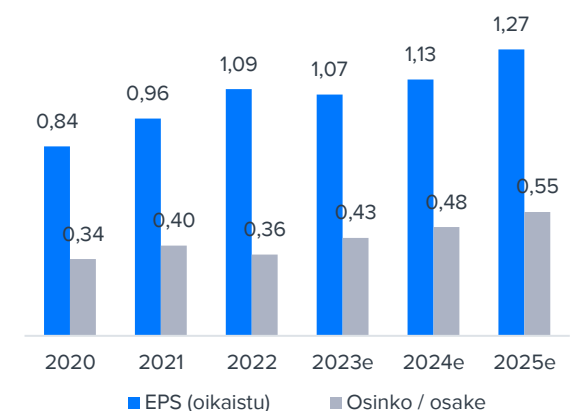
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu
- Kannattavuuden nousu (Ohjelmistot- ja sulautetut järjestelmät sekä Teknisen dokumentoinnin ratkaisut)
- Keski-Euroopan laajentuminen
- Kiinan markkinoiden avautuminen
- Yritysosot
- Ohjelmisto-osaamisen hyödyntäminen ja uudet teknologiaratkaisut



Riskitekijät

- Markkinakysynnän väheneminen
- Palkkainflaatio ja osaajien saatavuus
- Nykyisen vahvan kannattavuuden kestävyys
- Asiakkaiden syklisyyteen liittyvät kysynnän vaihtelut
- Kilpailun mahdollinen kiristyminen
- Yritysosojen integraatiossa epäonnistuminen
- Väliinpuotoajaksi jääminen toimialalla

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	393	393	393
Yritysarvo (EV)	457	443	428
P/E (oik.)	14,7	13,9	12,4
P/E	18,1	16,3	14,3
P/Kassavirta	21,1	14,5	13,6
P/B	3,3	3,0	2,7
P/S	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	8,9	7,9	7,1
EV/EBIT (oik.)	12,4	11,3	9,9
Osinko/tulos (%)	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-14
Sijoitusprofiili	15-17
Palvelualueiden esittely ja kilpailijat	18-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-30
Arvonmääritys	31-36
Taulukot	37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Avainlukuja

~20 %

Oman pääoman tuotto, keskiarvo 2010-2022

10,2 %

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2010-2022

6,9 %

Liikevoitto-%:n keskiarvo 2010-2022

~26 kpl

Yritystoa 2010-2022*

Palvelualueet

Suunnittelu-
ratkaisut



Ohjelmisto-
ja sulautetut
ratkaisut



Teknisen
viestinnän
ratkaisut



Kilpailuetu

1. Johdetut
palvelumallit



2. Vahva markkina-
asema ydinalueilla



3. Laajat palvelu-
kokonaisuudet



4. Kiinan offshoring-
ja Puolan nearshoring
mahdollisuudet



Liiketoimintaidea

Etteplan tarjoaa
asiantuntijapalveluita laite- ja
laitosratkaisuihin suunnittelulla,
ohjelmistoilla sekä teknisellä
viestinnällä



- Pitkät perinteet laite- ja laitosuunnittelussa
- Laaja palvelutarjoama digitaaliseen muutokseen
- Toimialalle poikkeuksellinen osaamiskokonaisuus sisältäen laitesuunnittelun lisäksi erilaiset ohjelmistoratkaisut sekä teknisen viestinnän

Kilpailu

Suuret pohjoismaiset
ja eurooppalaiset
toimijat



bertrandt

Keskisuuret
suomalaiset /
ruotsalaiset
toimijat



citec



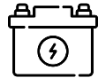
Suurimmat asiakassegmentit (2022)



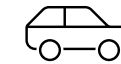
Teollisuuden
laitteet 19 %



Metsä, sellu
ja paperi 12 %



Energia 11 %



Ajoneuvo ja
kuljetus 10 %



Kaivos 9 %



Nosto- ja
siirtoala 7 %

Kustannusrakenne

3951 hlö (2022)
324 m€ (2022)



Henkilöstökulut
(70 % kustannuksista)



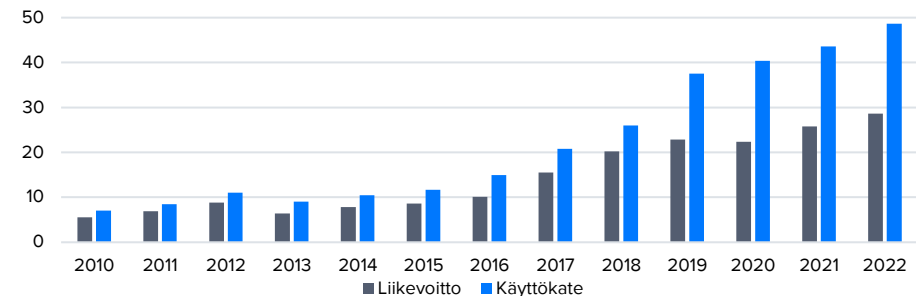
Materiaalit ja palvelut
(13 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(11 %)

Liikevaihto 350 m€
EBITA 33,9 m€ (2022)

Tulovirrat



Lyhyt yhtiöesittely

Etteplan on nopeasti kasvava suunnittelualan asiantuntijayritys. Yhtiön palvelut kattavat teollisuuden laite- ja laitossuunnittelun ratkaisut, ohjelmisto- ja sulautettujen järjestelmien ratkaisut sekä teknisen viestinnän ratkaisut.

1983

Perustamisvuosi

2000

Listautuminen

350 MEUR (+16,7 % vs. 2022)

Liikevaihto 2022

64 %

Johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta (2022)

33,9 MEUR (9,7 % lv:sta)

EBITA-liikevoitto 2022

3951

Henkilöstö 2022 lopussa

52% / 27% / 20%

Liikevaihdon jakautuminen vuonna 2022 (pyöristetty):

- Suunnitteluratkaisut
- Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut
- Teknisen viestinnän ratkaisut

Lähde: Inderes / Etteplan

-2015

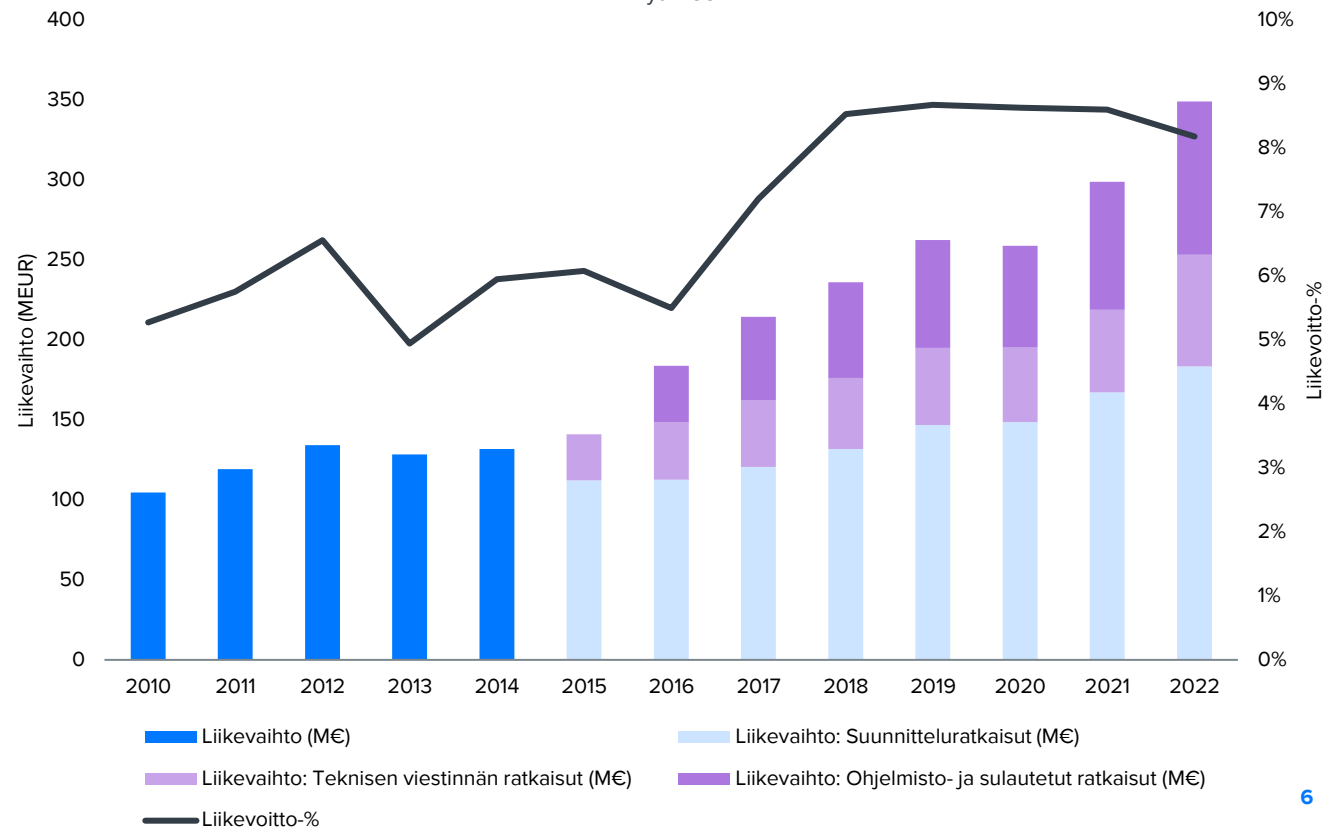
- Ingman Group hankkii noin 66 %:n omistusosuuden vuonna 2013
- Etteplanin kasvustrategia vahvistuu merkittävästi
- Johdetut palvelumallit oleelliseksi osaksi strategiaa
- Etteplan luo pohjaa seuraavien vuosien menestykselle

2015-2019

- Raportointirakenne muuttuu vuonna 2015, tekninen dokumentointi omaksi palvelualueeksi (nyk. tekninen viestintä)
- Vuonna 2016 uusi osaamisalue ja laajentuminen ohjelmistoihin
- Digitalisaatio, IoT- ja sulautetut järjestelmät ytimeen

2019-2022

- Vuonna 2019 strategian fokus kansainväliseen kasvuun ja erityisesti Keski-Eurooppaan
- Vuonna 2020 yhtiön kasvu hidastuu väliaikaisesti koronan myötä (kannattavuus kesti)
- Vuosina 2021 ja 2022 yhtiö palaa vahvaan kasvuun yritysostojen tukemana



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Keskikokoinen teknologiapalveluyhtiö

Etteplanin palvelut kattavat teollisuuden laite- ja laitossuunnittelun ratkaisut, ohjelmisto- ja sulautettujen järjestelmien ratkaisut sekä teknisen viestinnän ratkaisut. Yhtiön asiakkaita ovat pääosin valmistavan teollisuuden yritykset. Etteplanilla on henkilöstöä 3951 (2022 lopussa), joista valtaosa on asiantuntijoita monipuolisilla sektoreilla. Yhtiöllä on kolme palvelualuetta, joiden kautta yhtiön liiketoimintaa voidaan hahmottaa:

Suunnitteluratkaisuilla tarkoitetaan asiakkaan koneen, laitteen tai tuotantolaitoksen teknisten ominaisuuksien innovointia, suunnittelua ja laskentaa tuotekehitystarpeisiin sekä tuotteen valmistusta varten. Toimeksiannot ovat tyypillisesti uuden tuotteen tuotekehitystä, tuotantolaitosten suunnittelua tai toimitussuunnittelua, jossa tuote räätälöidään loppuasiakkaan vaatimusten ja markkina-alueen lainsäädännön mukaiseksi. Lisäksi yhtiö tekee tuotantoratkaisuja eli esimerkiksi suunnittelee asiakkaiden tuotantosoluja (Tegema-yritysosto 09/2020).

Ohjelmisto- ja sulautetuilla ratkaisuilla tarkoitetaan tuotekehityspalveluja sekä ohjelmisto- ja teknologiaratkaisuja, joilla koneita ja laitteita ohjataan ja jotka mahdollistavat niiden digitaalisen verkottumisen osaksi esineiden internetiä. Viime vuosina Etteplan on panostanut merkittävästi myös pilvipalveluihin ja -sovelluksiin, missä merkittävä tekijä oli mm. Skyrice-yritysosto (06/2021).

Teknisen viestinnän ratkaisuilla tarkoitetaan tuotteen teknisten ominaisuuksien viestintää tuotteen käyttäjille tarkoitetuiksi manuaaleiksi tai

oppaiksi sekä tuotetun sisällön hallintaa ja jakelua sähköisessä tai painetussa muodossa. Nykyään alueen palveluihin kuuluu entistä enemmän interaktiiviset digitaaliset sisällöt ja digitaalisen informaation jakelujärjestelmät. Tekninen viestintä on useimmiten teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolella oleva toiminto, jolla on kuitenkin keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja kunnossapito liiketoiminnan sujuvuuteen ja tehokkuuteen. Tämä tekee toiminnosta helposti ulkoistettavan esimerkiksi Etteplanille.

Etteplan on viime vuosina panostanut merkittävästi IoT- ja ohjelmistotekniikan osaamiseen, ja Etteplanista on tullut samalla myös merkittävä ohjelmisto-osaaja (alan asiantuntijoita yli 800). Tämä antaa yhtiölle erittäin vahvan kokonaistarjonnan asiakkaiden nykyisiin tarpeisiin.

Johtava toimija Suomessa ja haastaja ulkomailla

Etteplan on Suomen suurin kone- ja laitesuunnitteluun erikoistunut yritys ja suurimpien alan yhtiöiden joukossa Ruotsissa. Lisäksi yhtiö on Euroopan suurimpiin kuuluva teknisen viestinnän ratkaisuihin erikoistunut yritys. Kiinassa yhtiö on suurin pohjoismaisista suunnittelupalveluja tarjoavista yrityksistä, mutta Kiinalla on myös merkittävä strateginen rooli yhtiön kilpailukyvyyn kannalta (offshoring-mahdollisuus).

Etteplanilla on liiketoimintaa myös Alankomaissa, Saksassa (yritysostojen kautta syntynyt pohja) ja Puolassa. Yhtiö on korostanut haluaan kasvaa erityisesti Keski-Euroopassa, jossa pitkän aikavälin trendit ovat yhtiön kysynnän kannalta suotuisia. Esimerkiksi Saksaan on muodostumassa insinööripula jo demografisten tekijöiden takia.



Etteplanin hiljainen murros

2015

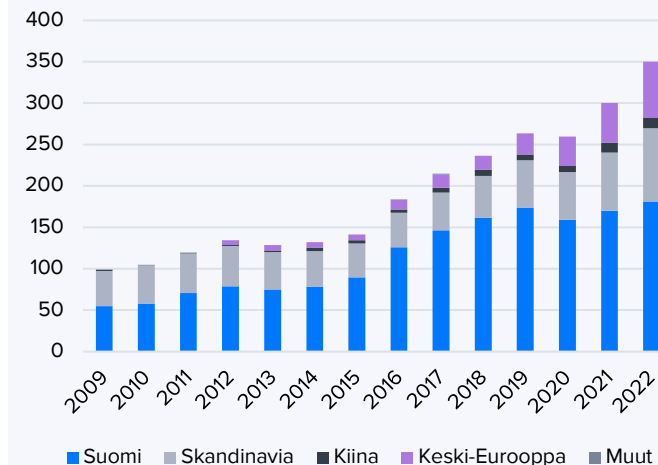
- Liikevaihto 141,1 MEUR
- Liiketulos 9,5 MEUR (6,8 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 2074
- Liiketoiminta keskittynyt suunnitteluratkaisuihin ja valtaosin Suomeen ja Ruotsiin



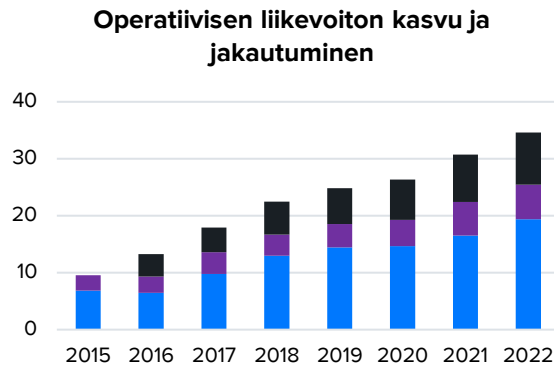
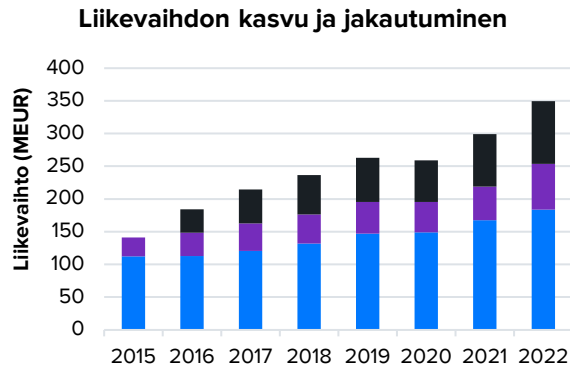
2022

- Liikevaihto 350,2 MEUR
- Liiketulos 28,6 MEUR (8,2 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 3951
- Liiketoiminta laajentunut ohjelmistoratkaisuihin samalla, kun olemassa olleet liiketoiminnat ovat kasvaneet merkittävästi
- Lähes 50 % liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta

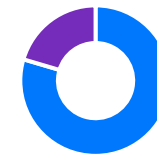
Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (MEUR)



Etteplanin rakennemuutos viimeisen kahdeksan vuoden aikana



Liikevaihdon jakautuminen (2015)



Op. liikevoiton jakautuminen (2015)



Liikevaihdon jakautuminen (2022)

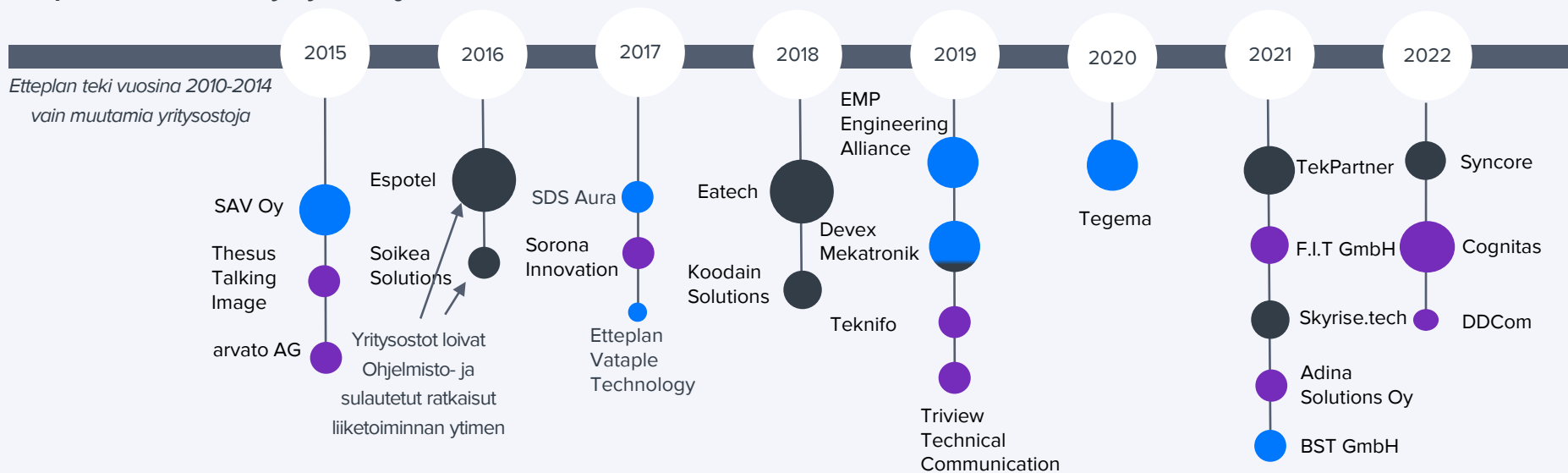


Op. liikevoiton jakautuminen (2022)



● Suunnitteluratkaisut
 ● Teknisen viestinnän ratkaisut
 ● Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut

Etteplanin merkittävät yritysostot jaksolla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Etteplan on toimialansa edelläkävijä

Etteplan on ollut toimialallaan selkeä edelläkävijä. Perinteinen liiketoimintamalli on valtaosin 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 (erityisesti kysynnän heikentyessä) 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.

