

# Etteplan

Yhtiöraportti

3/2019

# Kasvutarinaan tulee koronan mittainen tauko

Laskemme Etteplanin tavoitehinnan 6,5 euroon (aik.10,5 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Etteplan on mielestämme osoittanut viime vuosina strategiansa toimivuuden ja olevansa toimialan edelläkävijä, mutta koronavirus iskee voimalla myös Etteplanin kysyntään. Kasvutarinassa onkin edessä synkkä jakso, jolloin odotamme tuloksen laskevan voimakkaasti. Osakkeen arvostus on kohtuullinen ja näemme osakkeessa nousuvaraa, jos kysyntä elpyy nopeasti ensi vuonna, mutta näkyvyyttä tähän ei toistaiseksi ole.

## Toimialansa edelläkävijä on käynyt läpi hiljaisen murroksen

Etteplan on toimialansa edelläkävijä ja mielestämme johdetut palvelut (Managed Services)- liiketoimintamalli on huomattavasti alan perinteistä liiketoimintamallia parempi. Lisäksi laskemme Etteplanin kilpailuetuihin laajan osaamis pohjan tärkeillä ohjelmistot- ja sulautetut järjestelmät alueella sekä hyvin toimivan Kiinan offshoring-palvelun. Etteplan on käynyt viimeisen viiden vuoden aikana hiljaisen murroksen, kun yhtiö on mm. yritysostojen avulla rakentanut sisälleen myös keskisuuren it-palveluyhtiön (ohjelmisto-osaajia noin 700). Tällä hetkellä yhtiöllä onkin varsin ainutlaatuinen tarjontakokonaisuus ainakin kokoluokka huomioon ottaen. Etteplan on onnistunut oikeilla strategisilla liikkeillä vahvistamaan kilpailuetua ja seuraava askel kasvutarinassa on todennäköisesti strateginen laajentuminen Keski-Eurooppaan. Tätä ennen yhtiön on kuitenkin selvittävä koronaviruksen asettamasta haasteesta. Yhtiö tulee arviomme mukaan selviämään tulevasta koronakriisistä, mutta ei ilman merkittäviä osumia tulokseen.

## Korona tulee iskemään kysyntään voimalla, odotamme yhtiöltä negatiivista tulosvaroitusta

Vaikka suhtaudumme Etteplanin kilpailukykyyn ja pitkän aikavälin näkyymiin positiivisesti, lyhyellä aikavälillä koronaviruksen tuomat voimakkaat talousvaikutukset tulevat iskemään toimialaan ja Etteplanin kysyntään. Odotamme varsinkin suurempien projektien olevan tällä hetkellä tiukassa ja laajat yt-kierrokset yhtiön asiakkaisa heijastuvat väkisin myös Etteplanin tilanteeseen. Yhtiö on jo reagoinut asiaan pitämällä koko Suomen kattavat yt-neuvottelut, joilla varaudutaan lomautuksiin työkuorman heikentyessä. Ohjeistusta yhtiö ei ole vielä laskenut (tai poistanut), mutta odotamme tämän tapahtuvan lähiaikoina. Olemme leikanneet vuoden 2020 tulosennusteita suunnilleen kolmanneksen ja laskeneet myös lähivuosien ennusteita noin 15-22 %. Odotamme koronan negatiivisten vaikutusten jäävän pääosin tähän vuoteen, mutta elpymisen olevan kuitenkin suhteellisen hidasta. Lopulta juuri tuloksen elpymisnopeus määrittää sen, onko osakkeessa nousuvaraa 12 kuukauden tähtäimellä.

## Arvostus on kohtuullinen, mutta poikkeuksellisen heikko näkyvyys pitää varovaisena

Osakkeen arvostustaso on tällä hetkellä kohtuullinen. Tämän vuoden matalilla tulosennusteilla P/E on noin 15x ja EV/EBITDA noin 7x, mitkä ovat yhtiölle varsin neutraaleja. Ensi vuoden ennusteilla vastaavat kertoimet ovat 11x ja 6x, jotka ovat matalia. Ilman näkyvyyttä talouden ja erityisesti investointien elpymiseen näihin on kuitenkin toistaiseksi vaikea nojata. Arviomme mukaan Etteplanin käypä arvo on nykyistä osakekurssia korkeampi ja pitkän aikavälin sijoittajan tuotto-odotus on kohtuullisella tasolla. Odottamaamme elpymiseen liittyy kuitenkin erittäin paljon epävarmuutta ja lyhyen aikavälin ajurit ovat heikot. Odotamme yhtiöltä negatiivista tulosvaroitusta (tai ohjeistuksen poistoa), heikkoa tuloskehitystä koronaviruksen iskiessä kysyntään voimakkaasti ja makrotaloustilanteen edelleen murentuessa. Arviomme mukaan edessä on riski/tuotto-suhteessa houkuttelevampia ostopaikkoja, joten jäämme odottavalle kannalle. Tavoitehintamme lasku perustuu voimakkaasti heikentyneisiin näkyymiin, suuriin ennustemuutoksiin sekä hyväksyttävän arvostustason laskuun yleisen riskitason noustua erittäin nopeasti.

## Analytikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

(aik. Vähennä)



**6,50 EUR**

(aik. 10,50 EUR)

Osakekurssi: 6,66 EUR

Potentiaali: -2,4 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

Etteplan odottaa vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan selvästi ja liikevoiton (EBIT) olevan samalla tasolla tai paranevan vuoteen 2019 verrattuna.

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	263	259	283	300
<b>kasvu-%</b>	11 %	-2 %	9 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	21,7	15,6	19,8	22,5
<b>EBIT-% oik.</b>	8,3 %	6,0 %	7,0 %	7,5 %
<b>Nettotulos</b>	17,4	11,4	14,8	16,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,65	0,46	0,59	0,68

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

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>4-11</b>
Strategian ydin ja taloudelliset tavoitteet	<b>12-13</b>
Sijoitusprofiili	<b>14-16</b>
Palvelualueiden esittely ja kilpailijat	<b>17-21</b>
Taloudellinen tilanne	<b>22-23</b>
Ennusteet	<b>24-28</b>
Arvonmääritys	<b>29-31</b>
Taulukot	<b>32-37</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>38</b>

## Avainlukuja

**19,6 %**

Oman pääoman tuotto, keskiarvo 2000-2019

**12,7 %**

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2000-2019

**7,4 %**

Liikevoitto-%:n keskiarvo 2000-2019

**17 kpl**

Yritysstoa 2010-2019\*

## Palvelualueet

Suunnittelu-  
ratkaisut



Ohjelmisto-  
ja sulautetut  
ratkaisut



Teknisen  
dokumentoinnin  
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  
dokumentaatiolla



- Pitkät perinteet laite- ja laitossuunnittelussa
- Laaja palvelutarjooma digitaaliseen muutokseen
- Toimialalle poikkeuksellisen osaamiskokonaisuus sisältäen laitesuunnittelun lisäksi digitalisaation, ohjelmistot sekä teknisen dokumentaation

## Kilpailu

Suuret pohjoismaiset  
ja eurooppalaiset  
toimijat



bertrandt

Keskisuuret  
suomalaiset /  
ruotsalaiset  
toimijat



citec



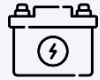
## Suurimmat asiakassegmentit



Metsä, sellu  
ja paperi 13 %



Teollisuuden  
laitteet 12 %



Energia ja  
sähkönsiirto 12 %



Kaivos 11 %



Nosto- ja  
siirtoala 9 %



ICT 7 %

## Kustannusrakenne

3447 hlö (2019)  
228 m€ (2019)



Henkilöstökulut  
(76 % kustannuksista)



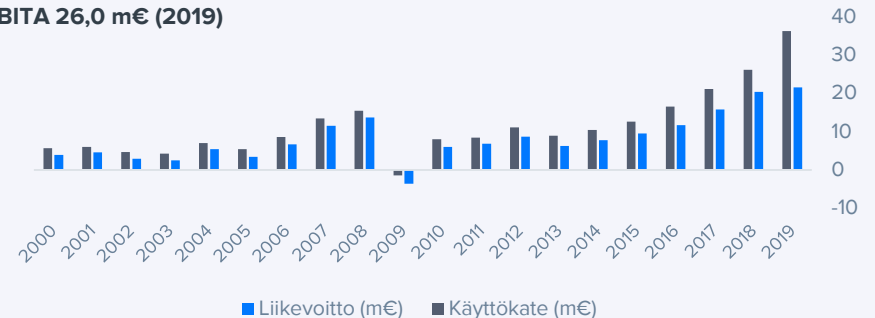
Materiaalit ja palvelut  
(12 %)



Liiketoiminnan muut kulut  
(13 %)

Liikevaihto 263 m€  
EBITA 26,0 m€ (2019)

## Tulovirrat



■ Liikevoitto (m€) ■ Käyttökate (m€)

# Lyhyt yhtiöesittely

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

**1983**

Perustamisvuosi

**2000**

Listautuminen

**263 MEUR (+11,3 % vs. 2018)**

Liikevaihto 2019

**60 %**

Johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta (% , 2019)

**26,0 MEUR (9,9 % lv:sta)**

EBITA-liikevoitto 2019

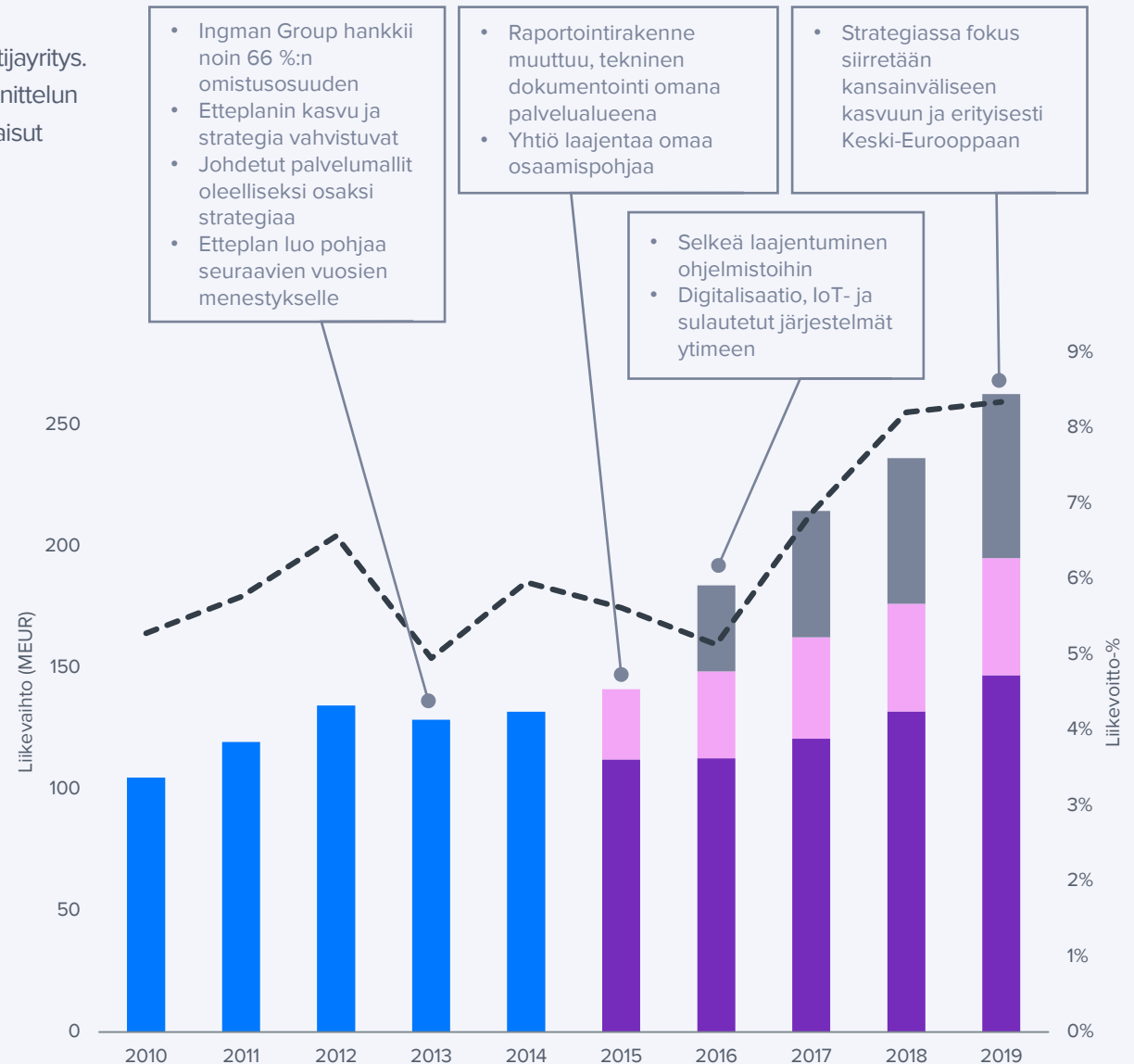
**3447**

Henkilöstö 2019 lopussa

**56% / 25% / 18%**

Liikevaihdon jakautuminen vuonna 2019 (pyöristetty):

- Suunnitteluratkaisut
- Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut
- Teknisen dokumentoinnin ratkaisut



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Yhtiökuvaus

### Keskikokoinen asiantuntijaorganisaatio

Etteplanin palvelut kattavat teollisuuden laite- ja laitossuunnittelun ratkaisut, ohjelmisto- ja sulautettujen järjestelmien ratkaisut sekä teknisen dokumentoinnin ratkaisut. Yhtiön asiakkaita ovat pääosin valmistavan teollisuuden yritykset.

Etteplanilla on henkilöstö noin 3500, joista valtaosa on asiantuntijoita monipuolisilla sektoreilla. Yhtiöllä on kolme palvelualueetta, joiden kautta yhtiön liiketoimintaa on helpompi hahmottaa. Esittelemme seuraavaksi eri palvelualueet lyhyesti.

**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.

**Ohjelmisto- ja sulautetuilla ratkaisuilla** tarkoitetaan tuotekehityspalveluja sekä ohjelmisto- ja teknologiaratkaisuja, joilla koneita ja laitteita ohjataan ja jotka mahdollistavat niiden digitaalisen verkottumisen osaksi esineiden internetiä.

**Teknisen dokumentoinnin ratkaisuilla** tarkoitetaan tuotteen teknisten ominaisuuksien dokumentointia tuotteen käyttäjille tarkoitetuiksi manuaaleiksi tai oppaiksi sekä tuotetun sisällön

hallintaa ja jakelua sähköisessä tai painetussa muodossa. Tekninen dokumentointi on useimmiten teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolella oleva toiminto, jolla on keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan sujuvuuteen ja tehokkuuteen.

Etteplan on viime vuosina panostanut merkittävästi IoT- ja ohjelmistotekniikan osaamiseen, ja Etteplanista on tullut samalla myös merkittävä ohjelmisto-osaaja (alan asiantuntijoita yli 700). 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 dokumentoinnin ratkaisuihin erikoistunut yritys. Kiinassa yhtiö on suurin pohjoismaisista suunnittelupalveluja tarjoavista yrityksistä, mutta Kiinalla on myös merkittävä strateginen rooli yhtiön kilpailukyvyyn kannalta (offshoring-mahdollisuus).

Lisäksi Etteplanilla on liiketoimintaa myös Alankomaissa (keskittynyt tekniseen dokumentointiin), 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

### 2014

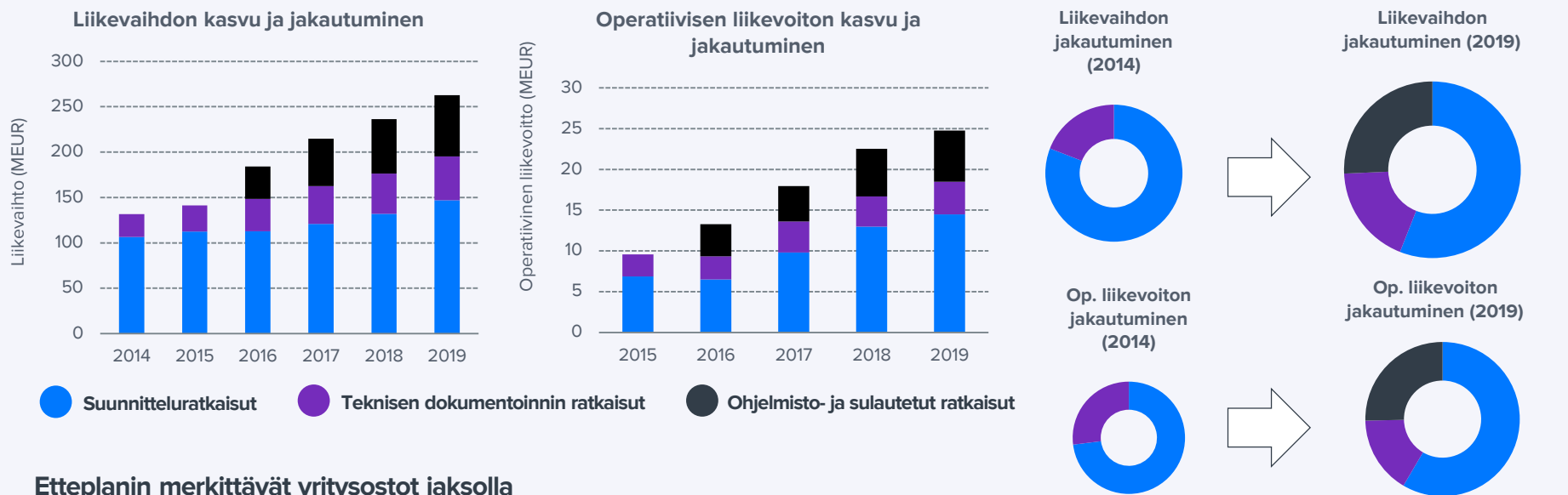
- Liikevaihto 131,9 MEUR
- Liiketulos 7,9 MEUR (6,0 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 1859
- Liiketoiminta keskittynyt suunnitteluratkaisuihin ja valtaosin Suomeen ja Ruotsiin



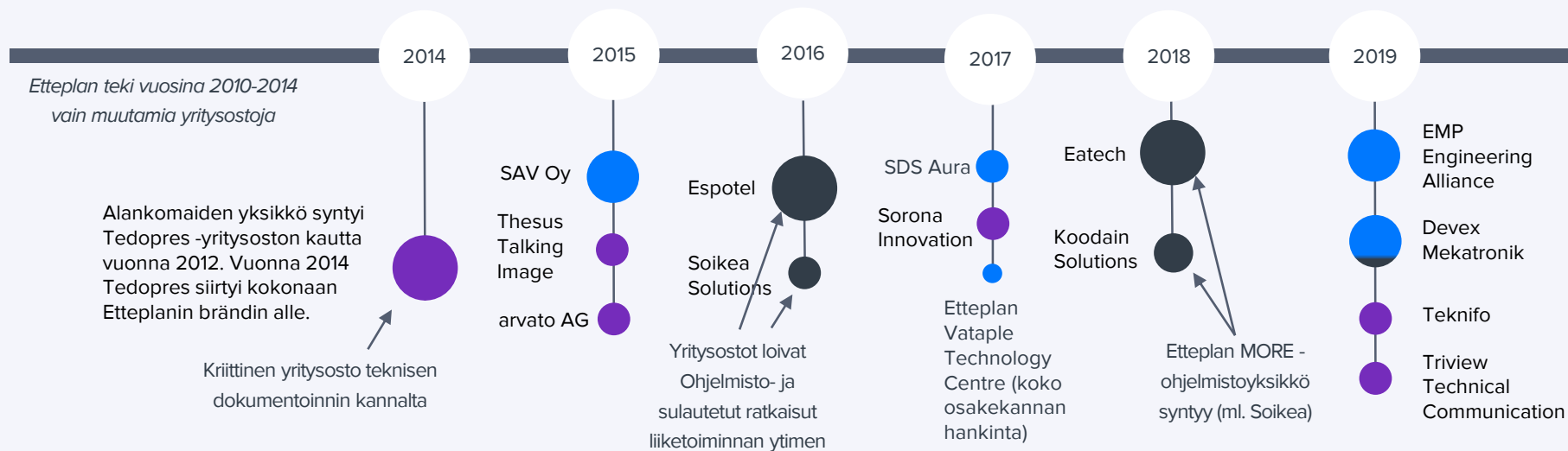
### 2019

- Liikevaihto 263,3 MEUR
- Liiketulos 22,8 MEUR (8,7 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 3447
- Liiketoiminta laajentunut ohjelmistoratkaisuihin samalla, kun olemassa olleet liiketoiminnat ovat kasvaneet merkittävästi
- Noin 34 % yhtiön liikevaihdosta tulee Suomen ulkopuolelta

# Etteplanin rakennemuutos viimeisen viiden vuoden aikana



## Etteplanin merkittävät yritysostot jaksolla



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

## Liiketoimintamalli

### Etteplan on toimialansa edelläkävijä

Etteplan on 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, käytämme tässä lyhennystä 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 nearshoring-toimintoaan Puolassa palveluiden tuottamisessa, mikä on jälleen oleellinen etu ja parantaa kannattavuutta. Kun Etteplan esimerkiksi vastaa asiakkaan tietystä prosessista itsenäisesti, se on asiakkaalle tärkeä yhteistyökumppani eikä vain ”resurssintarjoaja.” Tämä syventää asiakassuhdetta sekä asiakaspysyvyyttä.

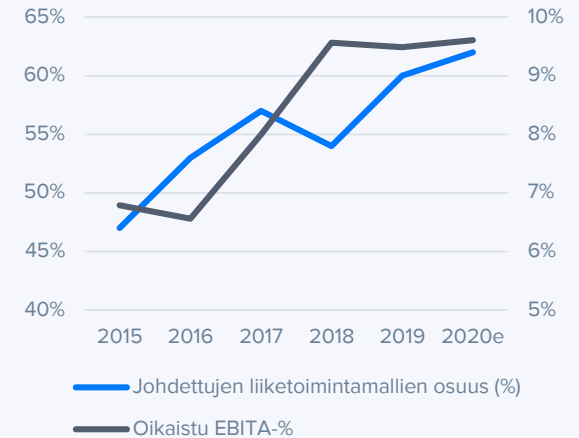
Hinnoittelu on MS-mallissa vapaampaa, koska se perustuu lähtökohtaisesti yhtiön tarjoamaan lisäarvoon. Tuntipohjaisien hintojen vertailu on asiakkaille helppoa ja differointi vaikeaa. Lähtökohtaisesti tehtävään erikoistunut yhtiö pystyy tekemään sen tehokkaammin kuin asiakasyhtiö, jolle kyse on perinteisesti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

### Valtaosa liikevaihdosta tulee johdetuista palveluista

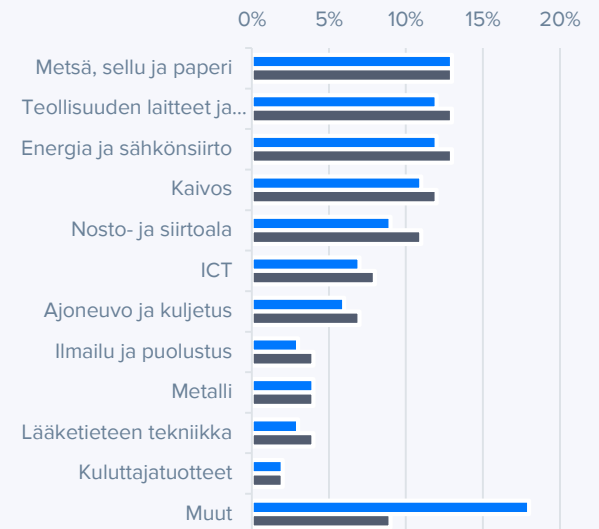
Vuonna 2019 Etteplanin liikevaihdosta 60 %:n osuus tuli johdetuista palveluista, joten valtaosa liikevaihdosta tulee nykyään uudesta liiketoimintamallista. Kokonaan vanha resurssivuokraus ei kuitenkaan tule poistumaan, ja se tulee olemaan osa Etteplanin liiketoimintaa myös jatkossa. Etteplanin strateginen tavoite on, että vuonna 2024 johdettujen palveluiden osuus yhtiön liikevaihdosta on 75 %.



## Johdetut liiketoimintamallit ja kannattavuus



## Liikevaihto asiakasryhmittäin (2019, 2018)





# 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 tekninen dokumentoinnin 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-mahdollisuudet, joilla on arviomme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön kilpailukykyyn ja kustannustehokkuuteen. Lisäksi Etteplanilla on nykyään myös near shoring -mahdollisuus Puolassa.

#### Ohjelmisto-osaamisen yhdistäminen

**suunnitteluun.** Etteplanilla varsin ainutlaatuinen tarjoama, koska yhtiö pystyy tarjoamaan vahvan suunnitteluosaamisen rinnalla ohjelmisto- ja IoT-osaamista. Etteplan onkin hyvin asemoitunut digitalisaatiotrendin jatkuessa vahvana.

#### Pitkäaikaiset asiakassuhteet asiakaspohja.

Etteplan on toimialalla on perinteikäs toimija ja yhtiöllä on paljon pitkäaikaisia ja vahvoja asiakassuhteita sekä erittäin arvokkaita referenssejä (muutamia esitelty seuraavalla sivulla). Käsityksemme mukaan Etteplanin asiakasvaihuvuus on historiallisesti ollut matala.

#### 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 heikommassa markkinatilanteessa kustannusten nousua olisi arviomme mukaan haastavaa viedä täysimääräisesti asiakashintoihin.

**Asiakaskunnan syklisyys.** Etteplanin asiakaskunta on pääosin valmistavaa teollisuutta, jonka kysyntä on investointivetoista. Investoinnit ovat syklisiä, minkä takia myös Etteplanin kysyntään liittyy syklisyyttä. Nykyään yhtiön tarjoama on kuitenkin selvästi aiempaa laajempi, minkä takia oletamme syklisyyden pienentyneen viime vuosina.

### Etteplanin merkittävimmät mahdollisuudet

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

**Kiinan sisämarkkinan avautuminen.** Kiinan palvelumarkkinoiden avautuminen on käynnistynyt viime vuosina, mutta on edelleen täysin lapsen kengissä verrattuna länsimaihin. Ennen pitkää myös Kiinaan tulee kuitenkin muodostumaan palvelumarkkina, koska myös paikalliset yhtiöt tulevat tarvitsemaan ja arvostamaan mallin heille tuomaa joustoa ja osaamista. On vielä epäselvää, miten koronavirus vaikuttaa kehitykseen.



## SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none"><li>Johdetut palvelumallit-liiketoimintamallin antama kilpailuetu</li><li>Kustannustehokkuus</li><li>Ohjelmisto-osaamisen yhdistäminen suunnitteluun</li><li>Vahvat referenssit</li><li>Vähän pääomaa sitova malli</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Jatkuvat hintapaineet asiakkailta, mikä tarkoittaa omien prosessien tehostamista</li><li>Merkittävä osa asiakkaista on riippuvaisia investoinneista, jotka ovat syklisiä</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>Etteplanilla on erittäin hyvä track-record yritysostoissa, jotka tarjoavat mahdollisuuksia myös tulevaisuudessa</li><li>Kiinan sisämarkkinan asteittainen avautuminen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Koronavirus ja sen aiheuttama kysynnän heikentyminen</li><li>Kilpailutilanteen oleellinen kiristyminen</li><li>Väliinputoajaksi jääminen asiakasvaatimusten ollessa globaaleja</li></ul>
<b>Mahdollisuudet</b>	<b>Uhat</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

## Merkittävimmät mahdollisuudet (jatkoa)

### Markkinalla hyvät pitkän aikavälin kasvuajurit.

Tuotteiden, teknologian ja näihin liittyvän suunnittelun monimutkaistuesssa jatkuvasti Etteplanin toimialan yleinen kasvunäkymä on hyvä. Toimialan on arvioitu kasvavan suunnilleen 3-5 % vuosittain pitkällä aikavälillä, mikä avaa Etteplanille mahdollisuuksia. Erityisen mielenkiintoista on seurata Kiinan markkinan avautumista ja kasvua sen jälkeen, kun koronaviruksen negatiiviset vaikutukset ovat hävinneet ja palvelumarkkina lopulta elpyy. Kasvu ei kuitenkaan arviomme mukaan tule olemaan tasaista Kiinassa tai länsimaissa, vaan investointihyödykkeiden kysynnässä tulee edelleen tapahtumaan vaihtelua. Nyt edessä on oletettavasti vaikea jakso koronaviruksen aiheuttaman taantumien takia.

## Etteplanin merkittävimmät uhat

### Koronavirusepidemia ja sen talousvaikutukset.

Koronavirus ja sen leviämisen estämiseksi tehdyt voimakkaat toimet ovat käytännössä ajaneet Euroopan ja Suomen talouden taantumaan, ja tilanne on heikentymässä myös Yhdysvalloissa. Kirjoitamme mahdollisista vaikutuksista laajasti ennusteiden avaamisen yhteydessä.

**Kilpailun oleellinen kiristyminen.** Koronavirus voi aiheuttaa toimialalla merkittävästi kiristyvää kilpailua, kun kysyntätilanne heikkenee ainakin väliaikaisesti. Ongelmat voivat keskittyä toimialaa edelleen suurille toimijoille, koska kaikki toimialan yhtiöt eivät selviä tai pysty varmistamaan toimituskykyään nykytilanteessa. Suurimmat yhtiöt voivat hakea isoilta avainasiakkailta priorisointia

(”osta enemmän meiltä”) vaikeassa tilanteessa vedoten esimerkiksi pitkään yhteistyöhön asiakkaan kanssa. Yhä globaalimpi kilpailu voi myös aiheuttaa hinnoittelupaineita toimialalla, mitä voi lisätä myös henkilöstöväilystä harjoittavat yhtiöt ainakin joillain alueilla. Ongelmat voivat kärjistyä nyt heikommassa markkinatilanteessa.

**Väliinputoajaksi jääminen.** Etteplanin kasvu on ollut vahvaa, mutta se on edelleen mahdollinen väliinputoaja koko ajan globaalimmaksi muuttuvalla markkinalla. Toimialalla on huomattavasti suurempia yhtiöitä, 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.

**Mahdolliset väärinkäytökset ja tietoturva** on lisäksi merkittävä riski, jos ongelmia tulisi esimerkiksi Kiinassa. Toistaiseksi ongelmia ei ole ollut emmekä niitä myöskään odota.

## Yhteenveto

Etteplan on edelläkävijä teollisten laitteiden suunnittelualalla johdettujen palvelumallien liiketoimintamallin, menestyvien Kiinan toimintojen ja merkittävän IoT-osaamisen ansiosta. Strateginen kehitys on ollut vahvaa, ja pitkällä tähtäimellä yhtiö mielestämme kuuluu sektorin voittajiin. Yhtiö uudisti strategiaansa joulukuussa, missä esille nousivat kuitenkin tutut teemat. Kansainvälisen kasvun nostaminen tavoitteisiin oli kuitenkin selkeä signaali sen kasvavasta merkityksestä.