Johdetut palvelut (Managed Services)

Etteplan on kehittänyt vuosikausia liiketoimintamallia, joka on mielestämme huomattavasti perinteistä parempi: korkeamman lisäarvon johdetut palvelut (Managed Services, MS). Avaamme Johdetut palvelut-toimintamallia tarkemmin seuraavalla sivulla. MS:n edut ovat selkeät verrattuna perinteiseen malliin, koska Etteplanilla on mahdollisuus määrittää itse prosessi, siinä käytettävät resurssit, palveluiden hinnoittelu perustuu enemmän lisäarvoon ja myös

näkyvyys kysyntään on huomattavasti resurssivuokrausta parempi. Yhdessä edellä mainitut tekijät johtavat parempaan henkilöstön käyttöasteeseen ja parempaan kannattavuuteen. Lisäksi on hyvä huomioida, että Etteplan pystyy hyödyntämään omaa offshoring-toimintoaan Kiinassa sekä near-shoring-toimintoaan Puolassa palveluiden tuottamisessa, mikä on oleellinen etu ja parantaa kannattavuutta. Kun Etteplan vastaa esimerkiksi asiakkaan tietyistä prosessista, se on asiakkaalle tärkeä yhteistyökumppani eikä vain ”resurssintarjoaja.” Tämä syventää asiakassuhdetta ja parantaa asiakaspysyvyyttä.

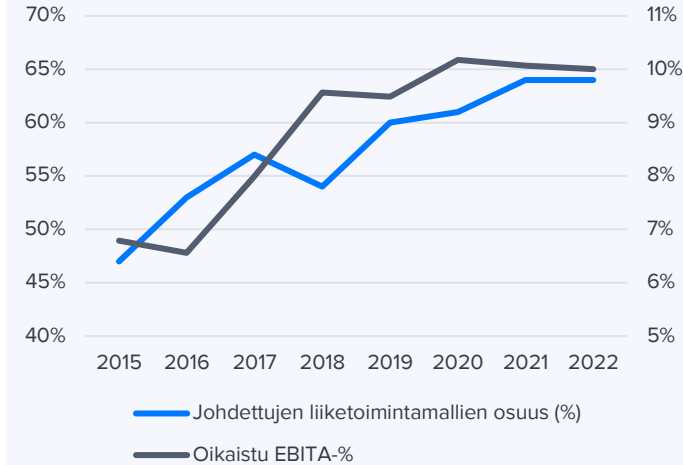
Hinnoittelu on MS-mallissa vapaampaa, koska se perustuu lähtökohtaisesti yhtiön tarjoamaan lisäarvoon. Tuntipohjaisien hintojen vertailu on asiakkaille helppoa ja erottaminen tässä on vaikeaa. Lähtökohtaisesti tehtävään erikoistunut yhtiö pystyy tekemään sen tehokkaammin kuin asiakasyhtiö, jolle kyse on perinteisesti ydinosaamisen ulkopuolisesta toiminnosta.

Suurin osa liikevaihdosta tulee johdetuista palveluista

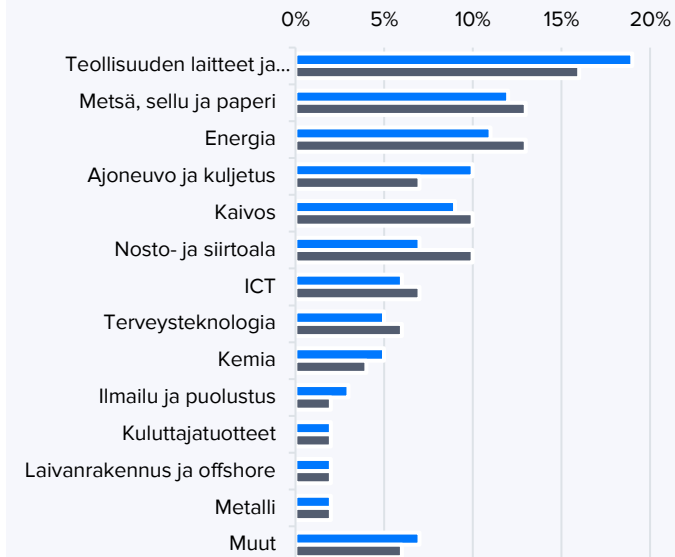
Vuonna 2022 Etteplanin liikevaihdosta 64 %:n osuus tuli johdetuista palveluista, joten valtaosa liikevaihdosta tulee nykyään uudesta liiketoimintamallista. Kokonaan resurssivuokraus ei tule poistumaan, ja se tulee olemaan osa Etteplanin liiketoimintaa myös jatkossa. Etteplanin strateginen tavoite on, että vuonna 2024 johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta on 75 %. Viime vuosina johdettujen palveluiden osuuden kasvussa on nähty tasaantumista, mikä huomioiden tavoite vaikuttaa kunnianhimoiselta.



Johdetut liiketoimintamallit ja kannattavuus



Liikevaihto asiakasryhmittäin (2022, 2021)



Johdetut palvelumallit (vs. perinteinen toimintamalli)

Avaintekijät	Perinteinen malli	Johdetut palvelumallit (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

Ulkoistusratkaisuja, esimerkiksi Husqvarnan teknisen viestinnän sisällöntuotanto

Rajallinen kannattavuus-potentiaali, mutta suhteellisen korkea riski kysyntään liittyen (varsinkin ilman lomautusmahdollisuutta)

Lisäarvopohjainen hinnoittelu mahdollistaa paremman kannattavuuden

Mahdollistaa osittaisen skaalautuvuuden

Näkyvyys kysyntään on parempi, mutta Etteplan kantaa myös enemmän riskiä onnistumisesta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Tiivistetty SWOT-analyysi

Etteplanin merkittävimmät vahvuudet

Johdettujen palveluiden -liiketoimintamalli.

Etteplanin liiketoimintamalli on toimialan perinteistä huomattavasti parempi, ja yhtiö kuuluu tässä mielessä toimialan edelläkävijöihin.

Kustannustehokkaat ratkaisumahdollisuudet.

Etteplanin liiketoimintamalliin kuuluu oleellisena osana myös Kiinan offshoring ja Puolan near shoring –mahdollisuudet, joilla on arviomme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön kilpailukykyyn ja kustannustehokkuuteen.

Ohjelmisto-osaamisen yhdistäminen

suunnitteluun. Etteplanilla on varsin ainutlaatuinen tarjoama, koska yhtiö pystyy tarjoamaan vahvan suunnitteluosaamisen rinnalla ohjelmisto-, IoT- ja pilvipalveluosaamista. Etteplan onkin mielestämme erittäin hyvin asemoitunut digitalisaatiotrendiin.

Pitkäaikaiset asiakkaat kasvupohjana. Etteplan on perinteikäs toimija ja yhtiöllä on paljon pitkäaikaisia ja vahvoja asiakassuhteita sekä erittäin arvokkaita referenssejä (muutamia esiteltä seuraavalla sivulla). Käsitksemme mukaan Etteplanin asiakasvaihtuvuus on historiallisesti ollut matala, eikä yhtiö ajautunut ongelmiin myöskään esimerkiksi koronapandemian aikaan.

Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli.

Etteplanin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä kiinteitä investointeja, mikä tekee taserakenteesta suhteellisen kevyen (pl. liikearvo). Investoinnit kohdistuvatkin pääasiassa yritysostoihin.

Etteplanin merkittävimmät heikkoudet

Hinnoittelupaineet. Vaikka Etteplanin liiketoimintamalli on perinteistä parempi, yhtiön kannattavuus on silti altis hintapaineille. Erityisesti heikossa markkinatilanteessa kustannusten nousua olisi arviomme mukaan haastavaa viedä täysimääräisesti asiakashintoihin. Terveessä kysyntätilanteessa tämä kuitenkin onnistuu hyvin, kuten esimerkiksi viime vuonna nähtiin.

Asiakaskunnan syklisyys. Etteplanin asiakaskunta on pääosin valmistavaa teollisuutta, jonka kysyntä on investointivetoista. Yhtiön tarjoama on kuitenkin laajentunut merkittävästi, minkä takia syklisyys on pienentynyt. Pidempiaikainen heikkous asiakaskysynnässä näkyisi kuitenkin väkisin myös Etteplanille erityisesti toimitussuunnittelussa.

Etteplanin merkittävimmät mahdollisuudet

Yritysostot. Yritysostoilla on merkittävä rooli osaamisen sekä skaalan kasvattamiseksi. Viime vuosina Etteplan on ollut aktiivinen yritysostoissa ja kasvanut uuteen kokoluokkaan. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät yhtiön yritysostostrategian toimiessa yleisesti erittäin hyvin.

Kiinan sisämarkkinan avautuminen. Kiinan palvelumarkkinoiden avautuminen on käynnistynyt viime vuosina, mutta on edelleen lapsen kengissä verrattuna länsimaihin. Kiinaan tulee kuitenkin muodostumaan valtava palvelumarkkina, koska myös paikalliset yhtiöt tulevat tarvitsemaan mallin antamaa joustoa ja osaamista. Kiinaan liittyvät geopoliittiset riskit ovat kuitenkin kasvaneet.



SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Johdetut palvelumallit-liiketoimintamallin antama kilpailuetuKustannustehokkuusOhjelmisto-osaamisen yhdistäminen suunnitteluunVahvat referenssitVähän pääomaa sitova malli	<ul style="list-style-type: none">Jatkuvat hintapaineet asiakkailta, mikä tarkoittaa omien prosessien tehostamistaMerkittävä osa asiakkaista on riippuvaisia investoinneista, jotka ovat syklisiä
<ul style="list-style-type: none">Etteplanilla on hyvä track-record yritysostoissa, jotka tarjoavat edelleen mahdollisuuksiaKiinan sisämarkkinan avautuminen tukee kasvunäkymää	<ul style="list-style-type: none">Markkinakehitykseen liittyvä epävarmuusKilpailutilanteen oleellinen kiristyminenVäliinpuotoajaksi jääminen asiakasvaatimuksien ollessa globaaleja
Mahdollisuudet	Uhat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Uudet teknologiat. Vaikkei Etteplan ole teknologia-yhtiö, yhtiöllä on jonkin verran omaa teknologista kehitystä. Näistä tuleva hyöty menee useimmiten merkittävien osin asiakkaalle, mutta innovaatiot tukevat ainakin kilpailukykyä, asiakaspysyvyyttä ja hinnoitteluvoimaa.

Markkinalla hyvät pitkän aikavälin kasvuajurit. Tuotteiden, teknologian ja näihin liittyvän suunnittelun monimutkaistuessa jatkuvasti Etteplanin toimialan yleinen kasvunäkymä on hyvä. Toimialan on arvioitu kasvavan suunnilleen 3-5 % vuosittain pitkällä aikavälillä. Erityisen mielenkiintoista on seurata Kiinan markkinan avautumista ja palvelukulttuurin muuttumista Etteplanille suotuisammaksi. Kasvu ei kuitenkaan tule olemaan tasaista Kiinassa tai länsimaissa, vaan investointihyödykkeiden kysynnässä tulee edelleen tapahtumaan vaihtelua.

Etteplanin merkittävimmät uhat

Kilpailun oleellinen kiristyminen. Etteplan on tähän asti kohdannut rajallisesti kilpailua Managed Services -liiketoimintamallissa. Pidemmällä tähtäimellä on mahdollista, että yhtiö kohtaa entistä enemmän kilpailua kilpailijoiden huomattaessa mallin korkeamman kannattavuuspotentiaalin. Yhtiön kilpailu on myös entistä globaalimpaa ja kilpailijat suurempia, mitkä voivat myös aiheuttaa hinnoittelupaineita toimialalla. Erityisen mielenkiintoinen tilanne on Kiinassa, jossa markkina on vielä nuori. Toisaalta myös kilpailijat ovat enenevässä määrin laajentaneet offshoring-malliaan, joskin yhtiön kilpailijat ovat keskittyneet mallissaan enemmän Intiaan ja muualle Aasiaan. Siten Etteplanin

offshoring-mallin tuoma kilpailuetu ei ole välttämättä kestävä. Kiinassa tietyn haasteen luo myös kustannusinflaatio ja poliittiset riskit, joiden takia Kiinan kilpailukyky voi heikentyä tulevaisuudessa.

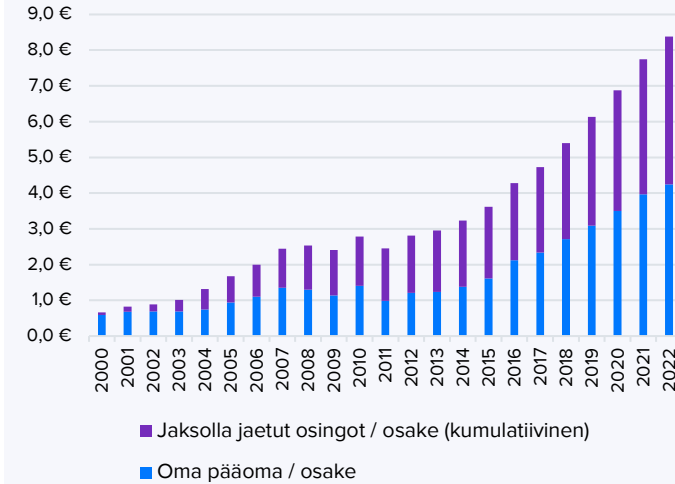
Väliinputojaksi jääminen. Etteplanin kasvu on ollut pääosin vahvaa, mutta se on edelleen mahdollinen väliinputoja globaalimmaksi muuttuvalla markkinalla. Toimialalla on huomattavasti suurempia yhtiötä, jotka pystyvät mahdollisesti vastaamaan yhä suurempien asiakkaiden vaatimuksiin Etteplania paremmin. Alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat myös kannattavampia. Lisäksi markkinoille jää hyvin todennäköisesti ns. pieniä erikoisosajia, joka löytävät oman markkinarakonsa.

Mahdolliset väärinkäytökset ja tietoturva on lisäksi merkittävä riski, jos ongelmia tulisi esimerkiksi Kiinassa. Toistaiseksi ongelmia ei ole ollut emmekä niitä myöskään odota, mutta negatiivisessa skenaariossa asiakkaiden luottamus voisi heikentyä merkittävästi.

Kiinaan liittyvät geopoliittiset riskit. Kiina on tärkeässä roolissa Etteplanin offshore-toimintojen kannalta ja Ukrainan sodan myötä myös Kiinaan liittyvät geopoliittiset riskit ovat nostaneet päätään. Mikäli yhtiön asiakkaat alkavat karsastamaan palveluiden tuottamista Kiinasta käsin voi tämä syövyttää täältä syntyvää matalamman kustannustason tuomia hyötyä. Geopoliittiset riskit ja Kiinan talouskasvun yskeminen kasvattavat epävarmuutta myös Kiinan sisämarkkinan avautumisen kannalta.



Vahva track-record omistaja-arvon luomisesta



Muutamia Etteplanin referenssejä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategian ydin

Etteplanin strategian keskeisenä tavoitteena on tuottaa entistä enemmän arvoa asiakkaille ja tukea heitä teollisuuden muutoksessa. Yhtiön strategia keskittyy palveluratkaisuihin, jotka luovat enemmän arvoa sekä asiakkaille että Etteplanille ja tuovat skaalautuvia elementtejä palveluliiketoimintaan.

Lisäksi yhtiön fokuksena on kehittää palveluratkaisuja, jotka integroivat yhteen teknologioita, tehokkaita prosesseja, monipuolista osaamista ja suunnittelumenetelmiä. Osana tätä yhtiö pyrkii aktiivisesti tuomaan uusia teknologioita kasvattaakseen asiakkaan lisäarvoa.

Henkilöstön osaamiseen pohjautuvassa liiketoiminnassa Etteplan panostaa tietysti ihmisiin, minkä tarkoituksena on ylläpitää, kehittää ja houkuttaa huippuosaamista. Yhtiö tiedotti huhtikuussa 2023 jatkavansa strategiakauttaan vuoteen 2024 asti ja sen yhteydessä taloudellisiin tavoitteisiin tehtiin käytännössä vain pieniä viilauksia. Esittelemme seuraavaksi lyhyesti Etteplanin strategian pitkäaikaisia ydinalueita.

Edelläkävijä toimialalla

Mielestämme Etteplanin Johdetut palvelumallit (Managed Services) -liiketoimintamalli on selvästi parempi kuin alalla edelleen vallitseva resurssivuokrausmalli. Olemme käsitelleet tätä laajasti aiemmin, mutta toteamme tässä, että kyseinen strateginen valinta on yhtiön ytimessä.

Yritysosot tärkeä osa strategiaa

Etteplanin liikevaihdon kasvutavoite (500 MEUR:n liikevaihto vuoteen 2024 mennessä) sisältää

yritysosot ja niiden merkitys on erittäin suuri. Ottaen huomioon kuluvan vuoden ohjeistus liikevaihdon osalta (360-390 MEUR) tavoite on erittäin haastava, ja siihen yltäminen vaatisi merkittävää tukea yritysostoista.

Etteplanilla on hyvät näytöt yritysostojen onnistuneesta toteutuksesta ja omistaja-arvon luonnista yritysostoilla. Etteplan hakee yrityskaupoilla erityisesti täydentävää osaamista, mutta myös maantieteellistä peittoa sekä skaalaetuja. 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 ja tarjoamaan tiettyä taloudellista liikkumavaraa.

Kiina tarjoaa kilpailukykyä ja mahdollisuuksia

Kiinan toiminnot ovat Etteplanille strategisesti tärkeitä. Kiina tarjoaa yhtiölle tehokkaan offshoring-mahdollisuuden, joka on kustannuskilpailukyvyyn, liiketoimintamallin ja kokonaistarjonnan kannalta mielestämme kriittinen. Lisäksi Kiinan markkinoiden avautuminen tulee tarjoamaan yhtiölle seuraavan 5-10 vuoden aikana huomattavan kasvumahdollisuuden, mistä on toistaiseksi nähty ensiaskelia. Kiinan rooli ja toisaalta sen tarjoama

mahdollisuus onkin Etteplanille paljon suurempi kuin pieni osuus liikevaihdosta (2022: 4 %) antaisi ymmärtää. Samaan aikaan kuitenkin Kiinaan liittyvät geopoliittiset riskit ovat kuitenkin nousseet, minkä myötä yhtiö joutuu pohtimaan uudelleen kasvuinvestointeja maassa ja myös varasuunnitelmia maan suhteen.