## Vahva track-record omistaja-arvon luomisesta



## Muutamia Etteplanin referenssejä



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Strategiassa pieniä uudistuksia

Etteplanin vuoden 2019 lopussa [uudistuneen strategian](#) keskeisenä tavoitteena on yhtiön mukaan tuottaa entistä enemmän arvoa asiakkaille ja tukea heitä teollisuuden muutoksessa. Mielestämme muutokset aiempaan, erittäin hyvin toimineeseen strategiaan, ovat pieniä. Yhtiö jatkaakin mielestämme samalla tiellä, joka on tuonut menestystä viime vuosina. Selkein uudistus oli mielestämme kansainvälisen kasvun ja Suomen ulkopuolisen liikevaihdon osuuden korostaminen ja nostaminen myös taloudellisiin tavoitteisiin (esitetty seuraavalla sivulla).

Mielestämme strategia keskittyy edelleen voimakkaasti palveluratkaisuihin, jotka luovat enemmän arvoa sekä asiakkaille että Etteplanille. Nämä tuovat skaalautuvia elementtejä palveluliiketoimintaan. Lisäksi yhtiön fokuksena on kehittää erityisesti palveluratkaisuja, jotka integroivat yhteen teknologioita, tehokkaita prosesseja, monipuolista osaamista ja suunnittelumenetelmiä. Osana tätä yhtiö pyrkii aktiivisesti tuomaan uusia teknologioita kasvattaakseen asiakkaan saamaa arvoa. Lisäksi yhtiö panostaa luonnollisesti henkilöstövetoisessa liiketoiminnassa ihmisiin, minkä tarkoituksena on ylläpitää, kehittää ja houkutella huippuosaamista. 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.

## Yritysosotot tärkeä osa strategiaa

Etteplanin liikevaihdon kasvutavoite (>15 % vuosittain) sisältää yritysostot ja niiden merkitys on erittäin suuri. Yhtiöllä on hyvät näytöt yritysostojen onnistuneesta toteutuksesta ja omistaja-arvon luonnista yritysostoilla. Etteplan hakee yrityskaupoilla erityisesti kokonaisuutta täydentävää osaamista, mutta myös maantieteellistä peittoa sekä skaalautuja. Suunnittelutoimiala on voimakkaasti konsolidoituva ja yhtiöiden kannattavuudet vaikuttavat korreloivan kokoluokan kanssa. Suurilla yhtiöillä hallintokulut saadaan painettua alas, minkä lisäksi osaamispääomaa ja henkilöstöä voidaan todennäköisesti paremmin leveroida isoissa yhtiöissä. Suurien yhtiöiden kannattavuus on pienempiä yhtiöitä parempi, joskin poikkeuksia erityisesti niche-alueilla on.

Ankkuriomistaja Ingman Group on yritysostojen kannalta erittäin hyvä omistaja. Sillä on riittävät taloudelliset resurssit, joiden ansiosta se pystyy tarjoamaan esimerkiksi siltarahoitusta ja tarjoamaan tiettyä taloudellista liikkumavaraa.

## Kiina tarjoaa kilpailukykyä ja mahdollisuuksia

Kiinan toiminnot ovat Etteplanille strategisesti erittäin tärkeitä. Kiina tarjoaa yhtiölle tehokkaan offshoring-mahdollisuuden, joka on kustannus-kilpailukyvyyn, liiketoimintamallin ja kokonais-

tarjonnan kannalta mielestämme kriittinen. Lisäksi Kiinan markkinoiden avautuminen tulee tarjoamaan yhtiölle seuraavan 5-10 vuoden aikana huomattavan kasvumahdollisuuden, mistä on toistaiseksi nähty vain ensimmäisiä askelia. Näiden syiden takia Kiinan rooli ja toisaalta sen tarjoama mahdollisuus on Etteplanille todella paljon suurempi, kuin muutaman prosentin osuus liikevaihdosta (2019: 3 %) antaisi ymmärtää.

## Keski-Eurooppa houkuttelee yhtiötä

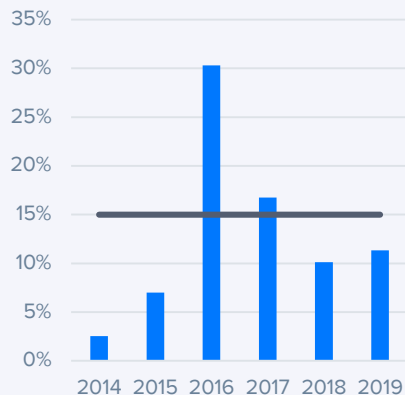
Keski-Euroopan, lähinnä Saksan ja Alankomaiden, markkinat ovat jo pitkään olleet Etteplanin suunnitelmassa. Näillä markkinoilla on jo pulaa insinööreistä ja maiden demografisen kehityksen takia markkinoille on muodostumassa selkeä insinööripula. Esimerkiksi Saksassa on ennustettu laajaa insinööripulaa, kun väestö ikääntyy ja eläköityy, mitä uusien koulutus ei korvaa. Juuri nyt myös kysyntäpuolella on toki suuria ongelmia koronaviruksen takia. Keski-Euroopan markkinoilla tulee olemaan lähivuosina erittäin mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

Etteplanin ratkaisu Keski-Euroopan insinöörivajeeseen olisi offshoring, joka tulisi lähtökohtaisesti Kiinasta ja myöhemmin mahdollisesti myös muualta. Lisäksi yhtiöllä on near-shoring optio Puolassa. Nämä ratkaisut eivät kuitenkaan toimi ilman uskottavaa paikallista toimintaa, minkä luominen vaatii huomattavia investointeja (lähtökohtaisesti yritysostoja). Odotamme yhtiön rakentavan kasvupohjaa Keski-Eurooppaan, ja tästä tuorein esimerkki on EMP Engineering-yritysosto Saksasta.

# Taloudelliset tavoitteet 2020-2024

## Kasvutavoite: liikevaihto >500 M€ vuonna 2024

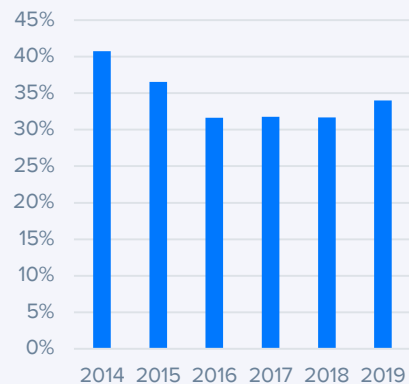
15 %:n vuosikasvu riittää



Liikevaihdon kasvu-%

## 50 % liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta

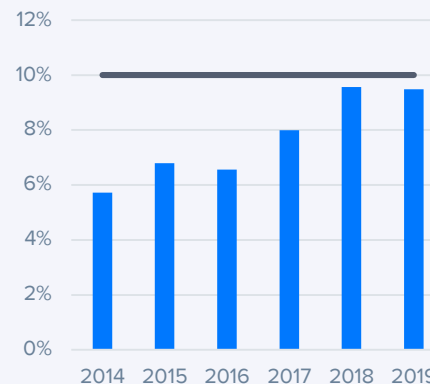
Kansainvälinen kasvu



Suomen ulkopuolinen liikevaihto (%)

## Kannattavuustavoite: EBITA >10 %

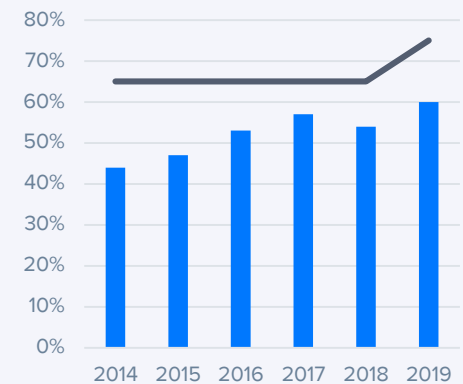
Realistinen mutta haastava



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 se pystyy vastaamaan asiakaskunnan muuttuviin tarpeisiin.

- Kaikkien palvelualueiden palveluita kaikissa toimintamaissa
- Kyseessä on uusi tavoite, joka korostaa yhtiön halua kasvaa kansainvälisesti
- Arviomme mukaan kansainvälisen kasvun ydinalue on Keski-Eurooppa

- Liiketoimintamallin muutos kohti Johdettuja palveluita sekä markkinajohtajuus tärkeillä alueilla
- Kannattavuus on parantunut varsin järjestelmällisesti lähelle tavoitetasoa
- Taustalla vaikuttaa myös hidas rakennemuutos, koska uusilla palvelualueilla on korkeampi kannattavuuspotentiaali

- 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 yhtiön kunnianhimo on huomattavasti korkeammalla Euroopassa.

Suurien asiakkaiden vaatimukset ovat koko ajan enemmän globaaleja. Alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat myös kannattavampia. Näin ollen pidämme yhtiön aggressiivista 15 %:n kasvutavoitetta lähtökohtaisesti perusteltuna. Yhtiön painottaa nyt selvästi kansainvälistä kasvua, jonka uskomme kohdistuvan erityisesti Keski-Eurooppaan. Tämä on merkittävä mahdollisuus, mutta luo toteutuessaan myös uusia haasteita yhtiölle. Yhtiöllä on kuitenkin jo pitkä historia kansainvälisestä toiminnasta ja tarvittaessa kärsivällisyyttä myös kasvun suhteen.

### Edelläkävijä toimialalla

Mielestämme Etteplanin Johdetut palvelumallit (Managed Services) -liiketoimintamalli on selvästi parempi kuin alalla edelleen vallitseva resurssivuokrausmalli. Noin 60 % yhtiön liikevaihdosta tulee korkeamman lisäarvon johdetuista palveluista, mikä parantaa henkilöstön käyttöastetta ja sitä kautta kannattavuutta. Laajan osaamisalueensa ansiosta yhtiö pystyy tarjoamaan laaja palvelutarjoama, 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 ensin paikallisen pohjan rakentamista.

### Yrityskaupat ovat keskeisessä roolissa

Yritysostoilla on merkittävä rooli osaamisen sekä skaalan kasvattamiseksi. Viime vuosina Etteplan on ostanut Espotelin, Eatechin (IoT-ohjelmistot), EMP (automaatio) ja Devex kasvaen samalla uuteen kokoluokkaan. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät. Edessä voi kuitenkin nyt olla haastavammat ajat, jolloin yritysostojen järkevyyttä oikeasti testataan.

## Riskiprofiili

### Markkinariski jälleen pinnalla

Etteplanilla ei ole oleellisia omia tuotteita, ja yhtiön menestys on tämän takia aina jossain määrin kiinnin sen asiakkaiden menestyksestä. Toisin sanoen yhtiön palveluiden kysyntä on riippuvainen sen asiakkaiden kysyntätilanteesta. Asiakasyhtiöiden kysyntä on merkittävin osin syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua myös Etteplanille. Nyt markkina on ollut pitkään hyvä, mutta heikentyi loppuvuonna 2019. Tällä hetkellä koronavirus vaikuttaisi ajavan koko globaalin talouden lähelle taantumaa, ja on epäselvää,

miten kauan elpymiseen voi kestää. Mielestämme on selvää, että markkinatilanne tulee olemaan heikko seuraavat neljännekset, mutta tämän tarkempi ennustaminen on erittäin vaikeaa.

### Kasvustrategia voi johtaa epäonnistumisiin

Samalla kun ymmärrämme hyvin Etteplanin yritysostostrategian ja kansainvälistymishalut, tuo laajentuminen uusilla alueilla myös oleellisia uusia riskejä. Yhtiöllä ei ole merkittävää kokemusta toiminnasta Keski-Euroopassa, markkina poikkeaa erityisesti Suomesta merkittävästi ja vaatii arviomme mukaan erilaista osaamista.

Osittain tähän liittyy myös suuri määrä liikearvoa Etteplanin taseessa (2019: 79,0 MEUR). Tämä on osa normaalia kehitystä yritysostovetoisessa strategiassa, eikä mielestämme suuri riski Etteplanille. Silti mahdollisilla epäonnistuneilla yritysostoilla voisi olla pitkäaikaisia negatiivisia vaikutuksia Etteplanin liiketoiminnan kehitykseen.

### Osakkeeseen liittyy likviditeettiriski

Etteplanilla on selkeä ankkuriomistaja Ingman Group (yli 66 %). 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 selvästi alle 10 % osakkeista. Tämä asettaa rajoitteita likviditeetille ja tekee esimerkiksi rahastojen sijoittamisen Etteplaniin hankalaksi. Vaikka likviditeetti on yleisesti parantunut viime vuosina, nykyisessä osakemarkkinatilanteessa siitä voi tulla ongelma.

# Sijoitusprofiili

1.

Edistyksellinen toimintamalli

2.

Voimakas kasvuhakuisuus

3.

Tuloskasvu

4.

Yritysostot ja Kiinan potentiaali

5.

Laajentuneet osaamisalueet ja näiden yhdistäminen

## Potentiaali



- Orgaaninen kasvupotentiaali
- Korkean kannattavuuden ylläpitäminen
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Uusien liiketoiminta-alueiden tehokkaampi yhdistäminen
- Kiinan markkinan avautuminen
- Matala pääomantarve

## Riskit



- Markkinatilanteen merkittävä heikentyminen koronaviruksen iskeyttyä globaaliin talouteen
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Yritystoissa epäonnistuminen
- Osakkeen heikko likviditeetti
- Mahdolliset joskin vielä kaukaiset liikearvon alaskirjaukset kannattavuuden oleellisesti heikentyessä





# 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.

Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan yli 30 miljardin euron toimiala globaalisti. Globaalin markkinan koolla ei ole kuitenkaan Etteplanin kannalta relevanssia, vaan oleellista on Euroopan markkinan kehitys (erityisesti Suomi ja Ruotsi) sekä toisaalta Kiinan avautuminen. Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja arviomme mukaan alan kasvu ylittää pitkällä aikavälillä globaalin bkt:n kasvun. Kasvu ei kuitenkaan tule olemaan tasaista.

Vaikka suunnittelupalvelut on selvästi kasvua, kasvuvauhti vaihtelee investointihyödykkeiden kysyntätilanteen mukana. Kasvu oli pitkään suhteellisen vaisua teollisuuden investointien oltua yleisesti alhaisella tasolla, mutta viime vuosien aikana kehitys parantui selvästi. Edellinen selkeä huippu nähtiin alkuvuonna 2019, minkä jälkeen markkinoiden kasvu lähti heikentymään ja vuoden 2019 lopussa Etteplanin kysyntä kävi ainakin väliaikaisesti myös laskussa. Koronaviruksen iskiessä globaaliin talouteen, markkinatilanne tulee arviomme mukaan heikentymään oleellisesti.

## Suunnitteluratkaisut ovat 56 % liikevaihdosta

Suunnittelupalvelut ovat muodostaneet Etteplanin ytimen vuodesta 1983, jolloin yhtiö perustettiin. Liiketoiminta nojaa vahvasti osaavaan henkilöstöön ja resurssivuokraus on edelleen merkittävä osa liiketoimintaa. Vuonna 2019 palvelualueen liikevaihto oli 147 MEUR (+11 %), joten kyseessä oli selvästi suurin palvelualue noin 56 %:n osuudella konsernin liikevaihdosta. Kannattavuus oli vuonna 2019 alueelle erinomainen, kun EBITA-marginaali oli peräti 9,8%. Tulokontribuutio olikin viime vuonna arviomme mukaan poikkeuksellisen korkea, ja lähivuosina odotamme Suunnitteluratkaisujen suhteellisen osuuden pienentyvän ja kannattavuuden laskevan.