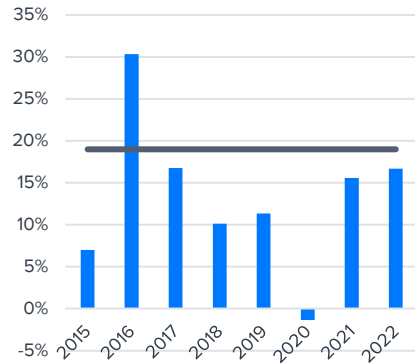
Keski-Eurooppa houkuttelee yhtiötä

Keski-Euroopan, lähinnä Saksan ja Alankomaiden, markkinat ovat jo pitkään olleet Etteplanin suunnitelmissa. Näillä markkinoilla on jo pulaa insinööreistä ja maiden demografisen kehityksen takia markkinoille on muodostumassa selkeä insinööripula. Esimerkiksi Saksassa on ennustettu laajaa insinööripulaa, 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 hyvä near-shoring mahdollisuus Puolassa. Yleisesti kiinnostus Puolaa kohtaan on kasvanut merkittävästi viime vuosina, kun yhtiön asiakkaat haluavat hajauttaa toimintonsa maantieteellisiä riskejä. Nämä ratkaisut eivät kuitenkaan toimi ilman uskottavaa paikallista toimintaa, minkä vuoksi Etteplan onkin ollut erittäin aktiivinen Keski-Euroopan yritysostoissaan. Strategia on edistynyt, mutta tekemistä riittää edelleen. Esimerkiksi ohjelmisto- ja sulautettujen ratkaisujen osalta yhtiöllä ei ole Keski-Euroopassa vielä merkittävää jalansijaa.

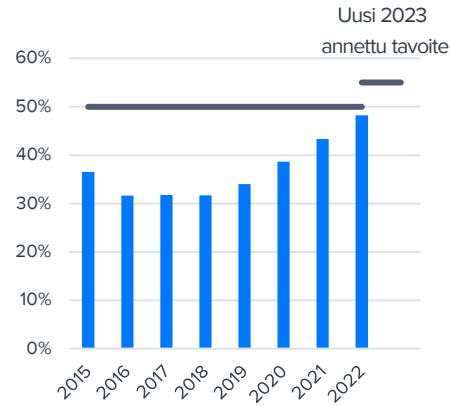
Taloudelliset tavoitteet 2023-2024

Kasvutavoite: liikevaihto >500 M€ vuonna 2024
Vaatii 19 %:n vuosikasvua



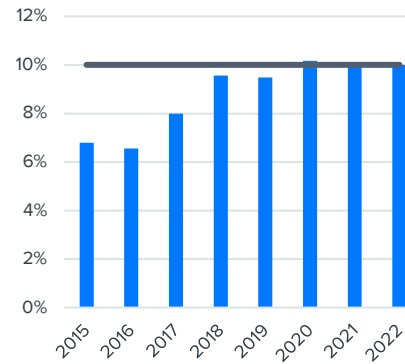
Liikevaihdon kasvu-%

55 % liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta
Kansainvälinen kasvu



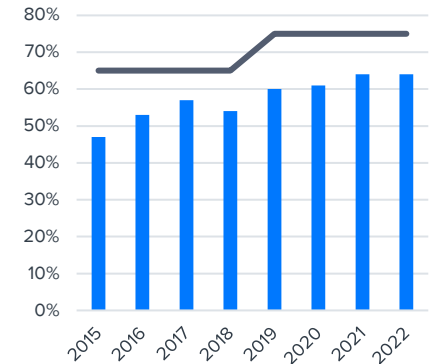
Suomen ulkopuolinen liikevaihto (%)

Kannattavuustavoite: EBITA >10 %
Tavoite jo saavutettu



EBITA-%

Johdetut palvelumallit >75 % yhtiön liikevaihdosta
Strateginen tavoite



Johdettujen palvelumallien osuus (%)

Keinoja tavoitteen toteuttamiseen ja tausta-ajatuksia

- Palveluratkaisujen jatkuva kehittäminen, digitalisaatio, kansainvälinen kasvu sekä yritysostot
- Globalisaation ja digitalisaation ajama markkinamurros jakaa markkinaa pieniin paikallisiin ja suuriin globaaleihin yhtiöihin
- Kasvu on kriittistä, jotta yhtiö pystyy vastaamaan asiakaskunnan muuttuviin tarpeisiin.
- Kaikkien palvelualueiden palveluita kaikissa toimintamaissa
- Kansainvälisen liikevaihdon tavoitetta nostettiin 2023 55 %:iin taloudellisten tavoitteiden päivittämisen yhteydessä (aik. yli 50 % vuoteen 2024 mennessä)
- Arviomme mukaan kansainvälisen kasvun ydinalue on Keski-Eurooppa ja Ruotsi
- Liiketoimintamallin muutos kohti Johdettuja palveluita sekä markkinajohtajuus tärkeillä alueilla
- Kannattavuus on parantunut varsin järjestelmällisesti lähelle tavoitetasoa
- Tavoitetta nostettiin 2023 yli 10 %:iin (aik. 10 %)
- Taustalla vaikuttaa myös hidas rakennemuutos, koska uusilla palvelualueilla on korkeampi kannattavuuspotentialiaali
- Palveluratkaisut, teknologiaratkaisut ja projektiliiketoiminta
- Johdetut palvelumallit on selvästi alan perinteistä mallia parempi liiketoimintamalli ja yksi Etteplanin kilpailueduista
- Johdettujen palvelumallien kasvu on strategisesti erittäin tärkeää, mutta se on myös yksi tärkeä ajuri kannattavuus-parannuksen taustalla

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Laadukas kannattavan kasvun yhtiö

Etteplan on mielestämme laadukas kannattavan kasvun yhtiö konsolidoituvalla toimialalla. Se on Suomessa markkinajohtaja ja merkittävä toimija Ruotsissa, mutta Euroopassa vielä pieni haastaja. Yhtiö painottaa nyt selvästi kansainvälistä kasvua, erityisesti Keski-Euroopassa, missä yhtiö onkin ollut aktiivinen yritysostoissaan. Suurien asiakkaiden vaatimukset ovat koko ajan enemmän globaaleja, alalla on tiettyjä skaalaatuja ja suurimmat yhtiöt ovat yleensä vakaampia ja kannattavampia. Näin ollen pidämme yhtiön kasvuhalukkaata hyvin ymmärrettävänä. Yhtiö on kuitenkin kurinalainen yritysostojen kanssa eikä se suostu maksamaan ostokohteista ylihintaa, mistä nähtiin osoitus Semcon-ostotarjouksessa. Tämä on omistaja-arvon kannalta positiivinen asia.

Edelläkävijä toimialalla

Mielestämme Etteplanin Johdetut palvelumallit (Managed Services) -liiketoimintamalli on selvästi parempi kuin alalla edelleen vallitseva resurssivuokrausmalli. 64 % yhtiön liikevaihdosta tulee korkeamman lisäarvon johdetuista palveluista, mikä parantaa henkilöstön käyttöastetta ja sitä kautta kannattavuutta. Laajan osaamisalueensa ansiosta yhtiö pystyy tarjoamaan laajaa palvelutarjoamaa, joka sisältää perinteisen teollisen suunnittelun lisäksi ohjelmistot ja IoT:n. Nämä ovat yhä kriittisempiä kilpailutekijöitä Etteplanin asiakkaille. Lisäksi Etteplanilla on hyvin toimiva Kiina-offshoring, mikä vahvistaa yhtiön kilpailuetua. Selkeiden kilpailuetujen takia pidämme yhtiön menestysmahdollisuuksia myös

Euroopassa hyvinä, mutta etujen hyödyntäminen vaatii kuitenkin paikallisen pohjan rakentamista.

Yrityskaupat ovat keskeisessä roolissa

Yritysostoilla on merkittävä rooli osaamisen sekä skaalan kasvattamiseksi. Etteplan oli erityisesti vuonna 2021 erittäin aktiivinen yrityskaupoissa. Yhtiö on valmis myös suurempiin yritysjärjestelyihin, mistä osoitus oli yhtiön tekemä ostotarjous ruotsalaisesta Semconista vuonna 2022, jonka avulla yhtiö olisi kasvanut uuteen kokoluokkaan. Kilpailevan tarjouksen myötä kauppa ei kuitenkaan mennyt läpi. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät. Ostokohteiden arvostuskertoimet ovat myös laskeneet vuoden aikana, joskin listaamattomien arvostukset liikkuvat tyypillisesti listattuja hitaammin.

Riskiprofiili

Yhtiö ei ole immuuni markkinariskeille

Etteplanin menestys on aina jossain määrin kiinni sen asiakkaiden menestyksestä, eli yhtiön palveluiden kysyntä on riippuvainen sen asiakkaiden kysyntätilanteesta. Asiakasyhtiöiden kysyntä on merkittävin osin syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua myös Etteplanille. Yhtiön asiakaskunta ja tarjonta on kuitenkin laajentunut merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana, ja syklisyys on pienentynyt. Tällä hetkellä kysynnässä on nähtävissä pientä pehmyyttä osalla yhtiön asiakastoimialoja, mikä osaltaan näkyi loppuvuonna 2022 ja alkuvuonna 2023 kasvuvauhdin hidastumisena. Hyvässä

markkinatilanteessa kasvu on usein enemmän kiinni yhtiön rekrytoinneista ja resurssienhallinnasta.

Kasvustrategia voi johtaa epäonnistumisiin

Samalla kun ymmärrämme hyvin Etteplanin yritysostostrategian ja kansainvälistymishalut, tuo laajentuminen uusilla alueilla myös uusia riskejä. Yhtiöllä ei ole pitkää historiaa toiminnasta Keski-Euroopassa, ja mielestämme markkina poikkeaa erityisesti Suomesta merkittävästi. Yhtiön Cognitas-yrityskauppa toimii esimerkkinä yritysostoihin liittyvistä riskeistä. Ostetun yhtiön ongelmat rasittavat viime vuonna konsernin kannattavuutta, ja ongelmien ratkaisemisessa menee oma aikansa. Osittain yritysostovetoisen strategian riskeihin liittyy suuri määrä liikearvoa Etteplanin taseessa (2022: 105 MEUR). Tämä on osa normaalia kehitystä yritysostovetoisessa strategiassa, eikä mielestämme tällä hetkellä oleellinen uhka Etteplanille. Silti mahdollisilla epäonnistuneilla yritysostoilla voisi olla pitkäaikaisia negatiivisia vaikutuksia Etteplanin liiketoiminnan kehitykseen.

Osakkeeseen liittyy likviditeettiriski

Etteplanilla on selkeä ankkuriomistaja Ingman Group (yli 65 %). Vaikka pidämme tätä yleisesti selvästi positiivisena, näin suuri omistus rajoittaa vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää ("free float"). Kun huomioidaan myös muiden suurien ja arviomme mukaan suhteellisen "pysyvien" omistajien osuus, free float on vain noin 10 % osakkeista. Tämä asettaa rajoitteita likviditeetille ja tekee esimerkiksi suurempien rahastojen sijoittamisen Etteplaniin erittäin hankalaksi.

Sijoitusprofiili

1.

Edistyksellinen toimintamalli

2.

Voimakas kasvuhakuisuus

3.

Pitkän aikavälin tuloskasvu

4.

Yrityssostot sekä Keski-Euroopan ja Kiinan potentiaali

5.

Laajentuneet osaamisalueet ja näiden yhdistäminen

Potentiaali



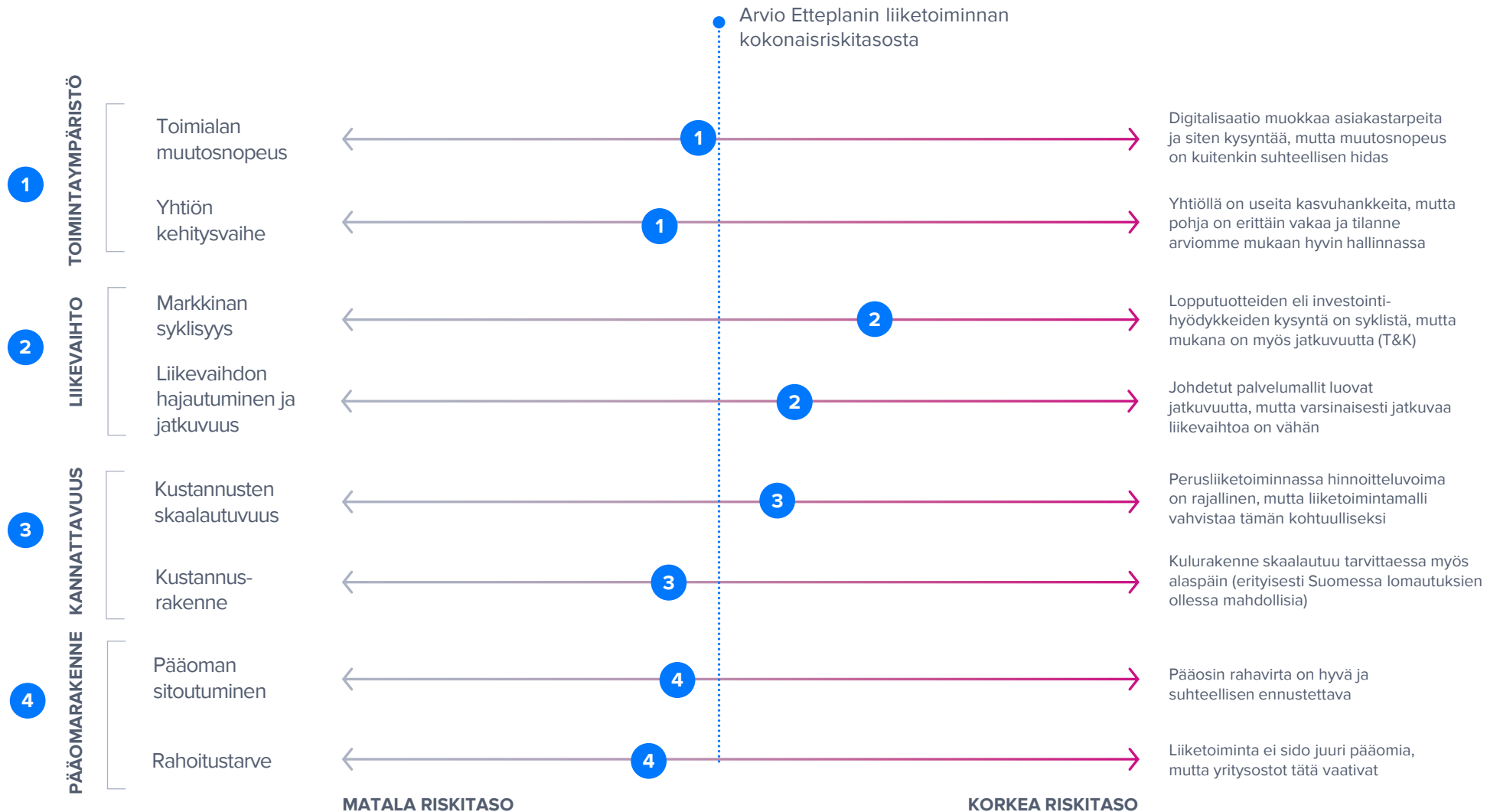
- Orgaaninen kasvupotentiaali
- Korkean kannattavuuden ylläpitäminen ja matala pääomantarve
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Uusien liiketoiminta-alueiden tehokkaampi yhdistäminen kokonaistarjoamaan
- Kiinan markkinan avautuminen ja kasvu Keski-Euroopassa

Riskit



- Talouskasvun hidastuminen vaikuttaa yhtiön kysyntänäkymään lyhyellä aikavälillä hidastaen kasvuvauhtia
- Yrityssostoissa epäonnistuminen
- Kilpailun oleellinen kiristymisen
- Osakkeen suhteellisen heikko likviditeetti
- Mahdolliset joskin vielä kaukaiset liikearvon alaskirjaukset kannattavuuden oleellisesti heikentyessä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Palvelualueiden esittely 1/3

Suunnitteluratkaisut: perusteet

Suunnitteluratkaisuilla tarkoitetaan asiakkaan koneen tai laitteen teknisten ominaisuuksien innovointia, suunnittelua ja laskentaa tuotekehitystarpeisiin sekä tuotteen valmistusta varten. Toimeksiannot ovat tyypillisesti uuden tuotteen tuotekehitystä, tuotantolaitosten suunnittelua tai toimitussuunnittelua, jossa tuote räätälöidään loppuasiakkaan vaatimusten ja markkina-alueen lainsäädännön mukaiseksi. Lisäksi yhtiö tekee erityisesti Tegema-yritystoston jälkeen tuotantoratkaisuja eli esimerkiksi suunnittelee asiakkaiden tuotantosoluja. Tegema on tuotantojärjestelmien integraattori, joka yhdistää alan kokemuksen ja uusimmat robotti-, ohjelmisto- ja kokoonpano -teknologiat. Etteplanin Suunnitteluratkaisut voidaan siis jakaa myös 1) tuotesuunnitteluun, 2) laitossuunnitteluun sekä 3) tuotantoratkaisuihin.

Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan yli 30 miljardin euron toimiala globaalisti. Globaalin markkinan koolla ei ole Etteplanille juuri merkitystä, vaan oleellista on Euroopan markkinan kehitys (erityisesti Suomi ja Ruotsi). Toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja arviomme mukaan alan kasvu ylittää pitkällä aikavälillä globaalin bkt:n kasvun. Jopa suunnittelupalveluiden kasvua merkittävämpää voi olla ulkoistamiskehitys, sillä suuri osa toiminnasta on asiakkaiden omassa organisaatiossa. Ulkoistuksien vaikutus Etteplanin kasvuun on ollut siis todella suuri ja uskomme sen olevan edelleen merkittävä positiivinen ajuri yhtiölle.

Vaikka suunnittelupalvelut on selvästi kasvua, kasvu ei tule olemaan tasaista vaan se vaihtelee investointihyödykkeiden kysyntätilanteen mukana. Näkemyksemme mukaan Suunnitteluratkaisut -segmentin kysynnän syklisyys on laskenut historialliselta tasoltaan, mistä segmentin iskunkestävyys koronapandemiassa oli osoitus.

Suunnitteluratkaisut ovat 52 % liikevaihdosta

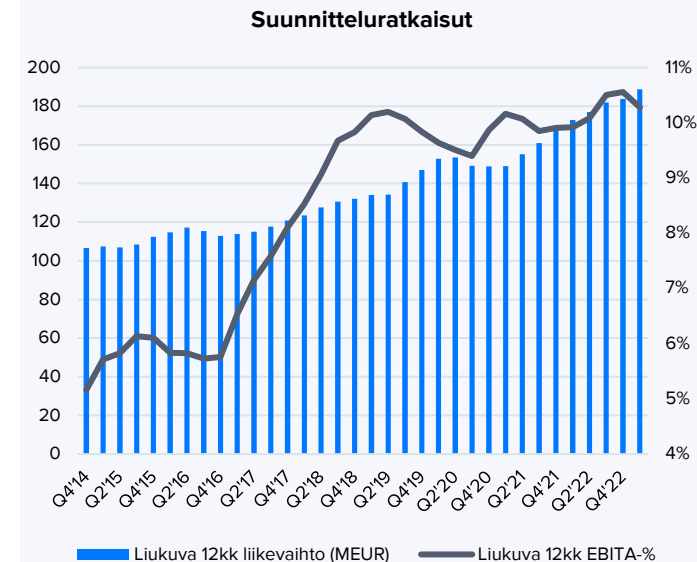
Suunnittelupalvelut ovat muodostaneet Etteplanin ytimen vuodesta 1983, jolloin yhtiö perustettiin. Liiketoiminta nojaa osavaan henkilöstöön ja resurssivuokraus on edelleen merkittävä osa liiketoimintaa. Vuonna 2022 palvelualueen liikevaihto oli 184 MEUR (+10 %), ja kyseessä oli selvästi suurin palvelualue noin 52 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta. Kannattavuus oli vuonna 2022 erinomainen, kun EBITA-marginaali oli peräti 10,6 %. Lähivuosina odotamme suunnitteluratkaisuiden osuuden pienentyvän hieman muiden palvelualueiden kasvaessa vauhdikkaammin. Kannattavuuden odotamme pysyvän suunnilleen vakaana, eikä siinä ole mielestämme merkittävää parantamisen varaa.

Etteplanin Suunnittelupalvelut kasvavat kohtuullisesti, ja takana on merkittäviä kasvuaureita. Näitä ovat muun muassa tuotteiden monimutkaisuuden kasvu, lyhentyneet elinkaaret sekä teollinen internet (IoT). Etteplanin kysynnästä karkeasti noin puolet liittyy tilaus/toimitus-prosesseihin ja puolet tuotekehitykseen. Näistä ensimmäinen on perinteisesti syklistä, kun taas tuotekehitystä laadukkaat yhtiöt jatkavat yleensä läpi taloussykliden kohtuullisen tasaisesti.



Esimerkkejä suunnitteluratkaisujen kasvuaureista

- Tuotteiden monimutkaisuuden kasvu sekä lyhentyneet elinkaaret
- Teollinen internet (IoT, Etteplanin yksi vahvuusalue)
- Vaatimukset ympäristöystävällisille tuotteille
- Väestön ikääntyminen ja kehittyvät markkinat, jotka muokkaavat tarpeita
- Asiakasyrityksien kasvava fokus omiin ydinliiketoimintoihin
- 3D-tulostimien kehitys (lisää tuotevariaatioita)



Palvelualueiden esittely 2/3

Suunnittelupalveluiden orgaaninen kasvu on ollut jo pitkään kohtuullisen hidasta, mutta kasvua on kiihdytetty yritysostoilla. Viimeiset pari vuotta kasvu on ollut vauhdikasta, mutta nyt kasvunäkymä on edellisvuosia vaisumpi haastavan markkinatilanteen myötä. Etteplan on arviomme mukaan pystynyt voittamaan markkinaosuutta palvelualueella keskipitkällä aikavälillä.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut: perusteet

Ohjelmisto- ja sulautetuilla ratkaisulla tarkoitetaan tuotekehityspalveluja sekä ohjelmisto- ja teknologiaratkaisuja, joilla koneita ja laitteita ohjataan ja jotka mahdollistavat niiden digitaalisen verkottumisen osaksi esineiden internetiä (IoT). Etteplan on panostanut merkittävästi myös pilvipalveluihin ja -sovelluksiin, mikä on tärkeä kasvualue sektorilla. Segmentillä onkin nykyään näkemysmme mukaan kolme pääaluetta: 1) sulautetut järjestelmät, 2) ohjelmistotestaus (merkittävä osa kehitysprosessia) sekä 3) pilviratkaisut ja sovellukset. Osaamisellaan Etteplan voi tukea asiakkaita uusien digitaalisten liiketoimintamahdollisuuksien hyödyntämistä.

Teollinen internet on nykyajan suuria murroksia. Mielestämme digitalisaation, IoT:n, pilviratkaisujen ja laitteiden ”älykkyyden” kasvaminen ovat vahvoja trendejä, jotka tulevat vaikuttamaan voimakkaasti myös suunnittelutoimialaan. Suurin haaste on ollut osaajien saaminen, missä Etteplan on onnistunut jopa yllättävän hyvin. Silti sektorin osaajista on pulaa, ja ne todennäköisesti rajoittavat kasvua. Vahva ja laaja osaaminen tällä alueella on mielestämme kilpailuetu Etteplanille, ja avaa mahdollisuuden ristiinmyynnille. Laajennetulla

palvelukonseptilla uskomme yhtiön pystyvän tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa erityisesti huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan kehittämisessä. IoT-osaamisen yhdistäminen tekniseen viestintään voi myös parantaa kilpailukykyä. Etteplan pyrkii jatkuvasti parantamaan palvelualueiden yhteistyötä, mutta haaste on usein asiakkaan puolella (eri ostajat osastojen keskittyessä eri kehitysalueisiin).

Etteplanin Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut - palvelualue on rakentunut pääosin yritysostoille. Näistä tuoreimpia ovat vuonna 2022 tehty Syncore- ja vuonna 2021 tehty TekPartner- ja Skyrise.tech-yritysostot. Aiemmin tehdyt Eatech ja Koodain (2018) olivat jatkoa Espotel ja Soikea Solutions (2016) yritysostoille, joiden lisäksi Etteplanilla oli jo pohjalla omaa osaamista. Nykyään Etteplan on jo suuri toimija esimerkiksi listattuihin it-palveluyhtiöihin verrattuna.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut ovat 27 % liikevaihdosta

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut on ollut osa Etteplania vuodesta 2016, jolloin sen nimi oli vielä Sulautetut järjestelmät ja IoT -palvelualue. Vuonna 2022 palvelualueen liikevaihto oli 95,9 MEUR (+20 %) eli se vastasi noin 27 % konsernin liikevaihdosta. Palvelualueen EBITA oli 9,2 MEUR (eli 9,6 % liikevaihdosta) vuonna 2022. Taso on varsin hyvä, mutta palvelualueella on mielestämme potentiaalia parempaan kannattavuuteen (EBITA-% arviolta noin 12 %). Alueella oli haasteita tiettyjen projektien resurssinhallinnan kanssa. Mielestämme palvelualueen merkitys on tulevaisuudessa nykyistä suurempi kasvunäkymän ollessa vahva.



Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut- alueen palveluesimerkkejä

Sulautetut järjestelmät

- Antenni-, RF- ja SI-suunnittelu
- Elektroniikka- ja sulautettujen ohjelmistojen suunnittelu
- EM-simulointipalvelut
- Kyberturvallisuuspalvelut

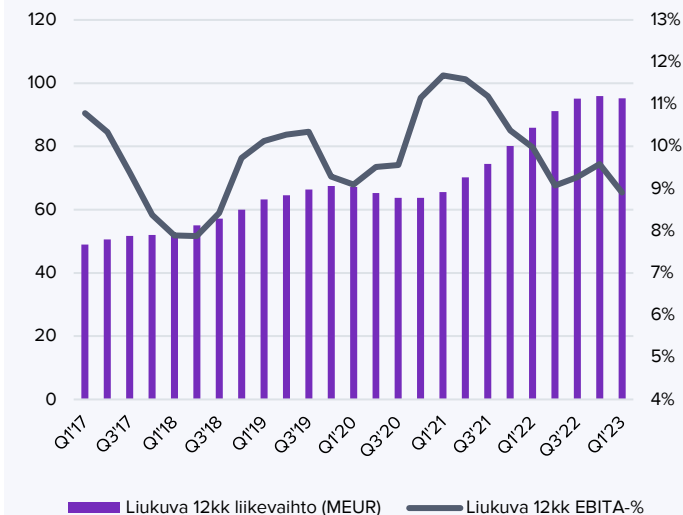
Ohjelmistokehitys ja -testaus

- Käyttäjäkokemus ja palvelumuotoilu
- Liiketoimintakriittiset ratkaisut, esimerkiksi Nesteen mobiilitankkaus-sovellus

Pilviratkaisut ja sovellukset

- Pilvipalveluiden suunnittelu, toteutus, konsultaatio ja auditointi
- Sovelluskehitys (mobiili-, web- ja työpöytä)

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut



Palvelualueiden esittely 3/3

Tekninen viestintä: perusteet

Teknisen viestinnän ratkaisuilla tarkoitetaan tuotteen teknisten ominaisuuksien viestintää tuotteen käyttäjille tarkoitetuiksi manuaaleiksi tai oppaiksi sekä tuotteen sisällön hallintaa ja jakelua sähköisessä tai painetussa muodossa. Nykyään alueen palveluihin kuuluu entistä enemmän interaktiiviset digitaaliset sisällöt ja digitaalisen informaation jakelujärjestelmät. Tekninen viestintä on yleensä teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolinen toiminto, jolla on silti keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja kunnossapito liiketoiminnan sujuvuuteen.

Tekninen viestintä on 20 % liikevaihdosta

Teknisen viestinnän ratkaisut on ollut jo pitkään merkittävä osa Etteplanin liiketoimintaa, ja historiassa palvelualue on kasvanut kannattavasti. Ennen koronaa ja koronan aikana alueen kasvu on ollut suhteellisen vaisua, mutta vuosina 2021-2022 alue palasi vahvaan kasvuun. Kasvu oli kuitenkin suurelta osin epäorganista ja vuonna 2022 sitä vauhditti erityisesti Cognitas-yrityskauppa. Palvelualue on Etteplanin pienin sen vastatessa noin 20 % liikevaihdosta vuonna 2022.

Vuonna 2022 palvelualueen liikevaihto oli 70 MEUR (+35%) ja EBITA-% oli noin 8,7 %. Kannattavuus oli palvelualueelle varsin heikko, ja sitä rasitti erityisesti Cognitasin kiinteähintaiset sopimukset, jotka aiheuttivat ongelmia kustannusinflaation myötä. Ongelmien pitäisi olla korjattavissa ja mielestämme palvelualueen kannattavuuspotentialiaali on yli 12 % (EBITA-%) hyvässä markkinatilanteessa. Kannattavuudessa on siis selvästi parantamisen varaa ja palvelualueella on myös merkittävä

kasvupotentiaali. Aiemman kasvun taustalla on erityisesti uudet asiakkuudet ja ulkoistukset, joita Etteplan voittaa vahvalla tarjonnallaan edelleen. Palvelualueen johdettujen palveluiden suuren osuuden (2022: 89 %) vuoksi palvelualue on melko vakaa ja normaalisti hyvin kannattava. Palvelumalli toimii alueella hyvin, koska tekninen viestintä on usein ”erillinen” toiminta asiakkaille ja siten ulkoistettavissa helposti.

Yhtiöllä on laadukas tarjonta teknisessä viestinnässä

Etteplan on Euroopan johtavia toimijoita teknisessä viestinnässä. Yhdessä suunnitteluosaamisen kanssa Etteplan pystyy tuottamaan tuotespesifikaatioista korkealaatuista teknistä viestintää. Pidämme yhtiön tarjontaa alueella erittäin kilpailukykyisenä ja laadukkaana, mikä tekeekin yhtiöstä kilpailukykyisen ulkoistuksissa myös selvästi suurempien liiketoimintojen kohdalla. Etteplan voi tehdä dokumentoinnin asiakasta tehokkaammin käyttäen siihen suunniteltuja työkaluja.

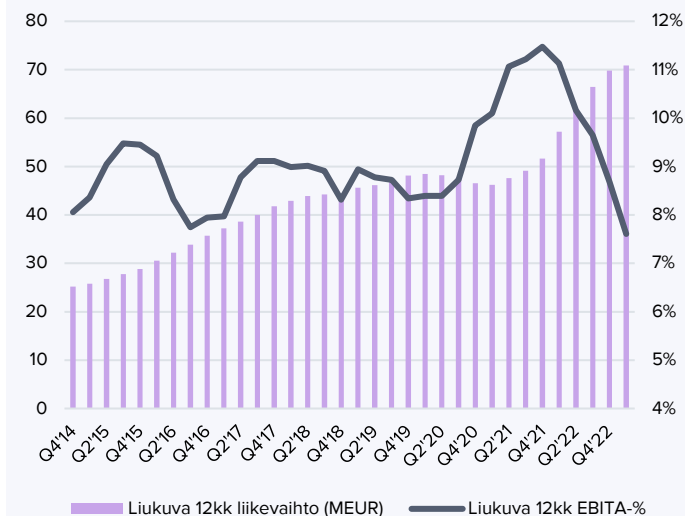
Tekninen viestintä -liiketoimintaan kuuluu myös ohjelmistoliiketoimintaa, mikä on nykyään jo suhteellisen merkittävä (kokoluokka ei tiedossa). Tähän liittyen Etteplan julkaisi lokakuussa 2019 ensimmäisen pilviratkaisunsa tekniseen viestintään. Etteplanin HyperSTE on englanniksi kirjoitetun teknisen sisällön tarkistustyökalu, joka on ohjelmistona skaalautuva SaaS-tuote. Ohjelmiston myynti ei käsityksemme mukaan ole edennyt toivotulla tavalla, mutta potentiaalia sillä on. Mikäli asiakkaat siirtyvät entistä enemmän SaaS-palvelun käyttäjiksi aiheuttaisi tämä siirtymää kertalisensseistä jatkuvaan kuukausilaskutukseen.



Teknisen viestinnän tarjontaa

- Koneiden ja laitteiden asennustiedot
- Kunnossapito- ja huoltotiedot
- Tuotetietojen hallinta
- Digitaalinen tuotetieto
- Lokalisointi ja kääntäminen
- Visualisointi
- Käyttäjä- ja operaattoritiedot
- Teknisen viestinnän ohjelmistot
- Tuotantolaitoksien dokumenttien hallinta

Teknisen dokumentoinnin ratkaisut



Kilpailutilanne eri alueilla

Suomessa Etteplanin asema on erittäin vahva

Suomessa Etteplan on arviomme mukaan selkeä markkinajohtaja. Suunnittelusegmentti on edelleen fragmentoitunut ja sektorilla toimii paljon pieniä, paikallisia yhtiöitä. Markkinaosuuksia on erittäin vaikea laskea luotettavasti, sillä yhtiöt ovat fokuoituneet eri sektoreihin eikä suunnittelumarkkina ole yhtenäinen kokonaisuus. Etteplanin markkina-asema on kuitenkin Suomessa erittäin hyvä ja se on henkilömäärältään (2022: 1988) suurin toimija omilla ydinalueillaan.

Pääkilpailijoita Suomen suunnittelumarkkinoilla ovat mielestämme Comatec, Elomatic Consulting sekä tietyillä alueilla Citec, joka kuuluu nykyään Cyient-konserniin. Lisäksi Ruotsista Suomen markkinoille on laajentunut yhtiötä, kuten AFRY (ent. ÅF / Pöyry) ja Rejlers. Suomen markkinoille tuli lisäksi ranskalainen suuryhtiö Alten yritysston kautta vuonna 2014. Lisäksi Etteplan tekee myös laitosuunnittelua, joissa vastaan tulevat myös esimerkiksi AFRY (aik. Pöyry) ja Sweco.

Ruotsissa Etteplan on edelleen haastaja

Ruotsissa Etteplan on noussut jo suurien toimijoiden joukkoon, mutta on menetyksestään huolimatta edelleen haastajan asemassa. Etteplanilla on henkilöstöä Ruotsissa arviolta noin 700. Tällä mittarilla yhtiö jää kauas sen suurimmista kilpailijoista, jotka ovat näkemysmme mukaan AFRY (ÅF Pöyry), Semcon, Sweco, Rejlers ja Prevas, jotka ovat listattuja yhtiöitä Tukholman pörssissä. Nämä yhtiöt muodostavat Etteplanille hyvän verrokkiryhmän tunnuslukujen vertailua ja osakkeen hinnoittelua ajatellen.

Ruotsissa Etteplanin ajama Managed Services-malli ei ole lyönyt samalla tavalla läpi kuin Suomessa, mutta kehitys on ollut selvästi positiivista. Samalla myös ruotsalaiset kilpailijat ovat alkaneet herätä tilanteeseen

ja esimerkiksi AFRY on ottanut käyttöön vastaavaa mallia. Ruotsin markkina on Suomea suurempi ja perinteisempi, mutta Etteplanin kannalta positiivista kehitystä toimialan dynamiikassa on nähtävissä. Keski-Euroopassa Etteplan on rakentamassa kasvupohjaa pääasiassa yritysostojen avulla.

Teknisen viestinnän ratkaisut

Teknisessä viestinnässä Etteplanin pääkilpailijoita ovat ruotsalainen Sigma Technology, Semcon ja yhdysvaltalainen Lionbridge. Sigma on tuotetiedon, ohjelmistojen ja sulautettujen järjestelmien tuottamiseen erikoistunut yhtiö. Danir AB:n omistamalla Sigmalla on noin 5000 työntekijää. Semconin Product Information -segmentti on selkeä kilpailija alueella, joskin Semcon on enemmän keskittynyt mm. autoteollisuuteen. Lionbridge on suuri Yhdysvalloissa listattu yritys, mutta sen liiketoiminnan fokus on mielestämme enemmän kääntämisessä ja informaation lokalisoinnissa kuin laadukkaan sisällön luonnissa. Arviomme mukaan Etteplanin ratkaisut ovat hyvin kilpailukykyisiä suhteessa muiden tarjontaan.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut-palvelualueella kilpailukenttä on vaikeammin hahmotettava, sillä alalla toimii periaatteessa paljon it-palveluyhtiöitä (kuten listatuista Tietoevry, Vincit, Gofore ja osittain Siili) ja kuumalle sektorille on paljon uusia tulokkaita. Jos ajatellaan Espotelin teknologista osaamista, yhtiö kilpaili varsin suoraan Bittiumin kanssa tietyillä alueilla. Suoria kilpailijoita on kuitenkin vaikea määrittellä, koska toimiala on sirpaloitunut erilaisiin teknologioihin ja niiden sovelluskohteisiin. Yhtiöiden keskittymisalueet vaihtelevat paljon, mutta yli 800 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on myös hyvän kokoinen it-palveluyhtiö.



Yleistietoa toimialasta ja kilpailusta

- Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan yli 30 miljardin euron toimiala globaalisti.
- Teollisen suunnittelun kasvunäkymät ovat hyvät, koska tuotteiden monimutkaisuus lisääntyy ja niiden määrä kasvaa lisäten siten myös suunnittelun tarvetta.
- Ala on voimakkaasti konsolidoituva, koska suuremmat yhtiöt pystyvät vastaamaan paremmin monesti globaalien asiakkaiden tarpeisiin.
- Etteplan on markkinajohtaja toimialallaan Suomessa ja sen asiakaskuntaan kuuluu valtaosa Helsingin pörssin konepajoista. Ruotsissa yhtiö on edelleen haastajan asemassa suuryhtiöiden rinnalla, mutta pystynyt kuitenkin viimeaikoina vahvistamaan asemiaan.
- Keski-Euroopassa yhtiö on rakennusvaiheessa (pl. Teknisen viestinnän ratkaisut).
- Kiinan kasvava suunnittelupalvelumarkkina antaa Etteplanille merkittävää potentiaalia.
- Intialaiset yhtiöt ovat myös kasvattaneet globaalia läsnäoloaan markkinalla, mikä voi jatkossa muuttaa kilpailuasetelmaa.



Etteplan ja it-palveluyhtiöt

- Noin 800 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on myös keskikokoinen IT-palveluyhtiö.
- Selkein kilpailija Helsingin pörssin listatuista it-palveluyhtiöistä on Vincit, jolla on hieman samankaltainen suuntautuminen (mm. liiketoiminnan murros ja digitalisaatio).
- Vincitillä oli 2022 lopussa 803 työntekijää.

Pääkilpailijat eri alueilla

Yhtiö	Suhde Etteplaniin	Markkina-arvo	Liikevaihto (2022)	EBITDA (2022)	EBITDA-% (2022)	Työntekijöiden määrä
Comatec	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~45 (2022)	Ei tietoa	Ei tietoa	~600
Elomatic	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~79 (2021)	Ei tietoa	Ei tietoa	>1080
Citec	Tietyillä alueilla merkittävä Suomessa	Ei listattu	79,7 (2021)	14,9 (2021)	18,7% (2021)	~1000
AFRY	Ruotsin suurimpia, Suomessa merkittävä	1890	2115	233	11,0%	~19000
Semcon	Merkittävä Ruotsissa	Ei listattu*	154 (2021)	16,5 (2021)	10,7% (2021)	2045
Prevas	Oleellinen Ruotsissa	167	119	17,3	14,6%	882
Sweco	Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen	4057	2185	237	10,8%	~18500
Rejlers	Merkittävä Ruotsissa ja Suomessa	296	317	32	10,0%	2773
Alten	Keski-Eurooppa, mutta myös Suomi & Ruotsi	5046	3783	406	10,7%	54180
Bertrandt	Oleellinen toimija Keski-Euroopassa	502	1009	70	7,0%	13179

Lähde: Inderes, CapitalIQ (06.03.2023). Listaamattomissa lähteenä yhtiöiden kotisivut. Luvut miljoonia euroja.