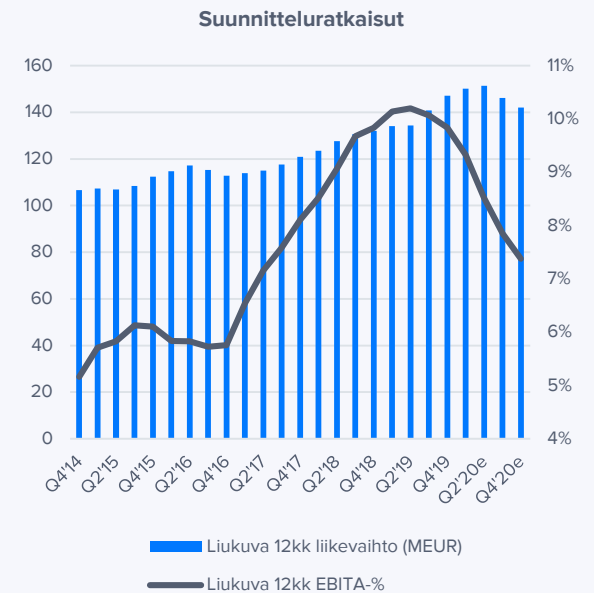
Etteplanin Suunnittelupalvelut kasvavat kohtuullisesti, ja takana on merkittäviä kasvuajureita. Näitä ovat muun muassa tuotteiden monimutkaisuuden kasvu, lyhentyneet elinkaaret sekä teollinen internet (IoT). Etteplanin kysynnästä karkeasti noin puolet liittyy tilaus/toimitus-prosesseihin ja puolet tuotekehitykseen. Näistä ensimmäinen on syklistä, kun taas tuotekehitystä laadukkaat yhtiöt jatkavat perinteisesti läpi taloussyklien kohtuullisen tasaisesti. Etteplan-konsernin liikevaihto on tällä hetkellä painottunut enemmän T&K-puolelle, mikä on positiivista.

Suunnittelupalveluiden orgaaninen kasvu on ollut pidemmällä aikavälillä kohtuullisen hidasta, mutta kasvua on kiihdytetty yritysostoilla. Viime vuosina myös markkinatilanne on antanut kasvulle jälleen tukea, ja myös orgaaniset luvut ovat olleet hyviä. Etteplan on arviomme mukaan pystynyt voittamaan markkinaosuutta palvelualueella.



## Esimerkkejä kasvuajureista

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



# Palvelualueiden esittely (2/3)

## Ulkoistuskehitys tärkeää toimialalla

Jopa suunnittelupalveluiden kasvua merkittävämpää voi olla ulkoistamiskehitys, sillä suuri osa toiminnasta on luonnollisesti asiakkaiden omassa organisaatiossa. Tällä hetkellä ulkoistuskehitys vaikuttaa jälleen Etteplanin kannalta positiiviselta. Ulkoistuksien vaikutus Etteplanin kasvuun on ollut siis todella suuri. Ulkoistamiset vaikuttavat voimakkaasti myös Etteplanin liiketoimintaan ja tulevat tarjoamaan yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia.

## 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). Lisäksi Etteplan MORE-ohjelmistoyksikkö tekee paljon sovelluskehitystä. Usein asiakkaiden haasteena on kehittää uuteen liiketoimintamalliin perustuva palvelu, jossa hyödynnetään digitalisaation tarjoamia mahdollisuuksia.

Teollinen internet on tämän hetken tärkeimpiä murroksia ja IoT-markkina on kasvuprofiililtaan mielestämme Etteplanin houkuttelevin palvelualue. Vaikka sektorin investointien kasvussa on näkynyt tietty suvantovaihe voimakkaimman kasvun jälkeen, uskomme markkina-alueen kasvavan myös tulevaisuudessa. Näkemyksemme mukaan asiakkaat ovat tulleet alueella aiempaa vaativimmiksi ja ovat ”parempia ostajia”, mikä on heijastunut kasvukertoimeen. Silti digitalisaation, IoT:n ja laitteiden ”älykkyyden” kasvaminen ovat mielestämme todella vahvoja trendejä, ja tulevat vaikuttamaan voimakkaasti koko

suunnittelutoimialaan (ja tätä laajemmin).

Vahva ja laaja osaaminen tällä alueella on Etteplanille mielestämme selkeä kilpailuetu, ja avaa mahdollisuuden myös merkittävälle ristiinmyynnille. Laajennutella palvelukonseptilla uskomme yhtiön pystyvän tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa erityisesti huolto- ja kunnossapito-liiketoiminnan kehittämisessä. IoT-osaamisen yhdistäminen tekniseen dokumentointiin voi parantaa kilpailukykyä. Toistaiseksi kaikkia hyötyjä ei ole saatu irti.

Etteplanin Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut - palvelualue on rakentunut pääosin yritysostoille. Näistä tärkeimpiä ovat Espotel ja Soikea Solutions (2016) sekä Eatech (2018), joiden lisäksi Etteplanilla oli jo pohjalla omaa osaamista. Tuorein yritysosto alueella oli Koodain (2018), joka kuuluu myös Etteplan MORE -ohjelmistoyksikköön.

## Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut ovat 26 % liikevaihdosta

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut on ollut osa Etteplania vuodesta 2016, jolloin sen nimi oli vielä Sulautetut järjestelmät ja IoT-palvelualue. Vuonna 2019 palvelualueen liikevaihto oli 67 MEUR (+12 %) eli se vastasi noin 26 % konsernin liikevaihdosta. Kannattavuus oli vuonna 2019 suhteellisen vauhti, ja EBITA oli 6,3 MEUR (eli 9,3 % liikevaihdosta). Mielestämme palvelualueen merkitys on tulevaisuutta ajatellen mielestämme vielä tätä merkittävämpi. Kasvunäkymä on vahva ja mielestämme palvelualueen kannattavuus-potentiaali on myös Etteplanin korkein, mahdollisesti yli 12 % EBITA-tasolla. Tämä vaatii kuitenkin vahvaa markkinatilannetta.



## Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut alueen palveluesimerkkejä

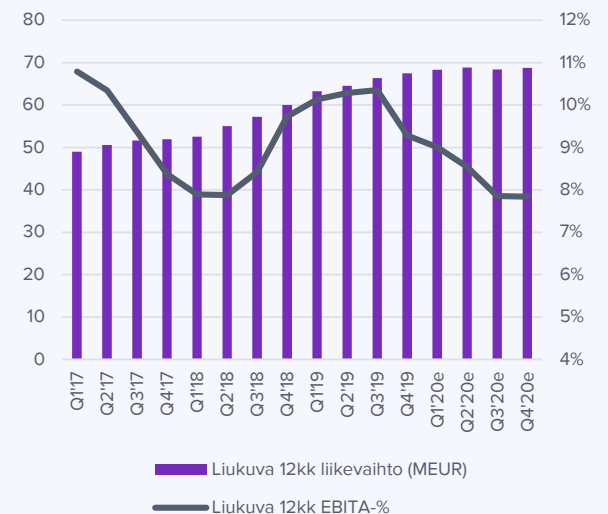
### Ohjelmistot ja digitalisaatio

- Käyttäjäkokemus ja palvelumuotoilu
- Liiketoimintakriittiset ratkaisut, esimerkiksi Nesteen mobiilitankkaus-sovellus
- Sovelluskehitys (mobiili-, web- ja työpöytä)

### Sulautetut järjestelmät

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

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut



# Palvelualueiden esittely (3/3)

## Tekninen dokumentointi: perusteet

Teknisen dokumentoinnin ratkaisulla tarkoitetaan tuotteen teknisten ominaisuuksien dokumentointia tuotteen käyttäjille tarkoitetuiksi manuaaleiksi tai oppaiksi sekä tuotteen sisällön hallintaa ja jakelua sähköisessä tai painetussa muodossa. Tekninen dokumentointi on useimmiten teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolella oleva toiminto, jolla on kuitenkin keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan sujuvuuteen ja tehokkuuteen.

## Tekninen dokumentointi on 18 % liikevaihdosta

Teknisen dokumentoinnin ratkaisut on ollut jo pitkään merkittävä osa Etteplanin liiketoimintaa, ja historiassa palvelualue on kasvanut kannattavasti. Viime vuosina taloudellinen alueen kehitys on kuitenkin ollut suhteellisen vaisua, ja vuonna 2019 teknisen dokumentoinnin osuus konsernin liikevaihdosta oli ”vain” 18 %. Hieman yllättäen palvelualue on jäänyt Etteplanin pienimmäksi.

Vuonna 2019 palvelualueen liikevaihto oli 48 MEUR (+9 %) ja EBITA-% oli noin 8,5 %. Taso on suhteellisen vaisu, sillä mielestämme palvelualueen kannattavuuspotentiaali on myös yli 12 % hyvässä markkinatilanteessa. Palvelualueella on ollut pitkäaikaisia ongelmia Saksassa, minne yhtiö laajeni vuoden 2015 lopussa (arvato - liiketoiminta siirtyi 1.1.2016). 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. Johdetut palvelumallit

toimivat hyvin teknisessä dokumentaatioissa, joka on monesti asiakkaan ydinosaamisen ulkopuolinen toiminto. Kokonaisuudessaan palvelualueen potentiaali ei ole kadonnut, mutta jatkuvat pettymykset ovat kuitenkin huolestuttavia.

## Yhtiöllä on laadukas tarjonta dokumentoinnissa

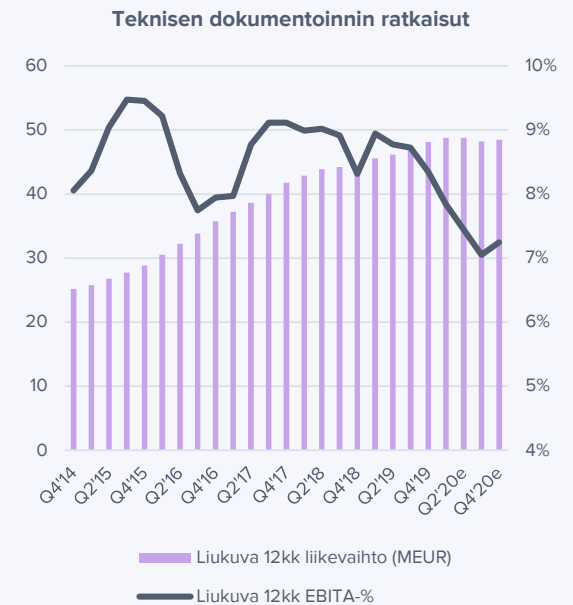
Etteplan on johtavia toimijoita teknisessä dokumentoinnissa. Yhdessä suunnitteluosaamisen kanssa Etteplan pystyy tuottamaan tuotespesifikaatioista korkealaatuista teknistä dokumentaatiota. Pidämme yhtiön tarjontaa alueella erittäin kilpailukykyisenä ja laadukkaana, mikä tekeekin yhtiöstä kilpailukykyisen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

Tekninen dokumentointi- liiketoimintaan kuuluu myös ohjelmistoliiketoimintaa, mikä on nykyään jo suhteellisen merkittävä (tarkkaa kokoluokkaa ei tiedossa). Tähän liittyen Etteplan julkaisi lokakuussa 2019 ensimmäisen pilviratkaisunsa tekniseen dokumentointiin. Kyseessä on yksinkertaistetun teknisen englannin SaaS-tuote ja täysin skaalautuva digitaalinen palvelu. Etteplanin HyperSTE on englanniksi kirjoitetun teknisen sisällön tarkistustyökalu. Uusi tuoteratkaisu aiheuttaa myös perinteisen siirtymän lisenssituloista SaaS-malliin. Osittain tämä on voinut myös heijastua liiketoiminnan talouslukuihin, koska lisenssimallissa yhtiö saa kerralla tulevat kassavirrat, kun taas SaaS-mallissa tulovirta jakautuu käyttäjälle (kuukausilaskutus).



## Teknisen dokumentoinnin tarjontaa

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



# 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 selvästi suurin toimija omilla ydinalueillaan.

Oleellisimpia kilpailijoita Suomen suunnittelumarkkinoilla ovat mielestämme Comatec ja Elomatic Consulting, tietyillä alueilla myös Citec. Lisäksi Ruotsista Suomen markkinoille on laajentunut yhtiötä, kuten AFRY (ent. ÅF) ja Rejlers. Suomen markkinoille tuli lisäksi ranskalainen suuryhtiö Alten yritystoston kautta vuonna 2014. SAV-yritystoston kautta Etteplan on mukana selvästi voimakkaammin myös laitossuunnittelun suuremmissa projekteissa, joissa vastaan tulee myös AFRY (ent. Pöyry) ja Sweco.

## Ruotsissa Etteplan on edelleen haastaja

Ruotsissa Etteplan on hyvästä menetyksestään huolimatta edelleen haastajan asemassa, vaikka yhtiö kuuluu markkinoilla suuriin toimijoihin. Etteplanilla on henkilöstöä Ruotsissa tällä hetkellä noin 700, millä yhtiö jää kauas sen pääkilpailijoista. Näitä ovat näkemyksemme mukaan AFRY (ÅF Pöyry), Semcon, Prevas, Sweco ja Rejlers, jotka ovat kaikki listattuja yhtiöitä Tukholman pörssissä. Ne muodostavat Etteplanille hyvän verokkiryhmän 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 osittain alkaneet herätä tilanteeseen (lähinnä AFRY, kuuluu alan parhaisiin). Ruotsin markkina on Suomea suurempi ja perinteisempi, mutta Etteplanin kannalta positiivista kehitystä toimialan dynamiikassa on nähtävissä. Keski-Euroopassa Etteplan on vasta luomassa kasvupohjaa.

## Teknisen dokumentoinnin ratkaisut

Teknisessä dokumentoinnissa Etteplanin pääkilpailijoita ovat ruotsalainen Sigma Technology, Semcon ja yhdysvaltalainen Lionbridge. Sigma on 14 maassa toimiva 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 käsittääksemme voimakkaasti keskittynyt 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-yhtiöitä (kuten Tieto, Vincer ja osittain Siili) ja kuumalle sektorille on paljon uusia tulokkaita. Jos ajatellaan Espotelin teknologista osaamista, tietyillä alueilla se kilpailee mm. Bittiumin kanssa. Suoria kilpailijoita on kuitenkin vaikea määrittellä, koska toimiala on sirpaloitunut erilaisiin teknologioihin ja niiden sovelluskohteisiin. Yhtiöiden keskittymisalueet vaihtelevat paljon, mutta noin 700 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on silti myös keskikokoinen IT-palveluyhtiö.



## Yleistietoa toimialasta ja kilpailusta

- Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan noin 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 selkeä markkinajohtaja toimialallaan Suomessa ja sen asiakaskuntaan kuuluu valtaosa Helsingin pörssin konepajoista. Ruotsissa yhtiö on edelleen haastajan asemassa suuryhtiöiden rinnalla, mutta pystynyt kuitenkin viimeaikoina vahvistamaan asemiaan.
- Keski-Euroopassa yhtiö on edelleen alkuvaiheessa (pl. Tekninen dokumentointi).
- Kiinassa suunnittelupalvelumarkkina on vasta avautumassa, mutta Etteplanin asema on hyvä.



## Etteplan ja it-palveluyhtiöt

- Noin 700 ohjelmisto-osaajalla Etteplanin sisällä on myös keskikokoinen IT-palveluyhtiö.
- Selkein kilpailija Helsingin pörssin listatuista it-palveluyhtiöistä on Vincer, jolla on hieman samankaltainen suuntautuminen (mm. liiketoiminnan murros ja digitalisaatio).
- Vincerillä oli 2019 lopussa 467 työntekijää.

# Pääkilpailijat eri alueilla

Yhtiö	Suhde Etteplaniin	Markkina-arvo	Liikevaihto (2019)	EBITDA (2019)	EBITDA-% (2019)	Työntekijöiden määrä
<b>Comatec</b>	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~40	Ei tietoa	Ei tietoa	Yli 600
<b>Elomatic</b>	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~81 (2018)	Ei tietoa	Ei tietoa	893 (2018)
<b>Citec</b>	Tietyillä alueilla merkittävä Suomessa	Ei listattu	77 (2018)	Ei tietoa	Ei tietoa	>1000 (2018)
<b>AFRY</b>	Ruotsin suurimpia, Suomessa merkittävä	1400	1886	193	10,2%	16625
<b>Semcon</b>	Merkittävä Ruotsissa	68	177	18,5	10,5%	2235
<b>Prevas</b>	Oleellinen Ruotsissa	18	76	7,2	9,4%	575
<b>Sweco</b>	Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen	2715	1966	272	13,9%	16191
<b>Rejlers</b>	Merkittävä Ruotsissa ja Suomessa	124	244	25,5	10,5%	2021
<b>Alten</b>	Keski-Eurooppa, mutta myös Suomi & Ruotsi	2084	2624	235	8,9%	35000
<b>Bertrandt</b>	Oleellinen toimija Keski-Euroopassa	308	1058	84	7,9%	13477

Lähde: Inderes, luvut kerätty Thomson Reutersilta 25.5.2020. Listaamattomissa yhtiöiden kotisivut. Luvut miljoonia euroja.

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

Lähde: Inderes

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

# Taloudellinen tilanne

## Kriisin keskellä vahvan taseen merkitys korostuu

Etteplanin taseen perinteiset tunnusluvut olivat vuoden vaihteessa hyvässä kunnossa. Omavaraisuusaste oli 38,9 % ja nettovelkaantumisaste 52,6 %, mitkä molemmat ovat kohtuullisia, mutta lukuja nostaa huomattavasti IFRS16-standardin mukaan tuomat vuokravastuut. Nämä eivät ole varsinaisia korollisia velkoja, minkä takia rahoituslaitokset yleensä katsovat niiden yli. Ilman IFRS16-vaikutuksia vastaavat olisivat 41,4 % ja 36,6 %, jotka ovat jo varsin hyvällä tasolla huomioiden Etteplanin liiketoimintamalli.

Yhtiön oma tavoite omavaraisuusasteelle on yli 30 % (virallisilla luvuilla), mihin puskuria on merkittävästi. Mielestämme 30 % olisi yhtiölle kriisitalanteessa ongelmallinen taso, mutta Ingman Group pääomistajana antanee yhtiölle luottoa siitä, ettei rahoitusongelmia tule tiukassakaan paikassa.

## Likviditeettitilanne on hyvä, mutta merkittävä osa veloista on erääntymässä vuoden sisällä

Etteplanin likvidit varat olivat vuoden 2019 lopussa 15,9 MEUR, minkä lisäksi käyttämättömiä luottolimiittejä oli 14,2 MEUR. Likviditeettitilanne oli siis hyvä huomioiden yhtiön liiketoimintamalli ja sen tarjoamat joustot. Lisäksi yhtiöllä oli suuri määrä myyntisaamisia (2019: 39,7 MEUR vs. 14,1 MEUR ostovelat) indikoiden tulevaa kassavirtaa ilman täysin poikkeuksellista tilannetta.

Pelkästään positiivinen Etteplanin rahoitustilanne ei kuitenkaan ole, sillä yhtiön rahoitusvelkojen erääntymisanalyysin mukaan lainoista peräti 15,8 MEUR erääntyy alle vuoden aikana (tilanne vuoden 2019 lopussa). Tämä sisältää kuitenkin osittain käytettyjä luottolimiittejä ja toisaalta muita normaalisti pidempiaikaisia instrumentteja, ja käsityksemme

mukaan puhtaasti rahoituslainojen lyhennyksiä olisi vuonna 2020 edessä noin 10 MEUR. Käsityksemme mukaan yhtiön on tarkoitus uudelleenrahoittaa nämä lainat, minkä uskomme onnistuvan Etteplanin luottoriskin ollessa mielestämme edelleen hyvin maltillinen. Samalla kuitenkin toteamme, että velka- ja korkomarkkinat ovat tällä hetkellä poikkeustilassa, minkä takia emme voi poissulkea sitä, että merkittävä erääntyvä lainasumma aiheuttaisi negatiivisessa skenaariossa ongelmia. Ainakin lainakorko voi nousta merkittävästi, kun Suomen ja Euroopan rahoitusmarkkinoiden tilanne on muuttunut dramaattisesti koronaviruksen takia.

## Suuri määrä liikearvoa on riski

Etteplanin taserakenne, jota avaamme seuraavalla sivulla graafisessa muodossa, on normaali yritysostoja tekeväälle asiantuntijapalveluyhtiölle. Yhtiö käyttää suhteellisen paljon velkavipua, mutta toisaalta yhtiöllä on myös vahvat kassavirrat. Merkittävänä taseriskinä näemme ainoastaan erittäin suuren liikearvon (2019: 79 MEUR), jota jatkuvat yritysostot ovat kerryttäneet. Liikearvosta noin 26 MEUR on kirjattu Ruotsin kruunuissa. Valtaosa yritysostoista on onnistunut hyvin, ja mahdolliset alaskirjaukset vaatisivat merkittävästi pidempiaikaisia ongelmia.

Tuoreet yritysostot eivät kuitenkaan ole todistaneet taantumakestävyytään, joten emme voi olla varmoja, onko kaikki liikearvo kestäväällä pohjalla (kts. sivupaneeli) Toimialalle liikearvon kertyminen on luonnollista osaamisen ollessa aineetonta omaisuutta.

Etteplanin taloudellinen tilanne on mielestämme hyvä, ja kysyntäshokin pitäisi olla erittäin suuri ja pitkä, jotta yhtiö ajautuisi rahoitusongelmiin nykytilanteessa. Lisäksi yhtiöllä on erittäin vahva pääomistaja Ingman Group, joten pidämme yhtiön ajautumista rahoituskriisiin erittäin epätodennäköisenä.



## Liikearvon arvonalentamistestaus

Kirjanpitoarvo 30.9. (MEUR)	2019	2018
Suomi	38,6	40,0
Ruotsi	23,7	21,9
Kiina	1,9	1,8
Alankomaat ja Saksa	11,5	2,8
<b>Yhteensä</b>	<b>75,7</b>	<b>66,5</b>

Keskeiset oletukset käyttöarvon määrittelemiseksi	2019	2018
Kokonaiskasvu-% 2–5 vuoden ajalle		
Suomi	1,0 %	1,0 %
Ruotsi	2,0 %	2,0 %
Kiina	5,0 %	5,0 %
Alankomaat ja Saksa	1,0 %	1,0 %
Kasvu-% 5 vuoden jälkeen	1,0 %	1,0 %
Diskonttokorko, ennen veroja		
Suomi	9,2 %	10,0 %
Ruotsi	10,1 %	9,8 %
Kiina	15,6 %	15,1 %
Alankomaat ja Saksa	8,5 %	9,3 %
Diskonttokorko, verojen jälkeen		
Suomi	7,5 %	8,1 %
Ruotsi	8,1 %	7,8 %
Kiina	11,5 %	11,5 %
Alankomaat ja Saksa	6,6 %	7,2 %

Kerrytettävissä oleva rahamäärä ylittää kirjanpitoarvon seuraavasti (MEUR):	2019	2018
Suomi	175,0	110,5
Ruotsi	21,9	28,9
Kiina	0,5	5,0
Alankomaat ja Saksa	11,1	7,4
<b>Yhteensä</b>	<b>208,4</b>	<b>151,8</b>

Lähde: Etteplan 2019 talouskatsaus

# Taserakenne ja sen tärkeimmät erät

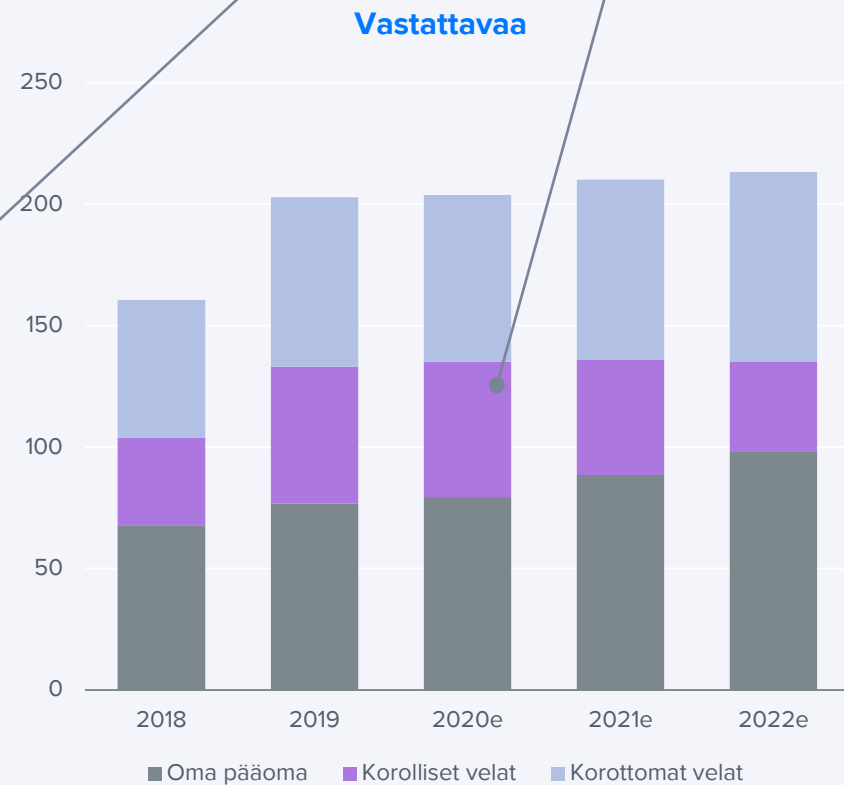
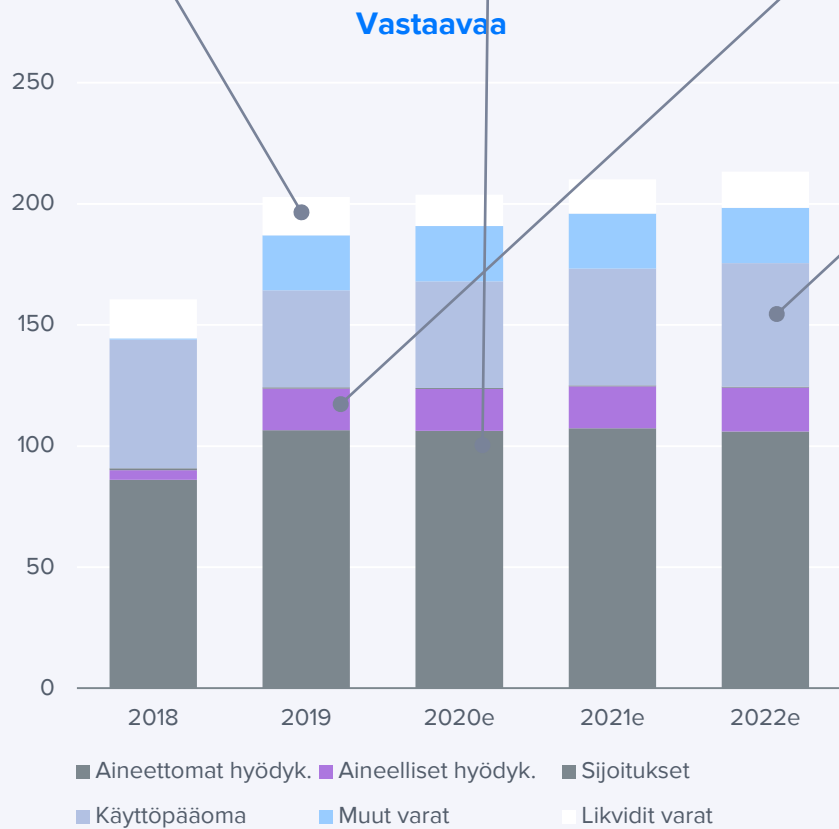
Likvidien varojen lisäksi käyttämättömiä luottolimittejä lähes yhtä paljon (2019 lopussa).

Taseen merkittävin riski on liikearvo, jota oli taseessa vuoden 2019 lopussa 79 MEUR. Tämä ylittää selvästi yhtiön oman pääoman.

IFRS16-vuokravastuut nostivat merkittävästi ”kiinteää omaisuutta” ja heikensivät taseen tunnuslukuja vuoden 2019 alussa.

Käyttöpääoma sisältää vastaavaa puolelta käytännössä myyntisaamiset, jotka ovat yhtiölle suuri erä.

Yhtiöllä on paljon korollista velkaa, mutta se on edullista (korko 0,65-2,0 %). Tällä hetkellä rahoitustilanne on mielestämme hyvä.





# Ennusteet (1/4)

Etteplanin lyhyen aikavälin näkymiä painaa merkittävästi koronaviruksen erittäin negatiiviset vaikutukset talouteen. Suomi ja Eurooppa ovat hyvin todennäköisesti jo taantumassa, ja Yhdysvalloissa tilanne on mahdollisesti vielä synkempi koronaviruksen iskiessä maan talouteen voimalla. Markkinanäkymät ovat siis tällä hetkellä erittäin heikot, vaikka pitkän aikavälin kasvunäkymät toimialalla ovat hyvät. Odotamme suunnittelumarkkinoiden laskevan lähiaikoina merkittävästi, mutta elpymisen ajankohtaan vaikuttaa merkittävästi viruksen leviäminen sekä valtioiden ja keskuspankkien kyvykyys saada taloudet uudelleen käyntiin. Ennusteisiin liittyy tällä hetkellä poikkeuksellisen paljon epävarmuutta.

## Korona iskee kysyntään oletettavasti viiveellä

Käsityksemme mukaan koronaepidemian vaikutukset Etteplaniin ovat toistaiseksi olleet rajalliset, mutta pidämme kysynnän merkittävää heikentymistä tällä hetkellä todennäköisenä. Etteplanin pidemmät, käynnissä olleet projektitoimitukset ovat käsityksemme mukaan edenneet toistaiseksi normaalisti. Asiakkaat ovat olleet kiinnostuneita varmistamaan Etteplanin toimitusvarmuus, missä ei ole toistaiseksi oleellisia ongelmia. Suunnittelutyötä pystyy valtaosin tekemään myös etänä, mitä nyt luonnollisesti suositaan, eikä yhtiössä ainakaan toistaiseksi ole ollut operatiivisia vaikeuksia koronaviruksen takia.