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

Lähde: Inderes

X = sektori kuuluu yhtiölle tärkeisiin alueisiin (X) = yhtiö on aktiivinen sektorilla

* Etteplan teki yhtiöstä ostotarjouksen vuonna 2022, mutta korkeamman tarjouksen jälkeen Semcon jatkaa osana Ratos-konsernia.

Taloudellinen tilanne

Taseen avainluvut ovat hyvässä kunnossa

Etteplanin taseen perinteiset tunnusluvut ovat hyvässä kunnossa. Vuoden 2022 lopussa omavaraisuusaste oli 38,2 % ja nettovelkaantumisaste 66,8 %, mitkä ovat yhtiölle hyviä tasoja. Yhtiö on käyttänyt velkavipua pitkään ja on hyvä huomata, että lukuja nostaa jonkin verran IFRS16-standardin mukaan tuomat vuokravastuut. Nämä eivät ole varsinaisia korollisia velkoja, minkä takia rahoituslaitokset yleensä katsovat niiden yli. Esimerkiksi ilman IFRS16-vaikutuksia vastaava omavaraisuusaste olisi arviolta 41 %. Yhtiön oma tavoite omavaraisuusasteelle on yli 30 % (virallisilla luvuilla), mihin puskuria on selvästi. Tavoite indikoi mielestämme selvästi Etteplanin halun käyttää merkittävää velkavipua kasvutarinassaan oman pääoman tuoton tukemiseksi.

Mielestämme 30 %:n omavaraisuusaste olisi yhtiölle kriisitilanteessa ongelmallinen taso, mutta Ingrman Group pääomistajana antanee yhtiölle luottoa siitä, ettei rahoitusongelmia tule tiukassakaan paikassa. Pääomistaja Ingman Group tuo myös mahdollisuuksia erikoistilanteissa, kuten esimerkiksi Semconin ostotarjouksen yhteydessä, kun se tarjosi siltarahoitusta kauppaa varten ennen suunniteltua osakeantia. Vahvan pääomistajan tuki antaa yhtiölle mahdollisuuden käyttää normaalia enemmän velkavipua, mikä on ollut erittäin hyvin kannattavaa erityisesti alhaisien korkojen aikakautena.

Veloista merkittävä osa on tyypillisesti lyhytaikaista

Etteplanin likvidit varat olivat vuoden 2022 lopussa 19,6 MEUR, minkä lisäksi käyttämättömiä luottolimiittejä oli 12,6 MEUR. Likviditeettitilanne oli siis hyvä, vaikka yhtiö teki lukuisia yritysostot viime vuoden aikana. Etteplanilla oli 2022 lopussa 69,0

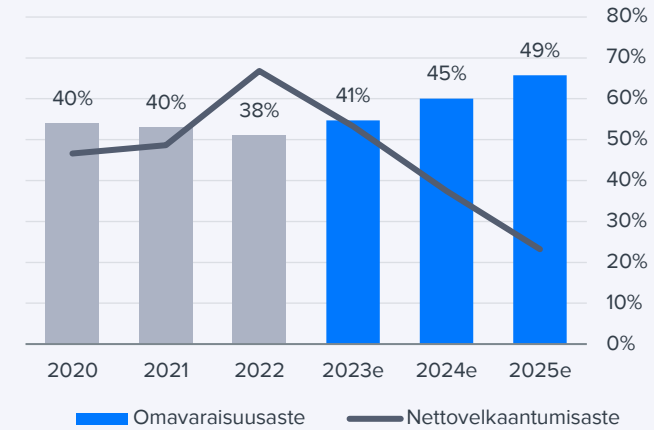
MEUR korollista velkaa (ilman vuokraveloja), josta 21,1 MEUR oli lyhytaikaista velkaa. Yhtiö on aiemminkin suosinut lyhytaikaista velkaa, eikä tilanne siten herätä huolia. Teoriassa maksettavaksi tuleva lainaus on suurempi kuin yhtiön likvidit varat, mutta Etteplan pystyy normaalissa markkinatilanteessa helposti uudelleenrahoittamaan velkansa. Poikkeustilanteessa ongelmia voisi teoriassa kuitenkin tulla.

Suuri määrä liikearvoa on taseen suurin riski

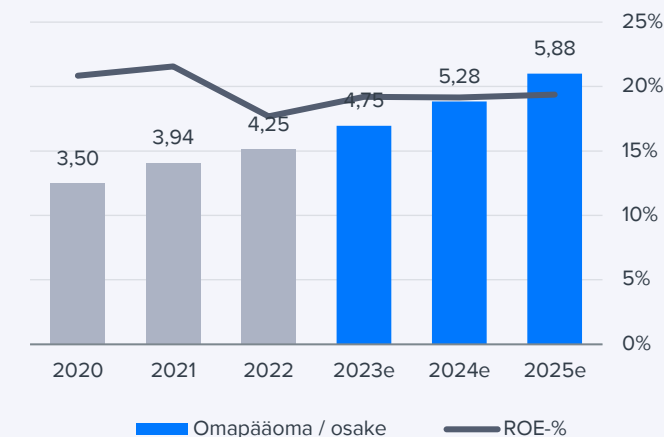
Etteplanin taserakenne, jota avaamme seuraavalla sivulla graafisessa muodossa, on normaali yritysostoja tekeväälle asiantuntijapalveluyhtiölle. Yhtiö käyttää suhteellisen paljon velkavipua, mutta yhtiöllä on myös vahvat kassavirrat. Merkittävänä taseriskinä näemme ainoastaan erittäin suuren liikearvon (2022: 105,4 MEUR), jota jatkuvat yritysostot ovat kerryttäneet. Toimialalle liikearvon kertyminen on luonnollista osaamisen ollessa aineetonta omaisuutta. Lisäksi yritysostoista syntyy myös poistettavaa aineetonta omaisuutta, minkä takia Etteplanin poistot ovat merkittäviä ja EBITA-tunnuksen käyttö perusteltua.

Valtaosa yritysostoista on onnistunut hyvin, mutta esimerkiksi Cognitas-yritysosto ja epäonnistunut Semcon-hanke muistuttavat kuitenkin yritysostoihin liittyvistä riskeistä. Mahdolliset alaskirjaukset vaatisivat kuitenkin merkittävästi pidempiaikaisia ongelmia. Mahdollisessa kriisitilanteessa taseen merkittävä liikearvo ja velkavipu olisi huolestuttava yhdistelmä, mutta Etteplan on kuitenkin osoittanut useasti pystyvänsä ylläpitämään hyvää kannattavuutta myös hankalammassa markkinatilanteessa. Yleisesti Etteplanin taloudellinen tilanne on mielestämme tällä hetkellä erittäin hyvä ja taserakenne on perusteltu yhtiölle, jolla on taustalla vahva pääomistaja ja merkittävä fokus omistaja-arvon luonnissa.

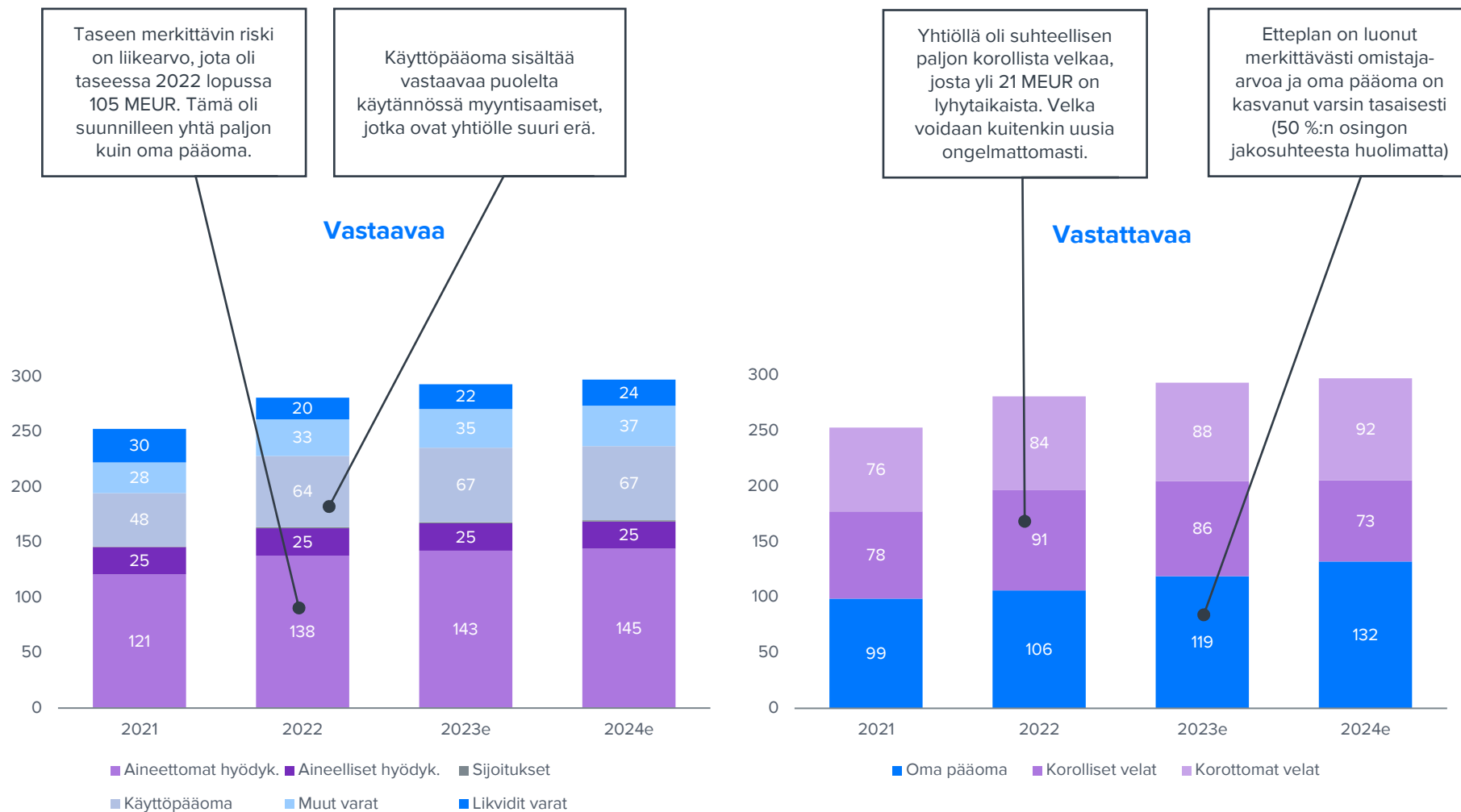
Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taserakenne ja sen tärkeimmät erät



Ennusteet 1/4

Vahva tulokasvuhistoria

Etteplanin liikevaihto on kasvanut vuosien 2000-2022 välillä keskimäärin 12,4 % vuodessa. Kasvu tyssäsi koronapandemian takia vuonna 2020, mutta vuosina 2021-2022 kasvu oli jälleen yli 15 % vuosittain. Kasvun taustalla on sekä orgaaninen kasvu että useat erikokoiset yritysostot, joita yhtiö on tehnyt paljon.

Kasvu on ollut myös hyvin kannattavaa, mikä osoittaa Etteplanin strategian ja liiketoimintamallin toiminnan. Kannattavuus pysyi nousutrendillä vuodesta 2009 käytännössä aina koronavuoteen 2020, jolloin Etteplan saavutti ensimmäisen kerran 10 %:n EBITA-marginaalitavoitteen. Tämän jälkeen kannattavuus on pysynyt vakaana suunnilleen tällä tasolla (2022: 9,7 %). Pitkäaikaisen parannuksen taustalla ovat mielestämme muun muassa Johdetut palvelut (Managed Services) -liiketoimintamallin läpilyönti ja osuuden kasvaminen, merkittävä mittakaavan muutos liiketoiminnassa, hiljalleen edennyt rakennemuutos korkeamman kannattavuuspotentiaalisiin liiketoimintoihin (kuten ohjelmistot ja teknisen viestinnän ratkaisut) sekä yhtiön toiminnan yleinen tehostuminen. Nyt taso on erittäin korkea.

Vuosien varrella Etteplan on muuttunut perinteisistä suunnitteluratkaisuista huomattavasti laajempaan kokonaisuuteen. Vuonna 2022 Suunnitteluratkaisut olivat 52 % liikevaihdosta, Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut olivat 27 % ja Teknisen viestinnän ratkaisut olivat 20 %. Näkemyksemme mukaan Suunnitteluratkaisujen kannattavuuspotentiaali on noin 10 %:n EBITA-marginaalitasolla, kun taas jälkimmäisten potentiaali on arviomme mukaan yli 12 %:n tasolla. Vuonna 2022 Suunnitteluratkaisujen EBITA-% oli 10,6 %, Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut 9,6 % ja Teknisen viestinnän ratkaisut vain 8,7 %. Näkemyksemme mukaan Suunnitteluratkaisut on siis

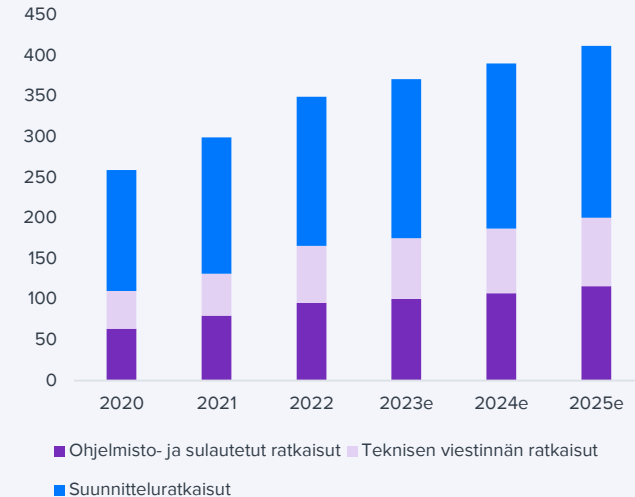
jopa ylisuorittanut viime vuosina, mutta muut segmentit jäivät vuonna 2022 selvästi potentiaalistaan. Parantamisen varaa siis on.

Vuosi on käynnistynyt epävarmassa ympäristössä

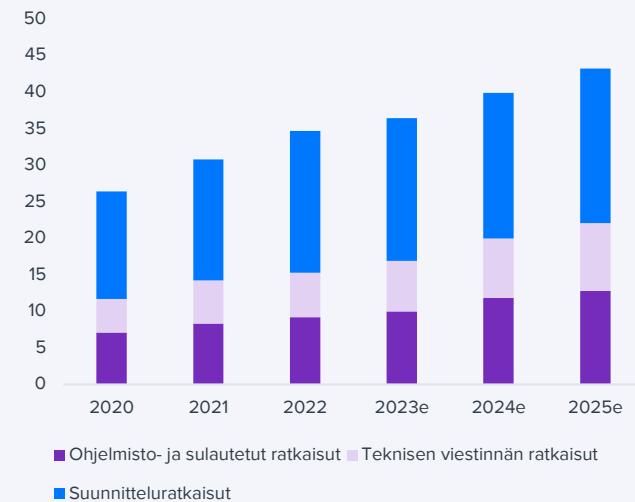
Etteplanin kysyntään vaikuttaa keskeisimmin globaali kone- ja metalliteollisuuden kehitys, jossa epävarmuus on korkealla toistaiseksi kohtuullisen hyvästä kysyntäkehityksestä huolimatta. Epävarmuudesta huolimatta Etteplanin asiakkaiden tilauskannat ovat keskimäärin hyvällä tasolla, eikä äkkipysähdystä ole näköpiirissä. Silti Q1-raportissa näkyi tiettyjä heikkouden merkkejä, eikä kaikkien asiakkaiden tilauskirjat paisuneet enää viime vuoden tahtiin. Korkea inflaatio sekä sen takia nousseet korot painavat investointihalukkuutta ja kysyntää joillain toimialoilla, mutta toisaalta esimerkiksi puolustusvälineiteollisuuden, energiatehokkuuden ja vihreän siirtymän kiihdyttämiseen liittyvät investoinnit ovat edelleen kasvussa.

Etteplan odotti tilinpäätöksen yhteydessä yleisen kysyntätilanteen olevan ”kohtuullisen hyvä” koko vuoden 2023 ajan, ja toisti viestin pääpiirteissään myös Q1-raportissa. Paikoittain markkinakysyntä on kuitenkin heikentynyt, ja metsä-, sellu- ja paperiteollisuuden sekä ICT-toimialan kysyntänäkymät olivat Q1-raportissa muuttuneet kohtuulliselle tasolle, kun ne vielä tilinpäätöksen yhteydessä oli hyvällä tasolla. Negatiivinen muutos on ollut selkein Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut -alueelle, jossa kysyntätilanne heikkeni ja liikevaihto laski Q1:llä 3 %. Pitkästä aikaa tällä segmentillä on osajien sijaan pulaa projekteista, kun erityisesti järjestelmä- ja tuotekehitysinvestointeja käynnistyy asiakkaiden varovaisuuden takia aiempaa hitaammin. Muilla palvelualueilla kysyntätilanne oli Q1:llä edelleen hyvällä tasolla, vaikka vaihteli toki sektoreittain.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



EBITA-tuloksen kehitys (MEUR)



Ennusteet 2/4

Tuloskasvu hidastuu, mutta jatkuu vuonna 2023

Etteplan toisti Q1-raportissa odotetusti ohjeistuksensa, jossa yhtiö arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan 360-390 MEUR (2022: 350 MEUR) ja liikevoiton (EBIT) olevan 28-33 MEUR (2022: 28,6 MEUR). On hyvä huomata, että yhtiö ohjeistaa raportoitua liikevoittoa. Tätä rasitti Q1:llä poikkeukselliset kulut, joiden takia yhtiö on nyt liikevoiton osalta perässä vertailukautta noin 1,4 MEUR. Tämä tarkoittaa tulosparannuspainetta loppuvuodelle, mitä vaikeuttaa arviomme mukaan maltillisesti heikkenevä markkinakysyntä. Tämä voi painaa orgaanista kasvua, eikä yhtiön aiemmat yritysostot anna enää suurta tukea epäorgaaniseen kasvuun. Viime aikoina Etteplan ei ole ollut myöskään erityisen aktiivinen yritysostoissa, mikä voi johtua myyjien haluttomuudesta laskea hintatasoa, vaikka markkinatilanne on muuttunut (korkojen nousu). Yhtiö on myös ollut suhteellisen varovainen rekrytointien suhteen, mikä heijastelee epävarmaa näkymää.

Suhteellisen lievistä vastatuuleista huolimatta odotamme yhtiön yltävän ohjeistushaarukkaan, vaikka tilanne voisi tulla muuttua vastatuulen kiihtyessä. Ennustamme vuoden 2023 liikevaihdon olevan noin 373 MEUR ja raportoidun liikevoiton noin 30,6 MEUR, jotka ovat suhteellisen lähellä haarukan keskipistettä. Odottamamme 6,4 %:n liikevaihdon kasvu on Etteplanin mittakaavassa maltillista, mutta tarkoittaa kuitenkin markkinaosuuksien voittamista. Kasvua tukee näkemyksemme mukaan hinnankorotukset, jotka ovat merkittäviä sekä Suomessa (ilmeisesti 3,5 % + 1,0 %) että muualla Euroopassa (Saksa ja Hollanti yli 5 %). Suomessa Etteplan kirjasi Q1:lle noin 1 MEUR:n kertaluontoisen ”korotuksen” liittojen neuvotteluiden tuloksena, joten tämä kustannus on jo sisässä eikä rasita enää loppuvuotta.