Etteplan lähti koronan aiheuttamaan kriisiin hyvässä kysyntätilanteessa, ja vuoden ensimmäiset kaksi kuukautta olivat Kiinaa lukuun ottamatta hyviä. Yhtiö lähti myös maaliskuuhun kohtuullisen hyvältä tasolta, ja arviomme mukaan yhtiöllä on hyvä työkuorma ainakin lähikuukausille. Lyhyellä aikavälillä Etteplanin asiakkailta on yleisesti korkeat toimitusvolyymit tilauskannan takia, ja laadukkaat yhtiöt tulevat

pääsääntöisesti jatkamaan tuotekehityspanostuksia.

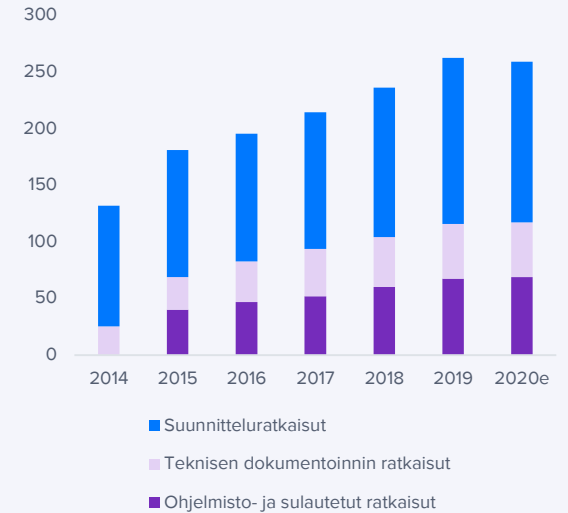
Koronaviruksen vaikutukset ovat siis vielä rajallisia Q1:llä, vaikka Kiinassa tilanne oli toki silloin pahimmillaan. Etteplanin Kiinan toiminnot olivat arviomme mukaan kuitenkin raskaasti tappiollisia helmikuussa, kun Kiinan rajoitustoimet olivat pahimmillaan. Tämä heijastunee myös konsernin Q1-lukuihin, vaikka Kiinan osuus liikevaihdosta on vain 3 %. Nyt Kiinan toiminnot ovat jo nyt ilmeisesti palanneet pääosin normaaliin, mutta Suomessa ja Euroopassa pahimmat koronaviruksen vaikutukset ovat vielä edessä. Tämä on Etteplanin kannalta paljon suurempi huoli kuin Kiina, vaikka välillisesti Kiinan elpyminen on erittäin tärkeää mm. asiakkaiden tilausten kannalta.

## Uusien projektien käynnistäminen on vaikeaa epävarmassa tilanteessa

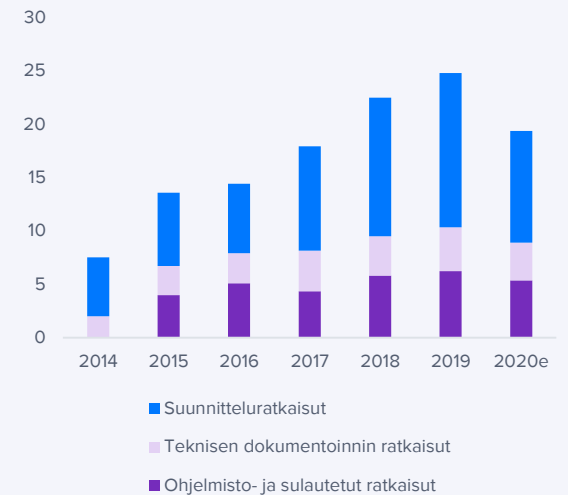
Vaikka olemassa olevat projektit ovat käsityksemme mukaan jatkuneet suunnitelmien mukaisesti, uusien projektien käynnistäminen on tällä hetkellä vaikeaa ja hidasta. Etteplanin asiakkaista merkittävä osa toimii investointihyödykesektorilla, ja on todennäköistä, että uudet tilaukset tulevat laskemaan merkittävästi lähiaikoina. Todennäköisesti merkittäviä investointeja siirretään tällä hetkellä ainakin siihen asti, kun koronaepidemian huippu on selätetty ja tilanne selkeytyy. Tämä voi olla vain muutamien kuukausien päästä, mutta toistaiseksi Euroopasta ei ole saatu positiivisia signaaleja tähän liittyen.

Samalla Suomen ja Euroopan taloudet ovat jo painuneet taantumaan, mikä heikentää näkymiä edelleen. Jotkut yhtiöt toki hyötyvät Kiinan parantuvasta tilanteesta sekä voimakkaista elvytystoimista ympäri maailmaa, mutta tällä hetkellä vaikuttaisi siltä, että koronan talousvaikutukset ovat erittäin negatiivisia. Samalla myös Etteplanin kysynnän päällä leijuu suuri epävarmuuden varjo.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



EBITA-tuloksen kehitys (MEUR)





# Ennusteet (2/4)

## Iskun laajuus selviää seuraavilla neljänneksillä

Olemme laskeneet Etteplanin Q2-ennusteita selvästi, mutta suurimmat vaikutukset näkyvät arviomme mukaan viiveellä Q3:lla ja Q4:llä tänä vuonna. Merkittävä osa tällä hetkellä käynnissä olevista projekteista, jotka antavat Etteplanille puskuria, päättyvät arviomme mukaan Q2:n aikana. Koronan aiheuttaman korkean epävarmuuden takia ennakoimme, että uusien projektien myynti on vaikeaa lähes kaikilla Etteplanin toimialoilla, vaikka mukana on myös defensiivisiä toimialoja.

Odotamme Etteplanin liikevaihtoon siis merkittävää koronauskua. Yhtiön kannalta on kriittistä, että yhtiöllä on merkittävää joustavuutta kulurakenteensa suhteen. Erityisesti Suomessa, jossa yhtiö on jo käynyt koko henkilöstön kattavat yt-neuvottelut, Etteplan pystyy lomauttamaan henkilöstöä kysynnän oletettavasti heikentyessä. Näin ollen yhtiö pystyy hyvällä reagoinnilla katkaisemaan myös palkkakulut (väliaikaisesti), kun henkilön tuoma liikevaihto poistuu.

Tilanne on selkeä Suomessa, mutta muualla Euroopassa ratkaisut eivät välttämättä ole näin yksinkertaisia. Ilman tätä joustoa mahdolliset

negatiiviset tulosvaikutukset olisivat todella voimakkaita, mutta nyt oletamme Etteplanin kannattavuuden säilyvän kohtuullisella tasolla koko kriisin keston ajan. Näkyvyys tämän suhteen on kuitenkin heikko, koska vastaavaa epidemiaa tai toimenpiteitä ei ole aiemmin nähty.

## Kannattavuus on paineessa joustosta huolimatta

Vaikka Etteplanilla on kriittistä joustoa erityisesti sen suurimpaan kuluerään eli henkilöstökuluihin (76 % kaikista kuluista) liittyen, isku liikevaihtoon aiheuttaisi kuitenkin arviomme mukaan merkittäviä kannattavuuspaineita. Liikevaihdon mahdollisesti laskiessa yhtiö menettää ensimmäiseksi katteen myydyistä työstä ja lisäksi kiinteät kulut (arviolta noin 15 % liikevaihdesta) jakautuvat pienemmälle tulovirrälle, ja painavat väkisin kannattavuutta.

Lisäksi Etteplan kärsii negatiivisessa skenaariossa siitä, että kilpailu kiristyy todennäköisesti oleellisesti kysynnän laskiessa. Markkinatilanteen muutoksen vaikutuksia on erittäin vaikea arvioida, mutta todennäköisesti säästöjä hakevien asiakkaiden hintasensitiivisyys nousee todennäköisesti merkittävästi. Tämän jälkeen kyse on enemmän siitä,

miten pitkään heikko markkinatilanne kestää ja miten Etteplanin kilpailijat reagoivat tilanteeseen.

## Vuoden 2020 ennusteemme laskivat selvästi alle yhtiön ohjeistuksen

Tämän hetken skenaariossa arvioimme Etteplanin joutuvan antamaan negatiivisen tulosvaroituksen tai laskevan ohjeistusta Q1-raportin yhteydessä. Etteplan ohjeisti tilinpäätöksen yhteydessä (11.2.2020) vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan selvästi ja liikevoiton (EBIT) olevan samalla tasolla tai paranevan vuoteen 2019 verrattuna. Tuolloin tilanne koronaepidemian ja sen talousvaikutuksien suhteen oli kuitenkin täysin toinen ja rajoittui vielä pääosin Kiinaan.

Nyt ennustamme vuoden 2020 liikevaihdon laskevan hieman edellisvuoden tasolta (-1,5 %), mikä tarkoittaisi isoa liikevaihdon laskua ilman aiemmin tehtyjä yritysostoja. Lisäksi odotamme Etteplanin liikevoiton laskevan noin 15,6 MEUR:n tasolle, kun edellisvuonna liikevoitto oli 22,8 MEUR. Koronan suhteen tilanne elää koko ajan, joten tarkkojen ennusteiden tekeminen on tällä hetkellä mahdotonta. Tilanteen pitäisi kuitenkin mielestämme parantua jo lähikuukausina, jotta ohjeistus olisi realistinen.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	287	259	-10 %	304	283	-7 %	320	300	-6 %
Käyttökate	38,7	30,7	-21 %	40,0	34,2	-15 %	41,0	36,6	-11 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,8	15,6	-34 %	25,3	19,8	-22 %	26,2	22,5	-14 %
Liikevoitto	23,8	15,6	-34 %	25,3	19,8	-22 %	26,2	22,5	-14 %
Tulos ennen veroja	22,8	14,6	-36 %	24,2	18,8	-22 %	25,2	21,5	-15 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,71	0,46	-36 %	0,76	0,59	-22 %	0,79	0,67	-15 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,23	-36 %	0,38	0,29	-22 %	0,39	0,34	-15 %

# Ennusteet (3/4)

## Laskimme selvästi myös lähivuosien ennusteita

Olemme leikanneet lähivuosien kasvua ja sitä kautta tulosenennusteita, koska arvioimme Etteplanin päämarkkina-alueiden ajautuvan taantumaan. Vaikka nopea elpyminen on mahdollista, nykytilanteessa on mielestämme perusteltua olettaa koronan aiheuttavan myös pidempiaikaisia negatiivisia vaikutuksia erityisesti ns. syklisille toimialoille. Etteplanin asiakaskunta huomioiden, tämä on merkittävä ongelma markkinatilanteen kehityksen kannalta.

Mielestämme nopea elpyminen vaatisi vieläkin voimakkaampia elvytystoimia, jotta investoinnit lähtisivät jälleen suuressa mittakaavassa liikkeelle. Etteplanin asiakkaiden kannalta tällä hetkellä ainoa positiivinen tekijä on Kiina, jossa elpyminen vaikuttaisi olevan jo hyvässä käynnissä. Tätäkin uhkaa kuitenkin mahdollinen koronaviruksen toinen aalto, minkä estäminen vaatii Kiinalta merkittäviä panostuksia myös jatkossa. Yhdysvallat on mielestämme heikosti valmistautunut koronaan, ja Euroopassa taloudellinen tilanne on jo todella heikko. Nykyisessä skenaariossa olemme olettaneet, että globaalin talouden elpyminen on hidasta, joten lähivuosien ennusteissamme on nousuvaraa positiivisessa skenaariossa.

## Vuoden 2021 ennusteet ennakoivat vaikeaa markkinatilannetta

Odotamme tällä hetkellä markkinatilanteen pysyvän heikkona myös ensi vuonna, minkä takia Etteplanin orgaaninen kasvu on arvioimme mukaan vaikeaa. Suunnitteluratkaisut -palvelualueella odotamme noin 7 %:n kasvua pahimpien kuoppien normalisoituessa, mutta kasvun saavuttaminen vaatisi markkinaosuuksien voittamista. Tämän pitäisi olla hyvin mahdollista, koska monet kilpailijat lähtevät kriisiin selvästi Etteplania huonommasta asemasta,

eikä konkurssseja sektorilla voi poissulkea.

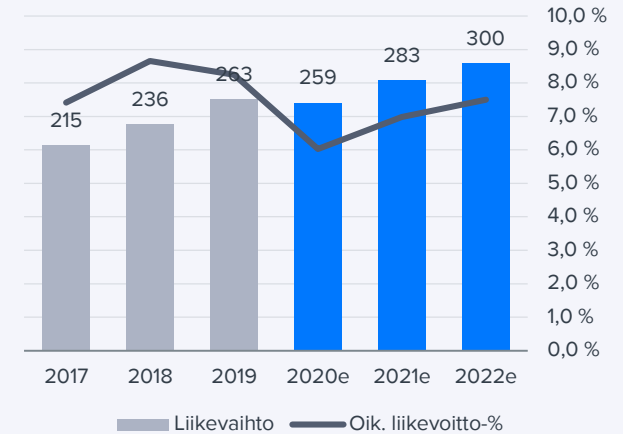
Sen sijaan Teknisen dokumentoinnin ratkaisut- sekä Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut-palvelualueet kasvavat ennusteissamme noin 12 % vuonna 2021. Tässä merkittävä rooli on ulkoistuksilla, joiden odotamme piristyvän vaikeassa tilanteessa. Näemme Teknisen dokumentoinnin alueella jälleen merkittäviä ulkoistumahdollisuuksia asiakkaiden keskittyessä todennäköisesti ydinliiketoimintaan ja hakevan säästöjä sekä joustoa. Lisäksi oletamme digitalisaatiotrendin sekä tuotekehitystoiminnan tällä sektorilla pysyvän kasvussa myös yleisesti heikossa taloustilanteessa. Tämä tukee Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut -segmentin kasvua.

Kannattavuudessa emme tällä hetkellä odota nopeaa elpymistä takaisin huippuihin, vaan arvioimme vuoden 2021 liikevoittomarginaalin (ennuste 7,0 %) olevan vielä nykyiselle Etteplanille vaisulla tasolla. Vuoden 2020 liikevoittomarginaali (ennuste 6,0 %) on Etteplanin heikoin siten vuoden 2014, mutta vaikeassa markkinatilanteessa tämä olisi mielestämme silti hyvä suoritus yhtiöltä.

## Ennustemme eivät sisällä merkittäviä yritysostoja

Huomautamme, että ennustemme eivät sisällä oleellisia yritysostoja, joiden avulla yhtiö voi jopa päästä kasvutavoitteeseensa (yli 15 % vuosittain). Etteplan todennäköisesti jatkaa erityisesti pienien, mahdollisesti vaikeuksiin joutuvien yhtiöiden yritysostoja jaksolla. Tällä hetkellä suurien yritysostojen tekeminen vaatii korkeaa riskinottoa, mutta mahdollisuuksia yritysjärjestelyille voi ilmetä tilanteen edetessä. Etteplanin tase on mielestämme tällä hetkellä hyvässä kunnossa ja rahoitus tilanne on vakaa, mutta nykyisessä tilanteessa tämä on mielestämme vaatimus.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Palvelualueiden ennusteet

Suunnitteluratkaisut	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	35,6	35,3	35,3	40,8	38,7	36,5	30,0	36,8	120,9	132,1	147,0	142,0	152,0
Liikevaihdon kasvu-%	5,8 %	0,8 %	22,5 %	18,1 %	8,8 %	3,5 %	-15,0 %	-10,0 %	7,1 %	9,3 %	11,3 %	-3,4 %	7,0 %
EBITA	3,7	3,8	3,4	3,6	3,2	2,7	2,0	2,6	9,8	13,0	14,5	10,5	12,2
EBITA-%	10,3 %	10,9 %	9,6 %	8,7 %	8,3 %	7,5 %	6,5 %	7,0 %	8,1 %	9,8 %	9,8 %	7,4 %	8,0 %
Managed Services-osuus (%)	54 %	57 %	55 %	55 %	57 %	58 %	59 %	60 %	53 %	52 %	55 %	59 %	60 %

Teknisen dokumentoinnin ratkaisut	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	12,5	11,8	10,7	13,1	13,1	11,8	10,2	13,3	41,8	44,3	48,2	48,5	54,3
Liikevaihdon kasvu-%	11,6 %	5,1 %	5,8 %	11,8 %	5,0 %	0,0 %	-5,0 %	2,0 %	17,0 %	6,0 %	8,8 %	0,6 %	12,0 %
EBITA	1,2	1,0	0,8	0,9	1,1	0,9	0,6	1,0	3,8	3,7	4,1	3,5	4,6
EBITA-%	9,9 %	8,8 %	7,8 %	6,8 %	8,0 %	7,2 %	6,0 %	7,5 %	9,1 %	8,3 %	8,5 %	7,2 %	8,5 %
Managed Services-osuus (%)	75 %	75 %	78 %	79 %	80 %	81 %	82 %	83 %	77 %	75 %	79 %	82 %	83 %

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	17,3	17,1	15,4	17,7	18,2	17,6	14,9	18,0	52,0	60,0	67,5	68,8	77,0
Liikevaihdon kasvu-%	22,8 %	8,5 %	12,9 %	6,9 %	5,0 %	3,0 %	-3,0 %	2,0 %	10,7 %	15,5 %	12,4 %	1,9 %	12,0 %
EBITA	1,7	1,6	1,6	1,4	1,6	1,3	1,0	1,4	4,4	5,8	6,3	5,4	6,8
EBITA-%	9,8 %	9,3 %	10,1 %	8,0 %	8,7 %	7,5 %	7,0 %	8,0 %	8,4 %	9,7 %	9,3 %	7,8 %	8,8 %
Managed Services-osuus (%)	55 %	55 %	55 %	58 %	59 %	60 %	61 %	62 %	53 %	47 %	58 %	61 %	62 %

Huomautus: EBITA on historiatiedoissa ns. operatiivinen liike-tulos, missä voi olla pieniä poikkeamia todelliseen.

# Ennusteet (4/4)

## Etteplanin todellista iskukestävyyttä testattiin viimeksi finanssikriisissä

Nykyisessä erittäin poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa on mielestämme perusteltua katsoa Etteplanin iskukestävyyttä edellisestä suuresta kriisistä eli finanssikriisistä, jolloin talous koki edellisen kerran äkkipysähdyksen. Vuonna 2009, jolloin finanssikriisin vaikutukset iskivät Etteplanin lukuihin, yhtiön liikevaihto laski noin 27 %. Tästä huolimatta yhtiön liikevoitto oli ennen kertaeriä nollassa, vaikka painuikin selvästi tappiolle kertaerien (-3,7 MEUR) jälkeen. Kannattavuudessa pudotus oli raju, sillä vuonna 2008 yhtiön liikevoittomarginaali oli vielä 10,2 % silloin erinomaisen kysyntätilanteen ansiosta. Ennen finanssikriisiä yhtiö oli tehnyt varsin holtittomia yritysostoja ulkomailla, muun muassa Italiassa ja Saksassa, jotka osoittautuvat nopeasti suuriksi virheiksi. Lisäksi yhtiöllä oli silloin merkittäviä ongelmia erityisesti Ruotsissa, jossa Etteplanin asema oli silloin varsin heikko.

Etteplanin liiketoiminnan rahavirta oli vuonna 2009 positiivinen (2,1 MEUR vs. 2008: 9,2 MEUR), mutta yhtiö pisti vuoden 2009 aikana ulos 10 MEUR:n hybridilainan (korkeus 9,5 %) vahvistaakseen taseettaan. Etteplanin omavaraisuusaste oli 34,2 % ja nettovelkaantumisaste 54,6 % vuonna 2008, joten yhtiön taseessa ei ollut tuolloin juuri liikkumavaraa. Osakesijoittajien kannalta mielenkiintoista on myös se, että Etteplanin osakekurssi romahti finanssikriisin jälkeen voimakkaasti (kts. graafi). Tätä edeltävänä aikana yhtiön osake oli kuitenkin näkemysksemme mukaan noussut selkeään kuplaan, eikä arvostus ollut silloin kestävällä tasolla. Vaikka myös koronavirusta edeltänyt kurssitaso oli todella korkea, arvostuskertoimet eivät olleet kohtuuttomia.

## Lähtötilanne kriisiin on nyt parempi

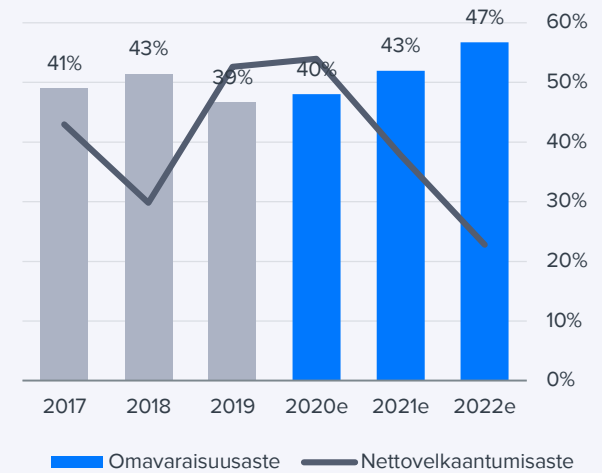
Vuoden 2019 lopussa omavaraisuusaste oli 38,9 % ja nettovelkaantumisaste 52,6 %, mutta näitä nostaa huomattavasti IFRS16-standardin mukaan tuomat vuokravastuut. Ilman IFRS16-vaikutuksia vastaavat olisivat 41,4 % ja 36,6 %, jolloin ne ovat paremmin vertailtavissa vuoteen 2008 ja selvästi näitä korkeampia. Lisäksi finanssikriisissä rahoitusmarkkinat jäättyivät, mitä nyt yritetään ainakin koko ajan estää.

Kassassa oli vuoden lopussa 15,9 MEUR ja käyttämättömiä luottolimiittejä oli 14,2 MEUR. Likviditeettitilanne oli siis hyvä huomioiden yhtiön liiketoimintamalli ja sen tarjoamat joustot. Negatiivista on, että yhtiöllä on käsityksemme mukaan tulossa noin 10 MEUR rahoituslainaa maksettavaksi tai uudelleenrahoitettavaksi vuonna 2020. Välitöntä uhkaa tämä ei mielestämme aiheuta, mutta uudelleen rahoittaminen voi johtaa heikompiin ehtoihin.

Merkittävänä taseriskinä näemme erittäin suuren liikearvon (2019: 79 MEUR), jota jatkuvat yritysostot ovat kerryttäneet. Valtaosa yritysostoista on onnistunut hyvin, ja mahdolliset alaskirjaukset vaatisivat merkittävästi pidempiaikaisia ongelmia (käsitelimme asiaa taloudellinen tilanne-kappaleessa).

Etteplanin taloudellinen tilanne oli siis kriisiin lähdeittäessä hyvä, ja kysyntäshokin pitäisi olla erittäin suuri, jotta yhtiö tarvitsisi rahoitusta nykytilanteessa. Lisäksi yhtiöllä on erittäin vahva pääomistaja Ingman Group, joten pidämme yhtiön ajautumista rahoituskriisiin erittäin epätodennäköisenä, vaikka koronan aiheuttamasta kriisistä tulisi pitkä ja vaikea. Tällä hetkellä emme näe syytä huolestua Etteplanin taloustilanteesta, mutta korostamme, että tämän hetken tilanne on poikkeuksellinen ja ennustaminen on siten erittäin vaikeaa.

## Taseen avainlukujen kehitys



## Etteplanin osakekurssi



# Arvomääritys (1/3)

Arviomme mukaan Etteplanin käypä arvo on nykyistä osakekurssia korkeampi ja pitkän aikavälin sijoittajan tuotto-odotus on mielestämme kohtuullisella tasolla. Odottamaamme elpymiseen liittyy kuitenkin erittäin paljon epävarmuutta, minkä lisäksi lyhyen aikavälin ajurit ovat heikot. Odotamme yhtiöltä negatiivista tulosvaroitusta (tai ohjeistuksen poistoa) ja heikkoa tuloskehitystä koronaviruksen iskiessä kysyntään voimakkaasti. Arviomme mukaan edessä on riski/tuotto-suhteessa houkuttelevampia ostopaikkoja, ja toistamme vähennä-suosituksemme. Laskemme samalla tavoitehintamme 6,5 euroon (aik. 10,5 euroa) perustuen voimakkaasti heikentyneisiin näkymiin, ennustemuutoksiin sekä hyväksyttävän arvostustason laskuun riskitason noustua erittäin voimakkaasti.

## Arvostuksen perusteet ja korona

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

Etteplan on viime vuosina todistanut strategiansa toimivuuden sekä kykynsä luoda omistaja-arvoa yritysostoilla. Yhtiö on myös näkemyksemme mukaan pystynyt parantamaan omaa sijoitusprofiiliaan sekä vahvistamaan asemaansa toimialalla. Arviomme mukaan Etteplan tulee myös selviämään kriisistä voittajien joukossa, mutta tie elpymiseen voi kuitenkin olla pitkä. Osakkeeseen iskee voimalla koronaviruksen vaikutukset, jotka 1) heikentävät merkittävästi toimintaympäristöä ja painavat tulosenusteita, 2) luovat merkittävää epävarmuutta tulevaisuuden ennusteisiin sekä 3) painavat hyväksyttävää arvostustasoa osakemarkkinan

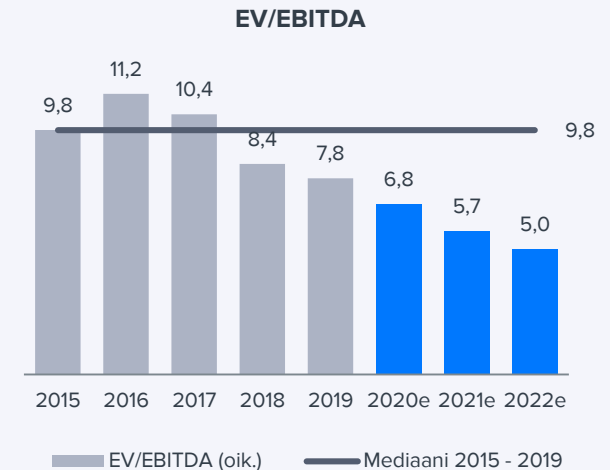
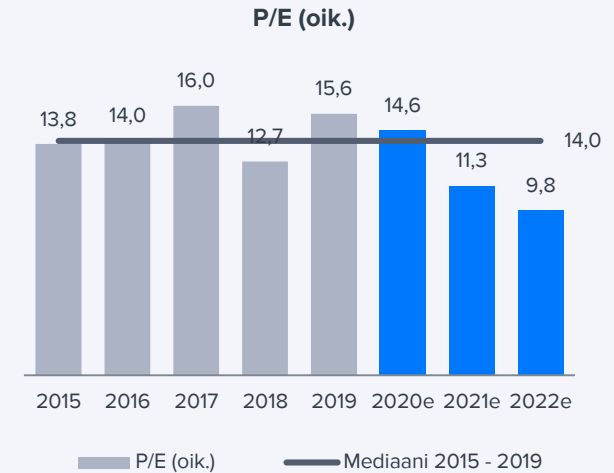
romahdettua ja riskinottohalukkuuden heikennettyä voimakkaasti. Tällä hetkellä osakemarkkinat antavat poikkeuksellisen vähän painoa tulevaisuuden tuloskasvulle, koska näkyvyyttä ei ole.

## Arvostuskertoimet ovat kohtuullisia

Etteplanin osake on laskenut koronaviruksen kärjistyttyä viimeisen kuukauden aikana noin 37 %, mutta samalla myös ennusteemme ovat laskeneet voimakkaasti ja sektorin hyväksyttävä arvostus on laskenut samalla korkean epävarmuuden takia. Lisäksi osakkeen arvostus oli alkuvuonna välillä venytetty.

Osakkeen 2020e P/E on nyt noin 15x, mikä on edelleen suunnilleen sama kuin yhtiön historiallinen arvostus (2014-2019 mediaani noin 14x). Tulosenusteemme sisältävät nyt EPS:n noin 35 %:n laskun viime vuodesta, joten odotukset eivät ole kohtuuttomia edes nykytilanteessa. Vuoden 2021 ennusteilla P/E on nyt noin 11x, mikä on mielestämme erittäin maltillinen. Emme kuitenkaan uskalla nojata ensi vuoden tulospohjaiseen poikkeuksellisen korkeassa epävarmuudessa ennen kuin näkyvyys paranee. Näin ollen osake ei saa vielä tukea lähivuosien mahdollisesta tuloskasvusta.

Etteplanin tulosta ja sitä kautta P/E-lukua painavat tällä hetkellä korkeat yritysostoihin liittyvät aineettomat poistot, joilla ei ole kassavirtavaikutusta. Tämän takia painotamme hieman enemmän EV/EBITDA-kertoimia, jotka ovat nyt noin 7x vuoden 2020 ennusteilla ja vain noin 6x ensi vuoden ennusteilla. Molemmat ovat erittäin maltillisia, mutta eivät toisaalta mitenkään poikkeuksellisia nykyisessä markkinatilanteessa. Historiallisesti Etteplanille on hyväksytty noin 8x EV/EBITDA-kerronin kuluvan vuoden ennusteilla, joten tärkeimmillä kertoimilla Etteplan on nyt arvostettu suunnilleen historialliselle tasolle.



*Huomautua: graafeissa oleva mediaani indikoi tasoa toteutuneilla luvuilla, ei ennusteilla kuten tekstissä.*

## Arvomääritys (2/3)

Ennustamme Etteplanin jatkavan epävirallista osinkopolitiikkaansa eli maksavan noin 50 % tuloksestaan osinkoina. Tämä tarkoittaisi tällä hetkellä noin 3,4 %:n osinkotuottoa keväällä 2021. Taso on kasvuyhtiölle kohtuullisen hyvä.

### Verrokkiryhmän tuki on poikkeustilanteessa heikko

Etteplanille on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pääasiassa ruotsalaisten listattujen ansiosta. Etteplan on historiassa hinnoiteltu selkeällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, mutta tämä ei ole mielestämme enää perusteltua. Etteplan on todistanut olevansa toimialan edelläkävijä ja viime vuosien (tulos)kasvuluvut ovat verrokkiryhmää parempia.

Yleensä verrokkiryhmä antaa Etteplanin arvostukselle hyvän kehikon, mutta nykyisessä poikkeuksellisessa tilanteessa verrokkiryhmän arvostus on mielestämme harhaanjohtava. Tämä johtuu siitä, että verrokkien tällä hetkellä todella houkuttelevat arvostukset perustuvat arviomme mukaan konsensusennusteisiin, joita ei ole vielä päivitetty koronaviruksen vaikutuksilla. Laskimme itse Etteplanin 2020 tulosenusteita noin 35 % ja epäilemme, että verrokkiryhmän ennusteissa on samantyyllisiä korjaustarpeita. Näin ollen konsensusennusteissa voi hyvin olla tällä hetkellä 20-40 % ilmaa. Koko verrokkiryhmän osakekurssit ovat laskeneet voimakkaasti, joten markkinat ovat hinnoitelleet vastaavia pudotuksia myös muille.