Liikevoittomarginaalin odotamme olevan käytännössä

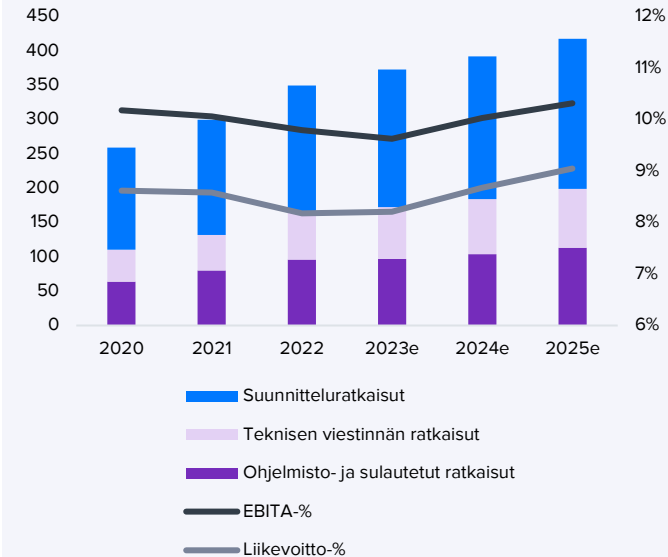
viime vuoden tasolla (2022: 8,2 %), mikä vaatii hinnankorotuksissa onnistumista ja kohtuullista kysyntätilannetta. Relevantimpi mittari operatiiviselle kannattavuudelle on mielestämme kertaeristä oikaistua EBITA-%, jonka arviomme olevan erittäin hyvä 9,9 % (2022: 10,0 %). Tuloslaskelman alemmilla riveillä kehitys tulee olemaan positiivista korkojen noususta huolimatta, koska viime vuonna rahoituskuluja (2022: 6,2 MEUR) paisutti epäonnistuneeseen Semcon-yritysostoon liittynyt SEK/EUR-suojauskulu. Arvioimme rahoituskulujen olevan noin 2,7 MEUR vuonna 2023, mikä tarkoittaisi alle 4 %:n keskikorkoa.

Odotamme vuoden 2023 osakekohtaisen tuloksen olevan noin 1,07 €, mikä tarkoittaisi pientä heikennystä vuodesta 2022 (1,10 € poikkeuksellisten rahoituskulujen oikaisuilla). Huomautamme, että näistä luvuista olemme nyt oikaisseet kertaerien lisäksi myös yrityshankintojen käyvän arvon arvostusten poistot. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen arviomme olevan tänä vuonna noin 0,87 euroa (2022: 0,73 €).

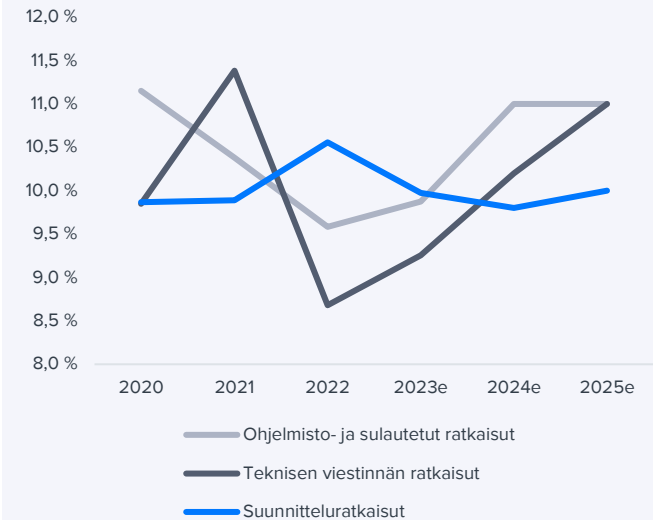
Vuoteen 2024 näkyvyys vielä rajallinen

Näkyvyys ensi vuoteen on heikko globaalien talouskehitykseen liittyvän epävarmuuden ollessa poikkeuksellisen korkea. Oletamme ennusteissamme talouskasvun olevan ensi vuonna kituliasta ja markkinatilanteen olevan samankaltainen kuin vuonna 2023, mutta parantuvan hiljalleen korkohuipun mennessä ohi ja investointien jälleen piristytessä. Sekä erittäin heikkoja että hyviä skenaarioita on nyt suhteellisen helppo piirtää, joten ennusteisiin liittyy poikkeuksellisen paljon epävarmuutta. Odotamme Etteplanin orgaanisen kasvun olevan 2024 edelleen yhtiön mittakaavassa hidasta, mutta piristyvän hieman tästä vuodesta. Yleisesti Etteplan pystyy kohtuullisen vaikeassakin markkinatilanteessa kasvamaan voittamalla markkinaosuuksia.

Liikevaihdon kehitys (M€) ja kannattavuus (%)



EBITA-marginaalin kehitys (%)



Ennusteet 3/4

Lähtökohtaisesti yhtiö tulee jatkamaan yritysostoja, mutta niitä meidän on hankala lisätä ennusteisiimme mallinnuksen hankaluuden takia. Tätä kautta ennakoimme Etteplanin liikevaihdon kasvavan vain reilut 5 % myös vuonna 2024, mikä on hidaskasvu yhtiön historiaan peilaten. Markkinakehitykseen liittyy kuitenkin niin paljon epävarmuutta, että tiettyä turvamarginaalia on mielestämme hyvä olla. Ennustamme Etteplanin vuoden 2024 liikevaihdon olevan noin 392 MEUR.

Odotamme Etteplanin kannattavuuden olevan ensi vuonna samankaltainen kuin vuonna 2023, mutta emme odota poikkeuksellisen erien toistuvan ensi vuonna. Oikaistuissa luvuissa tämä ei toki näy, joten oikaistun EBITA-marginaalin arvioimme olevan käytännössä ennallaan 10,0 %:n tasolle (2023e: 9,9 %) perustuen yhtiön tehokkuuteen ja kykyyn optimoida henkilöstön käyttöastetta. Segmenttitasolla odotamme kannattavuuden laskevan lähivuosina hieman Suunnitteluratkaisuissa, mutta vastaavasti elpyvän selvästi Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut- sekä Teknisen viestinnän ratkaisut-segmenteissä. Epävarmuustekijöitäkin tietysti on paljon. Palkkainflaatio voi painaa kannattavuutta erityisesti heikkenevässä kysyntätilanteessa, jossa kilpailu kiristyy ja yhtiön hinnoitteluvoima olisi normaalia heikompi.

Keskipitkän aikavälin ennusteet ovat skenaarioita

Vuoteen 2025 näkyvyys on toistaiseksi olematon, mutta yleisesti talous- ja kysyntätilanteen voitaneen olettaa palanneen normaaliin. Olemme tehneet omat keskipitkän aikavälin ennusteemme oletuksella, jossa Etteplanin markkina kasvaa suunnilleen ennusteiden mukaisesti noin 3-5 %:n vuositahtia. Odotamme Etteplanin liikevaihdon kasvun olevan 5-7%, mikä on ennusteissamme orgaanista. Todellisuudessa kasvun

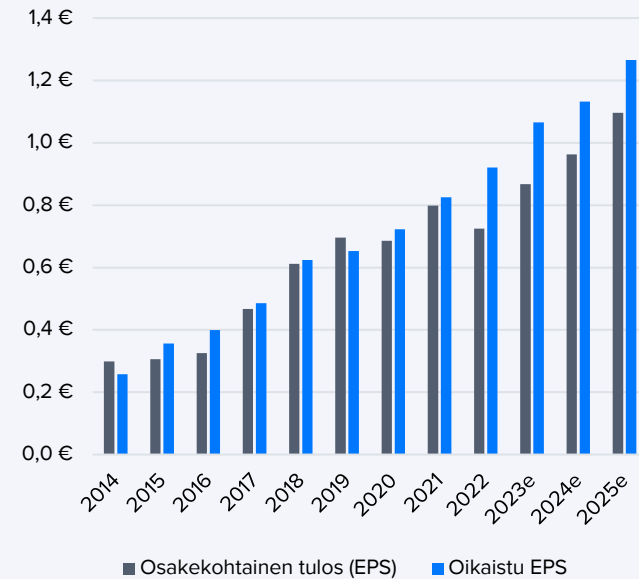
voidaan olettaa olevan selvästi nopeampaa yhtiön jatkaessa yritysostoja. Tämä veisi Etteplanin liikevaihdon yli 400 MEUR:n rajapyykin vuonna 2025 (ennuste 417 MEUR). Yhtiön tavoitteena on yli 500 MEUR:n liikevaihto jo vuonna 2024, joten ennusteemme ovat kaukana tästä. Haastavan mutta sinänsä mahdollisen kasvutavoitteen saavuttaminen vaatisi lähivuosina merkittäviä yritysostoja.

Etteplanin kannattavuuden odotamme pysyvän erittäin vahvalla tasolla ja niukasti yli 10 %:n EBITA-tavoitteen. Vuoden 2025 ennusteemme pohjautuvat noin 10,3 %:n EBITA-marginaaliin. Pieni kannattavuusparannus on mielestämme perusteltu jo rakenteellisista syistä, koska korkeamman kannattavuuspotentiaalin omaavat Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut- sekä Teknisen viestinnän ratkaisut-segmentit kasvavat ennusteissamme (7-9 %) Suunnitteluratkaisuja (4-6 %) nopeammin. Arvioimme mukaan Etteplanin pystyvän ylläpitämään erittäin vahvaa kannattavuutta varsin kivuttomasti ilman vahvasti kasvuhakuisia panostuksia sekä yritysostoja. Näitä on kuitenkin todennäköisesti edessä lähivuosina, jolloin dynamiikka voi muuttua merkittävästi. Kokonaisuudessaan pidämme keskipitkän aikavälin ennusteita neutraalina skenaariona.

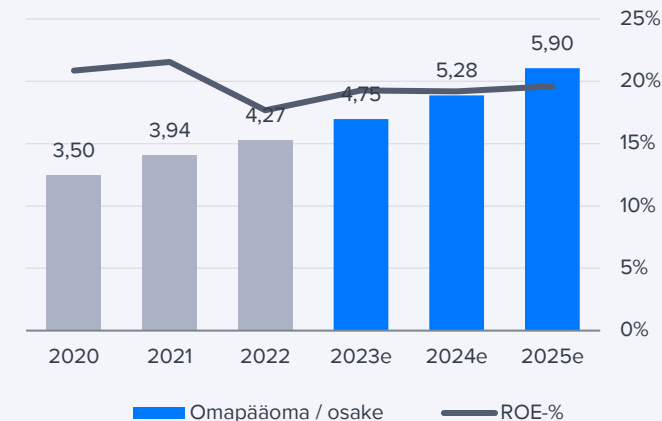
Tuloskasvuvauhti hiipuu tulosvivun mukana

Etteplan on siinä mielessä oman menestyksensä vanki, että tulevaisuuden tuloskasvuennusteita painaa merkittävästi jo erittäin hyvä kannattavuus. Näkemyksemme mukaan historiallisen hyvältä tasolta (2022 oik. EBITA 10,0 % eli yhtiön tavoitetasolla) on haastavaa parantaa, vaikka nyt heikkoja kohtia onkin paikkailtavissa. Lisäksi odotamme yhtiön jatkavan voimakkaita kasvupanostuksia erityisesti Keski-Euroopassa, mikä vaikeuttaa tehtävää. Samalla yhtiö kuitenkin kasvattaa pitkän aikavälin potentiaaliaan.

Tuloskasvu hidastuu ilman tulosvipua



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 4/4

Kun kannattavuus ei tarjoa tulosvipua liikevaihdon kasvulle, ennustamme vuosien 2022-202 EPS-kasvun olevan ”vain” noin 6 % (CAGR-%, pohjalukuna vuoden 2022 oikaistu EPS). Liikevaihdon arvioimme kasvavan jaksolla käytännössä samalla tasolla. Vaikka operatiivisesti kannattavuus paranee aavistuksen ennusteissamme, osa tulosparannuksesta kuluu nouseviin rahoituskustannuksiin. Ennustamme tuloskasvutaso ei ole yleisesti huono, mutta Etteplanin vastaava lukema oli esimerkiksi 2015-2021 noin 17 %. Vastaavaa tasoa on kuitenkin erittäin vaikea saavuttaa ilman merkittävää kannattavuusparannusta (2015 EBITA: 6,8 %).

Oman pääoman tuoton (ROE-%) odotamme olevan tulevina vuosina yli 19 %:n, mutta tässäkin odotamme tiettyä normalisoitumista (2017-2021 keskiarvo yli 22 %). Yritysoistoilla liikevaihdon (tulos)kasvua tullaan kiihdyttämään, mutta historian kaltaista tulosvipua ei ole tarjolla, ellei Etteplan keksi uusia keinoja nostaa kannattavuutta. Tämän takia tuloskasvunopeus hidastunee, vaikka yhtiö tulee kiihdyttämään (tulos)kasvua yritysostoilla suhteessa ennusteisiimme.

Laadukas omistaja-arvon luoja

Etteplan on hyvä omistaja-arvon luoja ja yhtiöllä on vahvat näytöt kannattavasta kasvusta, minkä takia yhtiölle on helppo ennustaa positiivisia asioita myös tulevaisuudessa. Yhtiö on näkemyksemme mukaan edelläkävijä toimialallaan, yhtiön johdetut palvelut - liiketoimintamalli on perinteistä merkittävästi parempi, yhtiö on tehnyt järkeviä investointeja ohjelmisto- ja IoT-osaamiseen, yhtiöllä on hyvin toimiva Kiinan offshoring- mahdollisuus (ja kasvumahdollisuus maan sisämarkkinalla), vahvat referenssit ja hyvä maine toimialalla. Näin ollen yhtiö kasvaneen markkinaa nopeammin. Yhtiöllä on lisäksi erittäin hyvä historia omistaja-arvon luonnista sekä yritysostoista, jotka ovat onnistuneet pääosin erittäin hyvin. Pidämme yhtiötä yleisesti laadukkaana ja hyvin johdettuna. Yhdessä nämä tekijät antavat erittäin hyvät edellytykset tuloskasvulle myös tulevaisuudessa.

Ennusteissa yksi rakenteellinen muutos

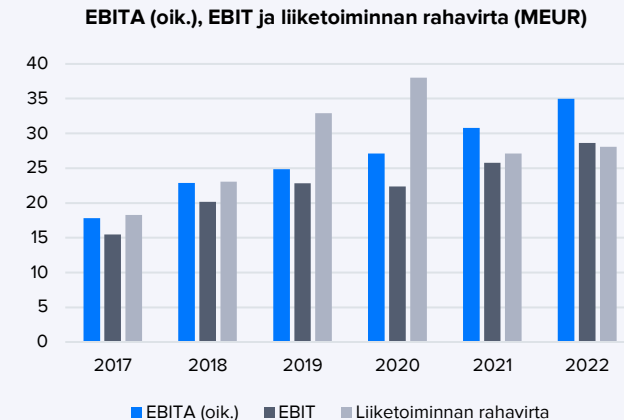
Teimme ennusteisiimme pieniä tarkennuksia Q1-raportin pohjalta, mutta käytännössä muutokset eivät olleet oleellisia. Muutokset olivat muutamia

prosentteja, mikä menee erittäin hyvin ennusteiden virhemarginaalin piiriin.

Olemme kuitenkin muuttaneet tulosoikaisuihin liittyvää menettelyä, minkä takia oikaistut tulosennusteemme nousivat merkittävästi (katso taulukko alla). Olemme nyt oikaisseet tuloksista kertaluontoisten erien lisäksi myös yrityshankintojen käyvän arvon arvostusten poistot, jotka painavat Etteplanin raportoituja tuloslukuja mutteivat vaikuta rahavirtaan. Käytännössä tämä tarkoittaa, että aiempi oikaistu liikevoitto on nyt oikaistu EBITA. Näkemyksemme mukaan muutos tekee Etteplanin operatiivisen tuloskehityksen seurannasta helpompaa, tuo seurattavia lukuja lähemmäs yhtiön omaa raportointia (korostaa EBITA) ja tekee yhtiön luvuista paremmin vertailukelpoisia (Inderesillä käytäntö vastaavissa). Lisäksi tämä helpottaa segmenttiennusteiden mallinnusta, ja olemmekin lisänneet yhtiön palvelualueet nyt virallisiksi segmenteiksi analyysissämme. Negatiivisella puolella vertailu kansainvälisesti vaikeutuu osin ja muutosvaiheessa sekaannukset ovat mahdollisia.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	368	373	1 %	388	392	1 %	409	417	2 %
Käyttökate	51,8	51,2	-1 %	55,5	55,9	1 %	59,2	60,1	1 %
EBITA (ilman kertaeriä)	30,6	36,8	20 %	33,6	39,3	17 %	37,0	43,0	16 %
Liikevoitto	30,6	30,6	0 %	33,6	34,0	1 %	37,0	37,7	2 %
Tulos ennen veroja	28,0	27,8	-1 %	30,6	30,9	1 %	34,5	35,2	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,87	1,07	22 %	0,95	1,13	19 %	1,07	1,27	18 %
Osakekohtainen osinko	0,44	0,43	-1 %	0,48	0,48	1 %	0,54	0,55	2 %

Lähde: Inderes

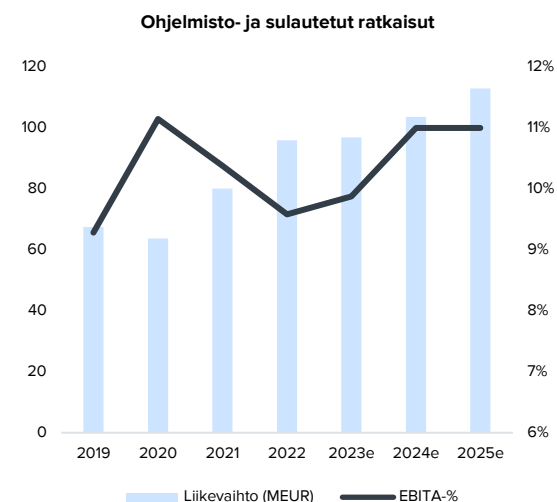
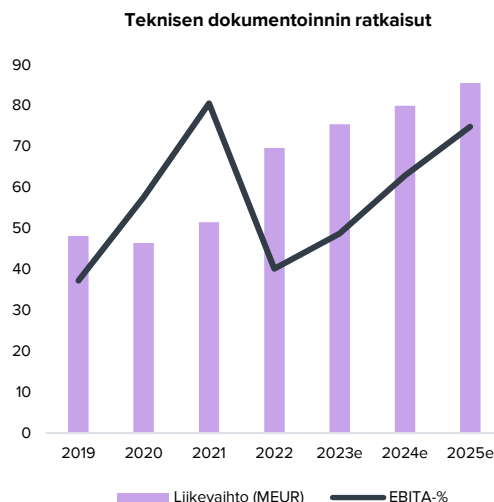
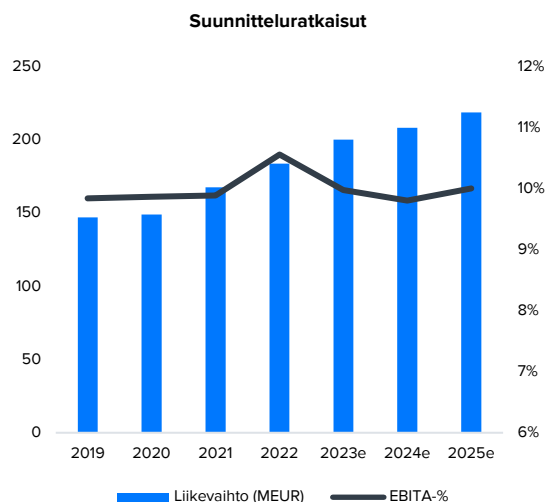


Palvelualueiden ennusteet

Suunnitteluratkaisut	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto (MEUR)	41,4	42,0	36,9	47,1	46,7	46,2	41,9	48,9	51,7	50,4	45,2	52,8	147,0	148,9	167,4	183,7	200,1	208,1	218,5
Liikevaihdon kasvu-%	0,2 %	17,0 %	19,0 %	16,0 %	12,8 %	10,0 %	13,4 %	3,8 %	10,7 %	9,0 %	8,0 %	8,0 %	11,3 %	1,3 %	12,5 %	9,7 %	8,9 %	4,0 %	5,0 %
EBITA	4,4	4,2	3,0	5,0	4,9	4,9	4,3	5,3	4,9	5,3	4,3	5,4	14,5	14,7	16,6	19,4	20,0	20,4	21,9
EBITA-%	10,6 %	9,9 %	8,2 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,3 %	10,8 %	9,5 %	10,5 %	9,5 %	10,3 %	9,8 %	9,9 %	9,9 %	10,6 %	10,0 %	9,8 %	10,0 %
Managed Services-osuus (%)	63 %	63 %	64 %	64 %	62 %	63 %	66 %	65 %	64 %	65 %	65 %	65 %	55 %	59 %	64 %	64 %	65 %	66 %	67 %

Teknisen viestinnän ratkaisut	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto (MEUR)	12,5	13,0	11,8	14,3	18,1	17,7	16,3	17,7	19,2	19,3	17,6	19,5	48,2	46,5	51,7	69,8	75,6	80,1	85,7
Liikevaihdon kasvu-%	-2,3 %	11,8 %	15,1 %	20,8 %	44,3 %	36,4 %	38,8 %	23,3 %	6,0 %	9,0 %	8,0 %	10,0 %	8,8 %	-3,5 %	11,0 %	35,2 %	8,2 %	6,0 %	7,0 %
EBITA	1,4	1,6	1,2	1,7	1,8	1,5	1,3	1,4	1,2	1,7	1,8	2,3	4,1	4,6	5,9	6,1	7,0	8,2	9,4
EBITA-%	11,0 %	12,5 %	10,2 %	12,0 %	10,1 %	8,7 %	8,1 %	7,7 %	6,0 %	9,0 %	10,0 %	12,0 %	8,5 %	9,8 %	11,4 %	8,7 %	9,3 %	10,2 %	11,0 %
Managed Services-osuus (%)	82 %	82 %	83 %	82 %	86 %	88 %	91 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	79 %	80 %	82 %	89 %	89 %	90 %	91 %

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto (MEUR)	18,8	19,9	18,1	23,4	24,6	25,1	22,0	24,2	23,9	25,1	22,4	25,4	67,5	63,7	80,1	95,9	96,8	103,6	112,9
Liikevaihdon kasvu-%	10,9 %	30,3 %	30,9 %	32,2 %	30,8 %	26,5 %	21,4 %	3,7 %	-3,0 %	0,0 %	2,0 %	5,0 %	12,4 %	-5,6 %	25,8 %	19,7 %	0,9 %	7,0 %	9,0 %
EBITA	2,1	2,2	1,6	2,4	2,3	1,9	2,2	2,8	1,6	2,6	2,2	3,1	6,3	7,1	8,3	9,2	9,6	11,4	12,4
EBITA-%	11,1 %	10,9 %	9,1 %	10,3 %	9,5 %	7,4 %	9,9 %	11,6 %	6,8 %	10,5 %	10,0 %	12,0 %	9,3 %	11,1 %	10,4 %	9,6 %	9,9 %	11,0 %	11,0 %
Managed Services-osuus (%)	51 %	50 %	49 %	47 %	52 %	51 %	53 %	52 %	53 %	53 %	53 %	54 %	58 %	51 %	49 %	50 %	53 %	54 %	55 %



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	300	89,6	89,3	80,3	91,0	350	95,0	94,8	85,3	97,7	373	392	417	446
Suunnitteluratkaisut	167	46,7	46,2	41,9	48,9	184	51,7	50,4	45,2	52,8	200	208	219	232
Ohjelmistot- ja sulautetut ratkaisut	80,1	24,6	25,1	22,0	24,2	95,9	23,9	25,1	22,4	25,4	96,8	104	113	123
Teknisen viestinnän ratkaisut	51,7	18,1	17,7	16,3	17,7	69,8	19,2	19,3	17,6	19,5	76	80	86	92
Muut / Konserni	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	43,7	12,6	11,8	10,9	13,4	48,6	11,0	13,5	12,1	14,6	51,2	55,9	60,1	64,1
Poistot ja arvonalennukset	-18,0	-4,9	-5,0	-5,1	-5,0	-20,0	-4,7	-5,3	-5,3	-5,3	-20,6	-21,9	-22,3	-23,2
EBITA (ilman kertaeriä)	30,8	9,2	8,5	7,8	9,4	35,0	8,5	9,5	8,1	10,7	36,8	39,3	43,0	46,1
Liikevoitto	25,8	7,6	6,8	5,8	8,4	28,6	6,3	8,2	6,8	9,3	30,6	34,0	37,7	40,8
Suunnitteluratkaisut	16,6	4,9	4,9	4,3	5,3	19,4	4,9	5,3	4,3	5,4	20,0	20,4	21,9	23,2
Ohjelmistot- ja sulautetut ratkaisut	8,3	2,3	1,9	2,2	2,8	9,2	1,6	2,6	2,2	3,1	9,6	11,4	12,4	13,5
Teknisen viestinnän ratkaisut	5,9	1,8	1,5	1,3	1,4	6,1	1,2	1,7	1,8	2,3	7,0	8,2	9,4	10,1
Muut / Konserni	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,3	0,8	-0,2	-0,2	-0,2	0,3	-0,7	-0,7	-0,7
PPA-poistot ja kertaluontoiset erät	-5,0	-1,6	-1,7	-2,1	-1,0	-6,3	-2,2	-1,3	-1,3	-1,3	-6,2	-5,3	-5,3	-5,3
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,3	0,0	-6,2	0,4	-6,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-3,1	-2,5	-2,0
Tulos ennen veroja	24,9	7,3	6,8	-0,5	8,8	22,4	5,6	7,5	6,1	8,6	27,8	30,9	35,2	38,8
Verot	-4,8	-1,5	-1,2	-0,2	-1,4	-4,2	-1,2	-1,7	-1,4	-1,9	-6,1	-6,8	-7,7	-8,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	20,0	5,8	5,6	-0,7	7,4	18,2	4,3	5,9	4,8	6,7	21,7	24,1	27,4	30,3
EPS (oikaistu)	0,96	0,28	0,28	0,20	0,33	1,09	0,24	0,28	0,23	0,31	1,07	1,13	1,27	1,38
EPS (raportoitu)	0,80	0,23	0,22	-0,03	0,30	0,72	0,17	0,23	0,19	0,27	0,87	0,96	1,10	1,21

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	15,6 %	22,8 %	18,9 %	20,1 %	6,8 %	16,7 %	6,0 %	6,2 %	6,2 %	7,3 %	6,4 %	5,1 %	6,5 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,7 %	19,8 %	3,5 %	33,4 %	4,3 %	13,5 %	-7,8 %	11,9 %	4,1 %	13,0 %	5,3 %	6,8 %	9,5 %	7,2 %
Käyttökate-%	14,6 %	14,0 %	13,2 %	13,5 %	14,8 %	13,9 %	11,5 %	14,2 %	14,2 %	15,0 %	13,7 %	14,3 %	14,4 %	14,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,3 %	10,3 %	9,5 %	9,7 %	10,4 %	10,0 %	8,9 %	10,0 %	9,5 %	10,9 %	9,9 %	10,0 %	10,3 %	10,3 %
Nettotulos-%	6,7 %	6,5 %	6,3 %	-0,8 %	8,1 %	5,2 %	4,6 %	6,2 %	5,6 %	6,9 %	5,8 %	6,2 %	6,6 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvostuksen perusteet

Hinnoittelimme Etteplania ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita vertailemme myös relevantin verrokkiryhmän kanssa. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITA- ja P/E-kertoimia sekä pienemmällä painolla muita kertoimia sekä osinkotuottoa ja osingon kasvua.

Oikaisumuutoksien jälkeen oikaistu liikevoitto (EBIT) on käytännössä oikaistu EBITA, kun olemme oikaisseet myös yritysostojen käyvän arvon poistot. Samalla oikaistu P/E-luku kuvastaa myös tätä. Muutos on merkittävä kertoimissa, mutta käytännössä tapahtuu vain taulukoissa ja kommunikoinnissa. Olemme aiemminkin pyrkineet soveltamaan EBITA-kerroin muiden rinnalla ja toisaalta tasapainottaneet kokonaisuuvaa EV/EBITDA-kertoimella, jossa kaikki poistot on eliminoitu (käyttökate pohjalla). Rahavirtoihin muutos ei luonnollisesti vaikuta, ja DCF-laskelma on luonnollisesti myös oleellinen osa arvonmääritystä.

Etteplan on historiassa todistanut strategiansa toimivuuden sekä kykynsä luoda omistaja-arvoa yritysostoilla. Yhtiö on myös pystynyt parantamaan omaa sijoitusprofiiliaan sekä vahvistamaan asemaansa toimialalla. Arviomme mukaan Etteplan tulee olemaan toimialan voittajien joukossa myös tulevaisuudessa, mutta yhtiön osakkeen riskiprofiili on kuitenkin korkeampi mitä toimialan jäteillä.

Arvostuskertoimet ovat kohtuullisia, mutta eivät houkuttele nykyisessä ympäristössä

Etteplanin vuoden 2023e oikaistu P/E on 15x, mitä voidaan mielestämme pitää suhteellisen neutraalina yhtiölle. Ensi vuoden ennusteillamme P/E on noin 14x, mikä on suunnilleen yhtiön historiallisen arvostuksen

tasolla. Nyt etukenoa on kuitenkin vuosi normaalia enemmän ja korkoympäristö on merkittävästi koholla, mikä luonnollisesti kasvattaa arvostukseen liittyviä riskejä. Yhtiön vakuuttava arvonluonti myös läpi haastavien aikojen toki tukee arvostuksen nousutrendiä, mutta muutokset rahoitusmarkkinoiden ympäristössä mielestämme kumoavat tätä tehokkaasti.

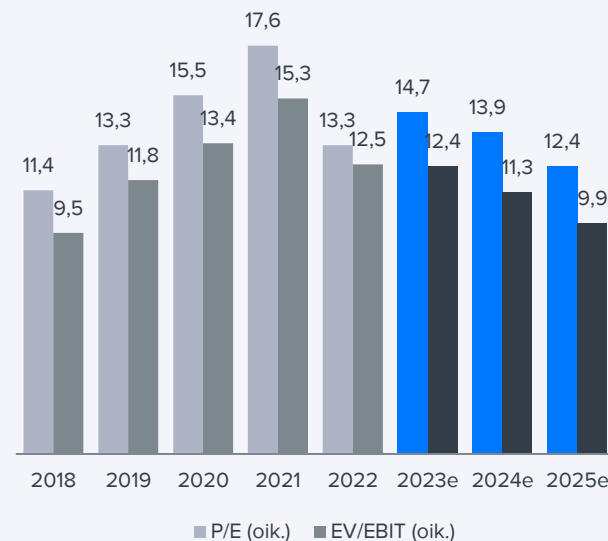
EV/EBITA-kertoimet ovat noin 12x kuluvalle vuodelle ja noin 11x ensi vuodelle. Nämä ovat mielestämme myös suhteellisen neutraaleja, mutta historiaan nähden korkeahkoja. Vaikka historiaan peilaaminen on osin pettävää Etteplanin kehityttyä jatkuvasti paremmaksi yhtiöksi, on samalla tuloskasvuajuri menettänyt voimaansa. Emme näe arvostuskertoimissa nousuvaraa varsinkaan nykyisessä markkinaympäristössä, jossa epävarmuus on selvästi koholla. Negatiivisessa skenaarioissa sekä tulosennusteet että arvostuskertoimet voisivat pettää, mutta tätä riskiä pidämme tällä hetkellä maltillisena. Silti osakkeen riski/tuotto-suhteeseen vaikuttaa mielestämme negatiivisesti se, että erittäin vahvan kehityksen jälkeen näemme enemmän riskejä alapäin kuin mahdollisuuksia parantaa edelleen.

Etteplan pyrkii osinkopolitiikkansa mukaan maksamaan osinkoa 35-60 % osakekohtaisesta tuloksesta ja meidän ennusteemme odottavat yhtiön osingonjakosuhteen olevan noin 50 % tulevina vuosina. Tämä tarkoittaisi lähivuosina noin 3 %:n osinkotuottoa, joka on toki selkeä tuki, muttei kuitenkaan varsinainen ajuri osakkeelle. Myös osingon kasvu hidastuu arviomme mukaan tuloskasvun velkavivun käytön vähennyttyä.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	393	393	393
Yritysarvo (EV)	457	443	428
P/E (oik.)	14,7	13,9	12,4
P/E	18,1	16,3	14,3
P/Kassavirta	21,1	14,5	13,6
P/B	3,3	3,0	2,7
P/S	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	8,9	7,9	7,1
EV/EBIT (oik.)	12,4	11,3	9,9
Osinko/tulos (%)	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Keskeiset arvostuskertoimet



Arvonmääritys 2/3

Suhteellinen arvostus tukisi korkeampaakin tavoitehintaa

Etteplanille on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pääasiassa ruotsalaisten listattujen ansiosta. Lisäksi Suomesta verrokkiryhmässä ovat Sitowise, Solwers ja osittainen kilpailija Vincit. Lisäksi olemme täydentäneet verrokkiryhmää muutamilla eurooppalaisella suuryhtiöllä kuten Alten ja Bertrandt. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä myös toimialan pienempiä haastajia kuten Ework, joka pyrkii luomaan alustamaista toimintamallia konsultointiin. Sen sijaan Staffline on perinteisempi rekrytointi- ja henkilöstövuokrausyhtiö. Jälkimmäisien vaikutuksen Etteplanin hyväksyttävään arvostukseen näemme hyvin pienenä, mutta yhtiöt tarjoavat tiettyä perspektiiviä yleiseen arvostuskuvaan. Verrokkiryhmä on esitetty kokonaisuudessaan raportin liitteissä.

Etteplan on historiassa hinnoiteltu alennuksella verrokkiryhmään, mikä ei ole enää perusteltua. Etteplan on todistanut olevansa toimialan edelläkävijä ja viimeisen kymmenen vuoden (tulos)kasvuluvut ovat verrokkiryhmän keskimääräistä kehitystä parempia. Toisaalta preemiohinnoittelua on mielestämme vaikea perustella, koska verrokkiryhmässä on myös merkittävästi suurempia, vakaampia ja riskiprofiililtaan houkuttelevampia yhtiöitä. Etteplanin hyväksyttävää arvostusta painaa myös osakkeen heikko likviditeetti, mikä taas johtuu pienestä määrästä vapaasti vaihdettavia osakkeita. Pääomistaja Ingman Group omistaa yhtiöstä noin 66 % ja toiseksi suurin omistaja Fincorp omistaa yli 10 %. Näin ollen noin 76 % osakekannasta on pitkälti lukittuna. Pidämme Ingmania Etteplanille erinomaisena omistajana, mutta likviditeettiin omistusosuus vaikuttaa negatiivisesti.

Verrokkiryhmä antaa Etteplanin arvostukselle hyvän

kehikon, mutta emme seuraa sokeasti ryhmän indikoimaa arvostusta. Emme halua ulkoistaa omaa ajattelua hyväksyttävästä arvostuksesta markkinoille ja verrokkien konsensusennusteille.

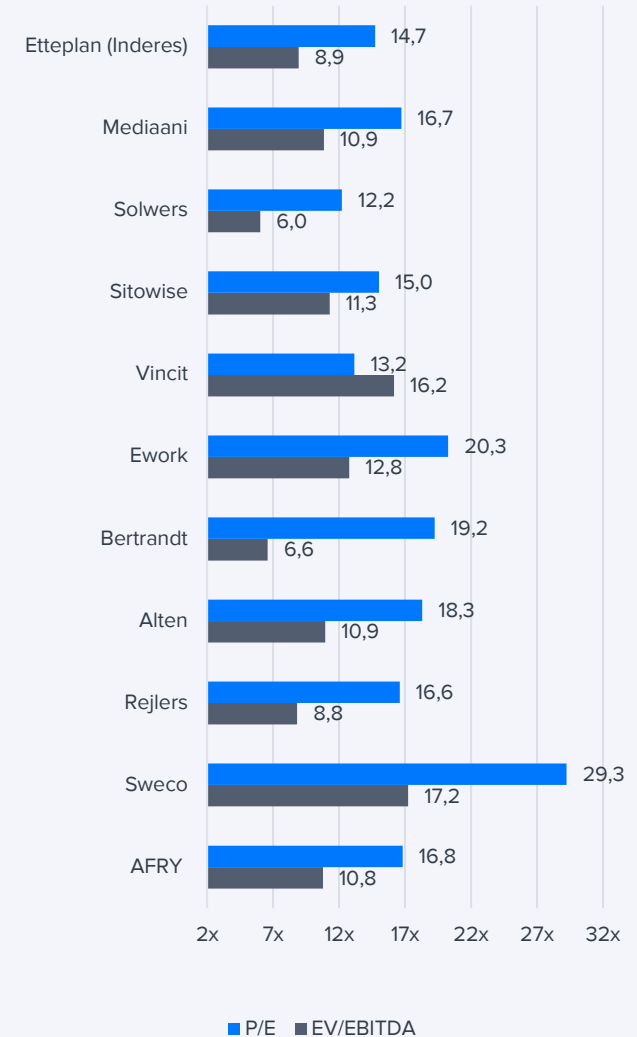
Verrokkiryhmän 2023e mediaani P/E on tällä hetkellä noin 17x ja EV/EBITDA noin 11x, mitkä ovat noin 15 % korkeampia kuin Etteplanin kertoimet. Vertailua hankaloittaa oikaisu, joiden yhdenmukaisuutta on vaikea arvioida. Etteplanin raportoitu 2023e P/E on 18x, mikä olisi jo verrokkien yläpuolella. EV/EBITDA-kertoimeen oikaisu ei vaikuta toisaalta, minkä takia se on nyt ehkä paras luku vertailuun. Mielestämme Etteplan on tällä hetkellä verrokkeihin nähden jonkin verran aliarvostettu, mitä emme pidä perusteltuna. Toisin sanoen suhteellinen arvostus tukisi Etteplanille korkeampaakin tavoitehintaa, mutta pidämme sektorin keskimääräistä arvostusta yllättävän korkeana huomioiden nykyinen epävarma markkinatilanne.

Kassavirtalaskelma indikoisi korkeampaa arvoa

Annamme arvonnäilyksessämme rahavirtamallille (DCF) kohtuullisen painoarvon, mutta laskelma on herkkä pienillekin muutoksille mm. terminaali-jakson oletuksissa. Se toimii kuitenkin hyvänä tukena muulle arvonnäilykselle ja lisäksi sen pohjalta voi arvioida oletuksia, joille nykyinen osakekurssi pohjautuu. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on nyt noin 16,3 euroa, mikä on lähellä tavoitehintaamme.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaali-jaksolla 3,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali on yhtiölle erittäin hyvä 8,5 % (2018-2022 keskiarvo on sama). Terminaalin pitäisi kuvastaa kannattavuutta syklien yli, minkä takia ikuisuusoletuksena taso on varsin korkea. Uusia yritysostoja ennusteemme eivät sisällä.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e)



Arvonmääritys 3/3

Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen eli 61 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 8,5 % ja oman pääoman kustannus on 9,4 %, mitkä ovat mielestämme yhtiölle nykytilanteessa neutraaleja. Riskitön korko on 2,5 %, markkinoiden riskipreemio 4,75 %, likviditeetti-preemio 0,75 % ja fundamenttipohjainen beta 1,3. Riskitön korko on todellisuudessa korkeampi, mutta kokonaisuuden kannalta oleellista on mielestämme se, että WACC ja oman pääoman kustannus ovat järkeviä pitkällä aikavälillä. Tämä mielestämme toteutuu tällä hetkellä pitkien korkojen indikoitessa alemmaa tasoa. Koko DCF-laskelma on esitetty liitetiedoissa.

Pitkän tähtäimen tarina on houkutteleva

Pidämme Etteplania vahvana sijoitustarinana pitkällä aikavälillä, koska yhtiö on näkemyksemme mukaan selkeä edelläkävijä toimialallaan. Yhtiön johdetut palvelut (MS) -liiketoimintamalli on perinteistä merkittävästi parempi ja todisteet tästä ovat näkyvässä yhtiö vahvassa kannattavassa kasvussa. Yhtiöllä on toimiva Kiinan offshoring-mahdollisuus (ja mahdollisuus kasvaa Kiinan sisämarkkinalla), near shoring -optio Puolassa, vahvat referenssit ja hyvä maine toimialalla. Lisäksi Etteplan on tehnyt järkeviä investointeja ohjelmistoihin sekä IoT- ja pilviratkaisuihin liittyvään osaamiseen, ja pystynyt kehittämään itseään oikeasuuntaisesti vastatakseen tulevaisuuden haasteisiin. Etteplan kuuluu jo Suomen suurimpiin ohjelmisto-osaajiin.

Yhtiöllä on lisäksi erittäin hyvä track-record omistaja-arvon luonnista sekä yritysostoista, jotka ovat onnistuneet valtaosin erittäin hyvin. Toki viime aikoina haasteita on kuitenkin ollut, esimerkiksi epäonnistunut Semcon- hanke ja Cognitas -yritysoston heikko

suoriutuminen ainakin toistaiseksi. Pidämme Etteplania yleisesti laadukkaana ja hyvin johdettuna yhtiönä, joka jatkaa omistaja-arvon luomista myös tulevaisuudessa.

Tavoitehinta ja suositus

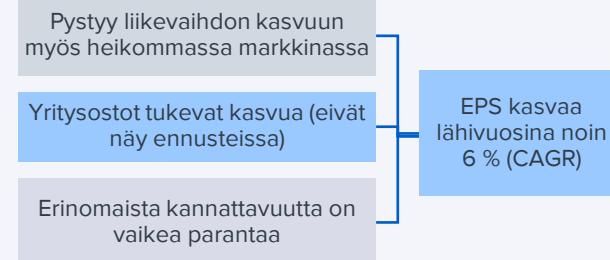
Olemme nostaneet Etteplanin tavoitehinnan 16,0 euroon (aik. 14,0 €). Suurin syy tässä on, että edelleen korkeasta toimintaympäristöön liittyvästä epävarmuudesta huolimatta Etteplanin näkymä vaikuttaa kokonaisuudessaan varsin lupaavalta. Pelot talouden syväkyykystä ovat lieventyneet merkittävästi taloudellisen aktiiviteetin pysyttyä kohtuullisena monista haasteista huolimatta, ja toisaalta Etteplanin positio on varsin hyvä myös nousevilla aloilla. Etteplan pystyy tehokkaalla toiminnallaan luomaan arvoa melkein missä tahansa markkinatilanteessa.

Vaikka yhtiö on mielestämme vahva arvonluoja, nykyisellä arvostuksella tuotto-odotus jää arviomme mukaan ohueksi ja riski/tuotto-suhde on sitä kautta epätyytyttävä. Näin ollen toistamme Etteplanille vähennä-suosituksen tavoitehinnan nostosta huolimatta. Mielestämme arvostuksessa on liikaa etukenoa, jotta ostot olisivat perusteltuja. Yleisesti sektori on tällä hetkellä yllättävän kovassa suosiossa sijoittajien keskuudessa ainakin verrokkien korkeiden arvostustasojen perusteella. Vaikka romahdusta ei ole edessä, markkinatilanne on jo paikoin heikentynyt ja sitä kautta sektorin arvostus vaikuttaa korkealta. Korkeat odotukset johtavat usein pettymyksiin, minkä takia pysymme tarkkailuasemissa. Merkittävää laskuvaraa emme osakkeessa näe, koska arvostus on kohtuullinen, likviditeetti on rajallinen ja yhtiö käynnisti myös omien osakkeiden ostot (osana kannustinohjelmaa).

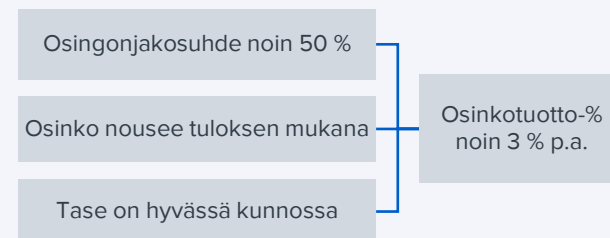
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

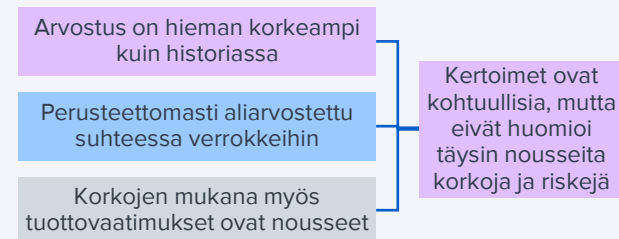
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

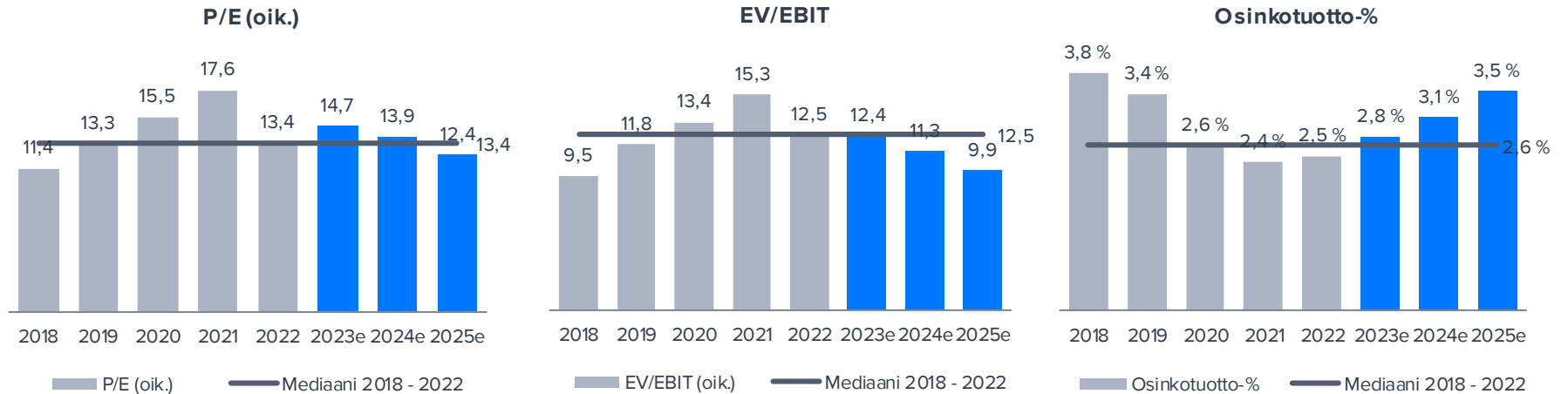


Osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme epätyytyttäväksi suhteessa riskeihin

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,94	10,2	13,0	16,9	14,6	15,7	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	25,0	25,0	24,9	25,1	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	198	253	322	424	366	393	393	393	393
Yritysarvo (EV)	218	294	363	472	437	457	443	428	413
P/E (oik.)	11,4	13,3	15,5	17,6	13,4	14,7	13,9	12,4	11,4
P/E	13,0	14,6	18,9	21,1	20,1	18,1	16,3	14,3	13,0
P/Kassavirta	49,0	neg.	42,4	>100	neg.	21,1	14,5	13,6	13,1
P/B	2,9	3,3	3,7	4,3	3,4	3,3	3,0	2,7	2,4
P/S	0,8	1,0	1,2	1,4	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,9	1,1	1,4	1,6	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,4	7,8	9,0	10,8	9,0	8,9	7,9	7,1	6,5
EV/EBIT (oik.)	9,5	11,8	13,4	15,3	12,5	12,4	11,3	9,9	9,0
Osinko/tulos (%)	49,0 %	50,3 %	49,5 %	50,1 %	49,7 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	3,4 %	2,6 %	2,4 %	2,5 %	2,8 %	3,1 %	3,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes

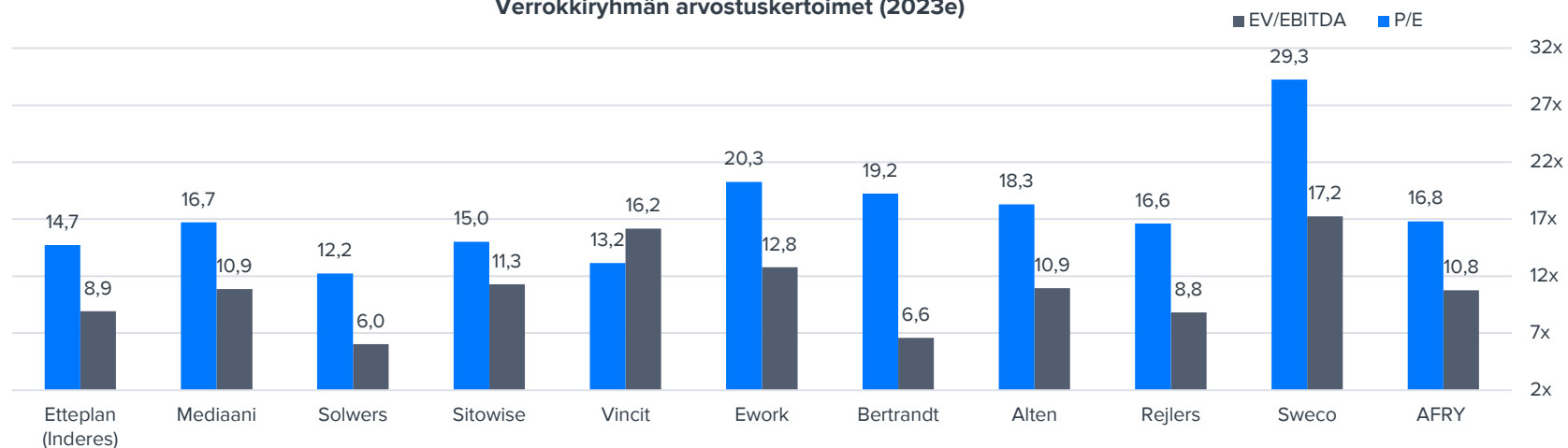


Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
AFRY	1895	2319	16,5	17,1	10,8	8,8	16,8	14,7	3,1	3,3	1,9
Sweco	4157	4476	23,5	20,2	17,2	15,5	29,3	24,8	1,9	2,2	5,0
Rejlers	274	308	14,6	13,2	8,8	8,1	16,6	15,6	2,6	2,8	2,3
Alten	5428	5248	13,3	12,4	10,9	10,3	18,3	17,0	0,9	1,0	3,2
Bertrandt	474	643	13,9	10,9	6,6	5,6	19,2	14,0	2,1	2,8	1,2
Ework	235	240	14,4	13,6	12,8	11,5	20,3	17,4	3,6	4,9	10,5
Vincit	69	58	11,3	7,0	16,2	6,5	13,2	11,0	3,6	3,7	1,8
Staffline	75	71	5,3	6,1	3,7	4,1	8,8	12,3			
Sitowise	182	268	15,4	13,2	11,3	8,2	15,0	14,0	2,0	2,7	1,3
Solwers	42	49	9,7	10,5	6,0	6,4	12,2	16,6	1,7	1,9	1,2
Etteplan (Inderes)	393	457	12,4	11,3	8,9	7,9	14,7	13,9	2,8	3,1	3,3
Keskiarvo			13,8	12,4	10,4	8,5	17,0	15,7	2,4	2,8	3,1
Mediaani			14,1	12,8	10,9	8,2	16,7	15,1	2,1	2,8	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-12 %	-12 %	-18 %	-3 %	-12 %	-8 %	30 %	9 %	76 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

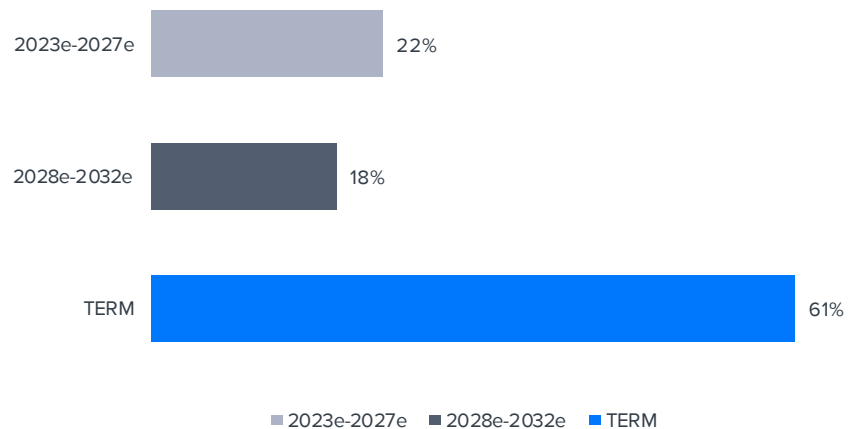
Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e)



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,7 %	6,4 %	5,1 %	6,5 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	8,2 %	8,2 %	8,7 %	9,0 %	9,1 %	9,0 %	8,8 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	28,6	30,6	34,0	37,7	40,8	42,2	43,3	43,5	45,3	47,1	48,5	
+ Kokonaispoistot	20,0	20,6	21,9	22,3	23,2	24,9	26,1	27,4	28,5	29,7	29,4	
- Maksetut verot	-1,8	-6,1	-6,8	-7,7	-8,5	-8,9	-9,3	-9,3	-9,7	-10,2	-10,5	
- verot rahoituskuluista	-1,2	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-16,9	-0,9	2,4	2,5	2,8	-1,1	-1,1	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	28,8	43,6	50,9	54,2	57,9	56,7	58,8	60,4	62,9	65,4	66,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-40,0	-24,9	-23,7	-25,4	-27,9	-28,4	-29,9	-30,6	-31,8	-30,3	-32,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,1	18,6	27,1	28,8	29,9	28,3	28,9	29,9	31,1	35,1	34,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,1	18,6	27,1	28,8	29,9	28,3	28,9	29,9	31,1	35,1	34,5	648
Diskontattu vapaa kassavirta		17,7	23,8	23,3	22,3	19,4	18,3	17,4	16,7	17,4	15,7	296
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		487	470	446	423	400	381	363	345	329	311	296
Velaton arvo DCF		487										
- Korolliset velat		-90,6										
+ Rahavarat		19,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-9,0										
Oman pääoman arvo DCF		407										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,3										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	259,7	300,1	350,2	372,7	391,8	EPS (raportoitu)	0,69	0,80	0,72	0,87	0,96
Käyttökate	40,4	43,7	48,6	51,2	55,9	EPS (oikaistu)	0,84	0,96	1,09	1,07	1,13
Liikevoitto	22,4	25,8	28,6	30,6	34,0	Operat. kassavirta / osake	1,50	1,16	1,15	1,74	2,03
Voitto ennen veroja	21,1	24,9	22,4	27,8	30,9	Vapaa kassavirta / osake	0,31	0,05	-0,28	0,74	1,08
Nettovoitto	17,1	20,0	18,2	21,7	24,1	Omapääoma / osake	3,50	3,94	4,25	4,75	5,28
Kertaluontoiset erät	-4,7	-5,0	-6,3	-6,2	-5,3	Osinko / osake	0,34	0,40	0,36	0,43	0,48
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	217,9	253,0	281,1	293,3	297,4	Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	16 %	17 %	6 %	5 %
Oma pääoma	87,1	98,9	106,3	119,0	132,3	Käyttökateen kasvu-%	8 %	8 %	11 %	5 %	9 %
Liikearvo	83,7	92,4	105,4	105,4	105,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	9 %	14 %	14 %	5 %	7 %
Nettovelat	40,6	48,1	71,0	63,5	49,6	EPS oik. kasvu-%	10 %	15 %	14 %	-2 %	6 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	15,6 %	14,6 %	13,9 %	13,7 %	14,3 %
Käyttökate	40,4	43,7	48,6	51,2	55,9	Oik. Liikevoitto-%	10,4 %	10,3 %	10,0 %	9,9 %	10,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-10,3	-16,9	-0,9	2,4	Liikevoitto-%	8,6 %	8,6 %	8,2 %	8,2 %	8,7 %
Operatiivinen kassavirta	37,2	29,1	28,8	43,6	50,9	ROE-%	20,8 %	21,6 %	17,7 %	19,3 %	19,2 %
Investoinnit	-29,6	-28,6	-40,0	-24,9	-23,7	ROI-%	16,0 %	15,6 %	15,3 %	15,3 %	16,6 %
Vapaa kassavirta	7,6	1,4	-7,1	18,6	27,1	Omavaraisuusaste	40,5 %	39,7 %	38,2 %	41,0 %	45,0 %
						Nettovelkaantumisaste	46,6 %	48,6 %	66,8 %	53,4 %	37,5 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,4	1,6	1,2	1,2	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	9,0	10,8	9,0	8,9	7,9						
EV/EBIT (oik.)	13,4	15,3	12,5	12,4	11,3						
P/E (oik.)	15,5	17,6	13,4	14,7	13,9						
P/B	3,7	4,3	3,4	3,3	3,0						
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,4 %	2,5 %	2,8 %	3,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.10.2019	Lisää	9,40 €	8,60 €
1.11.2019	Lisää	9,80 €	9,34 €
14.1.2020	Vähennä	10,50 €	10,70 €
12.2.2020	Vähennä	10,50 €	10,95 €
26.3.2020	Vähennä	6,50 €	6,66 €
6.5.2020	Vähennä	7,80 €	8,04 €
12.8.2020	Lisää	9,50 €	8,94 €
30.10.2020	Vähennä	10,00 €	9,80 €
25.11.2020	Lisää	11,00 €	10,40 €
18.12.2020	Lisää	12,50 €	11,80 €
15.1.2021	Vähennä	15,00 €	15,75 €
12.2.2021	Vähennä	15,00 €	15,50 €
6.5.2021	Vähennä	16,80 €	16,90 €
12.8.2021	Vähennä	17,50 €	17,90 €
29.10.2021	Vähennä	17,00 €	16,80 €
23.11.2021	Vähennä	17,00 €	17,90 €
11.2.2022	Vähennä	17,00 €	16,95 €
30.3.2022	Lisää	17,00 €	15,75 €
6.5.2022	Lisää	17,00 €	16,10 €
11.8.2022	Vähennä	15,50 €	16,00 €
24.8.2022	Lisää	17,50 €	16,35 €
29.9.2022	Vähennä	13,00 €	12,40 €
1.11.2022	Vähennä	13,00 €	13,10 €
20.2.2023	Vähennä	14,00 €	14,95 €
15.5.2023	Vähennä	16,00 €	15,70 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**