Verrokkiryhmän 2020e mediaani P/E on tällä hetkellä noin 10-11x ja EV/EBITDA noin 6x. Jos verrokkiryhmän tulosenusteissa olisi tällä hetkellä esimerkiksi 30 % ilmaa, olisivat vastaavat kertoimet suunnilleen 15x ja noin 8-9x. Silloin arvostus olisi pitkälti linjassa Etteplanin tämän hetken arvostuksen kanssa, ja tukisi näkemystämme siitä, että Etteplan on tällä hetkellä suunnilleen oikein hinnoiteltu. Oletukseen liittyy

kuitenkin paljon epävarmuutta, joten juuri nyt yleensä hyvä verrokkiryhmä on varsin hyödytön. Olemme kuitenkin esittäneet verrokkiryhmän liitteissä.

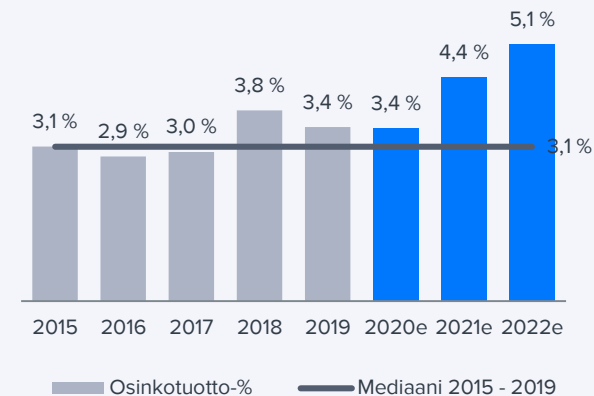
### Kassavirtalaskelma indikoisi korkeampaa arvoa

Annamme arvonnäilyksessä rahavirtamallille (DCF) yleensä pienen painoarvon, koska laskelma on erittäin herkkä pienillekin muutoksille mm. terminaali-jakson oletuksissa. Se toimii kuitenkin tukena muulle arvonnäilykselle, ja antaa tällä hetkellä mahdollisesti kohtuullisen kuvan osakkeen käyvästä arvosta sen jälkeen, kun koronatilanne on ohi. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on nyt noin 8 euroa, mikä on mielestämme pidemmällä aikavälillä hyvin realistinen Etteplanille.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaali-jaksolla vain 2,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali on yhtiölle kohtuullinen 7,0 %:iin liikevaihdosta. Huomautamme, että nämä luvut ovat oletuksia syklin yli menevistä keskiarvoista ja hyvinä vuosina Etteplan pystyy paljon parempaan.

Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen eli noin 54 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 9,2 % ja oman pääoman kustannus on 9,9 %, mitkä huomioivat mielestämme koronaviruksen mukana selvästi noussutta riskitasoa. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeetti-preemio 0,75 % ja beta 1,3. Riskitön korko on tällä hetkellä todellisuudessa matalampi ja riskipreemio vastaavasti merkittävästi korkeampi, mutta kokonaisuuden kannalta oleellista on mielestämme se, että WACC ja oman pääoman kustannus ovat järkeviä pitkällä aikavälillä. Tämä mielestämme toteutuu tällä hetkellä.

### Osinkotuotto-%



Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	166	166	166
Yritysarvo (EV)	209	200	189
P/E (oik.)	14,6	11,3	9,8
P/E	14,6	11,3	9,8
P/Kassavirta	23,5	10,5	8,7
P/B	2,1	1,9	1,7
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,8	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	13,4	10,1	8,4
Osinko/tulos (%)	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,4 %	5,1 %

Lähde: Inderes

# Arvomääritys (3/3)

## Pitkän tähtäimen tarina vaikuttaa edelleen hyvältä

Pidämme Etteplania edelleen vahvana sijoitustarinana pitkällä aikavälillä, koska yhtiö on näkemyksemme mukaan selkeä edelläkävijä toimialallaan, yhtiön johdetut palvelut (MS) -liiketoimintamalli on perinteistä merkittävästi parempi, yhtiö on tehnyt järkeviä investointeja ohjelmisto- ja IoT-osaamiseen ja pystyy näin vastaamaan tulevaisuuden haasteisiin, yhtiöllä on hyvin toimiva Kiinan offshoring-mahdollisuus (ja myöhemmin kasvumahdollisuus myös Kiinan sisämarkkinalla), vahvat referenssit ja hyvä maine toimialalla. Yhtiöllä on lisäksi erittäin hyvä track-record omistaja-arvon luonnista sekä yritysostoista, jotka ovat onnistuneet valtaosin erittäin hyvin (osassa toki on vielä näytöt antamatta). Pidämme siis Etteplania yleisesti laadukkaana ja hyvin johdettuna yhtiönä.

Kokonaisuudessaan Etteplanilla on sijoitustarinassaan siis paljon houkuttelevia elementtejä, mutta yhtiö ei voi juurikaan luoda kysyntää omilla toimillaan, vaan on riippuvainen merkittävin osin syklisen asiakaskuntansa kehityksestä. Tämä on nykyisessä tilanteessa merkittävä negatiivinen tekijä, sillä talousnäkyvä on ainakin tällä hetkellä erittäin synkkä ja investointikysynnän elpymiseen voi kulua pitkään. Tämä on suurin syy varovaisuuteen, mikä on mielestämme tällä hetkellä perusteltua.

## Tavoitehintaja suositus

Toistamme Etteplanille vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintamme 6,5 euroon (aik. 10,5 euroa). Huomautamme, että aiempi tavoitehintamme on annettu ennen koronaviruksen etenemistä Euroopassa ja tehty silloin täysin erilaisilla oletuksilla toimintaympäristön kehityksestä. Syyt suureen muutokseen tavoitehinnassa ovatkin valtaosin ulkoisia

ja liittyvät pitkälti koronaviruksen synkkiin talousvaikutuksiin, jotka heijastuvat myös Etteplaniin.

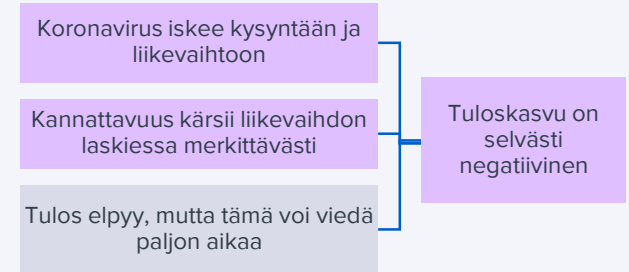
Arviomme mukaan Etteplanin käypä arvo on nykyistä osakekurssia merkittävästi korkeampi, kun koronaviruksesta on selvitty yli ja markkinatilanne sekä sitä kautta tulostaso ovat normalisoituneet. Tällä hetkellä näkyvyyttä elpymiseen ei kuitenkaan ole, ja on hyvin mahdollista, että edessä on pidempikin taantuma eikä odottamamme tuloksen elpyminen toteudu lähivuosina. Poikkeuksellisessa tilanteessa sijoittajien tuottovaatimukset ovat todella korkeita, mikä painaa hyväksyttävää arvostustasoa mahdollisesti pitkään.

Vaikka Etteplan on arviomme mukaan lopulta yksi niistä sektorin yhtiöistä, jotka tulevat kriisistä läpi voittajien joukossa, lähiaikojen näkymät ovat silti synkät. Jos koronaviruskriisi etenee kuten ennakoimme, edessä on negatiivinen tulosvaroitusta ja merkittävä tuloskuoppa lähivartaleilla. Ajoituksellisesti tilanne vaikuttaa siis erittäin huonolta, vaikka pitkäaikaisen sijoittajan tuotto-odotus onkin arviomme mukaan nykytasolla kohtuullisen hyvä. Kehotamme sijoittajia toistaiseksi seuraamaan kehitystä sivussa ja odottamaan parempi ostopaikkoja Etteplanin pitkän aikavälin kasvutarinaan.

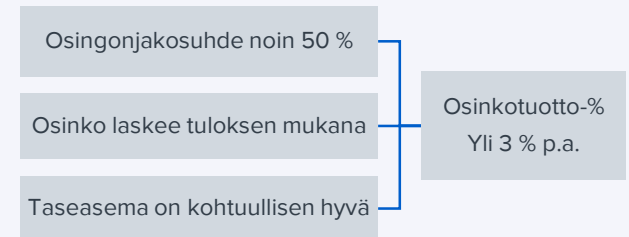
## Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

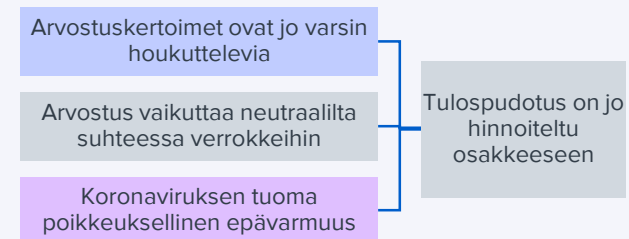
### Tuloskasvun ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



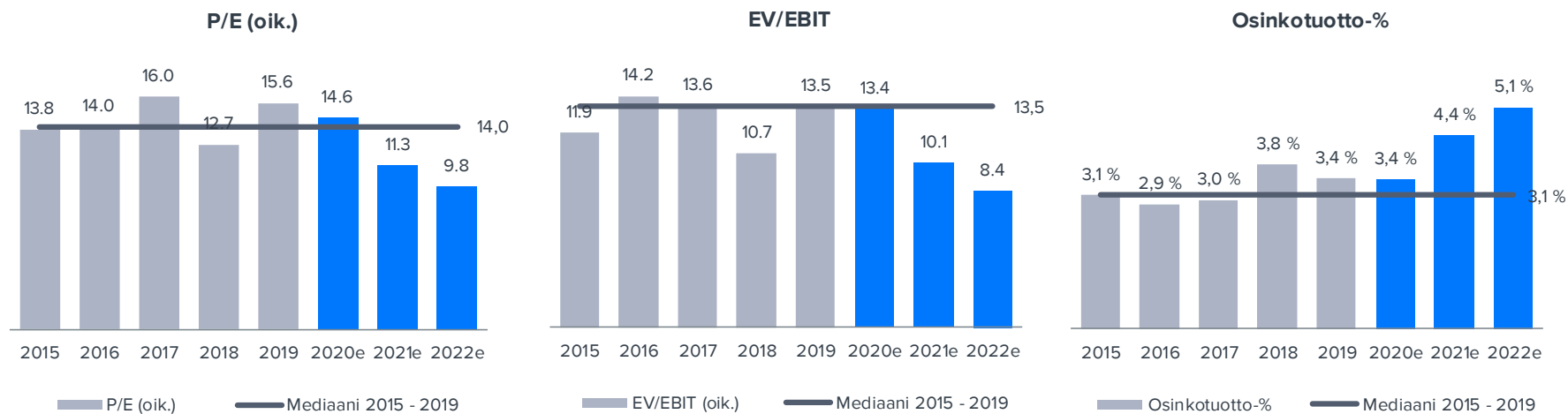
Osakkeen kokonaistuotto-odotus  
(n. -5...+5 % 12 kk)



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,90	5,58	7,78	7,94	10,2	6,66	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	20,0	22,8	24,5	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	100	137	191	198	253	166	166	166	166
Yritysarvo (EV)	114	167	216	218	294	209	200	189	179
P/E (oik.)	13,8	14,0	16,0	12,7	15,6	14,6	11,3	9,8	8,7
P/E	16,0	17,1	16,6	13,0	14,6	14,6	11,3	9,8	8,7
P/Kassavirta	37,4	neg.	16,4	49,0	neg.	23,5	10,5	8,7	8,8
P/B	2,9	2,6	3,3	2,9	3,3	2,1	1,9	1,7	1,5
P/S	0,7	0,7	0,9	0,8	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	1,0	0,9	1,1	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	9,8	11,2	10,4	8,4	7,8	6,8	5,7	5,0	4,4
EV/EBIT (oik.)	11,9	14,2	13,6	10,7	13,5	13,4	10,1	8,4	7,1
Osinko/tulos (%)	49,8 %	53,0 %	49,2 %	49,0 %	50,3 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	2,9 %	3,0 %	3,8 %	3,4 %	3,4 %	4,4 %	5,1 %	5,7 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

*Arviomme mukaan verrokkiryhmän konsensusennusteet ovat ainakin osittain päivittämättä koronaviruksen aiheuttaman äkillisen markkinatilanteen muutoksen jälkeen. Näin ollen suosittelemme suhtautumaan verrokkiryhmän arvostukseen äärimmäisen suurella varauksella.*

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
ÅF Pöyry	153,80	1406	1343	7,4	6,8	5,4	5,0	10,9	10,0	4,2	4,7	1,6
Sweco	268,80	2715	3259	16,7	15,7	11,0	10,4	18,5	17,3	2,7	2,9	3,8
Rejlers	78,80	124	161	9,8	8,3	5,0	4,6	11,4	9,6	4,1	5,2	1,5
Alten	62,10	2084	2254	8,1	7,6	6,8	6,4	10,2	9,4	1,7	1,7	1,6
Bertrandt	30,00	308	387	6,7	5,6	4,2	3,6	8,5	7,1	4,7	5,6	0,7
eWork	51,00	77	112	8,9	7,6	7,2	6,4	8,9	7,6	10,0	11,0	4,9
Vincit	3,20	38	36	35,7	11,9	8,9	5,9	11,7	10,9	4,4	4,8	1,8
Staffline	20,80	12	120	8,4	4,7	4,4	3,8	0,8	0,6			
<b>Etteplan (Inderes)</b>	<b>6,66</b>	<b>166</b>	<b>209</b>	<b>13,4</b>	<b>10,1</b>	<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>14,6</b>	<b>11,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>12,7</b>	<b>8,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>10,1</b>	<b>9,1</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>8,6</b>	<b>7,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,5</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>1,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>55 %</b>	<b>32 %</b>	<b>12 %</b>	<b>4 %</b>	<b>38 %</b>	<b>18 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>30 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>236</b>	<b>65,6</b>	<b>64,3</b>	<b>61,5</b>	<b>71,8</b>	<b>263</b>	<b>70,0</b>	<b>66,0</b>	<b>55,1</b>	<b>68,1</b>	<b>259</b>	<b>283</b>	<b>300</b>	<b>315</b>
Konserni	236	65,6	64,3	61,5	71,8	263	70,0	66,0	55,1	68,1	259	283	300	315
<b>Käyttökate</b>	<b>26,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>	<b>9,9</b>	<b>37,5</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,9</b>	<b>30,7</b>	<b>35,0</b>	<b>37,7</b>	<b>40,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-5,8	-3,2	-3,3	-3,8	-4,4	-14,7	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-15,1	-15,2	-15,2	-15,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>20,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>21,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>15,6</b>	<b>19,8</b>	<b>22,5</b>	<b>25,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>20,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>22,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>15,6</b>	<b>19,8</b>	<b>22,5</b>	<b>25,2</b>
Konserni	20,2	5,8	5,8	5,7	5,6	22,8	4,9	4,0	2,7	4,1	15,6	19,8	22,5	25,2
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>19,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>21,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>14,6</b>	<b>18,9</b>	<b>21,7</b>	<b>24,5</b>
Verot	-4,1	-1,3	-1,2	-0,9	-1,2	-4,5	-1,0	-0,8	-0,5	-0,8	-3,2	-4,2	-4,8	-5,4
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
<b>Nettotulos</b>	<b>15,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>17,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>11,4</b>	<b>14,8</b>	<b>16,9</b>	<b>19,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,62</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,16</b>	<b>0,14</b>	<b>0,65</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>	<b>0,46</b>	<b>0,59</b>	<b>0,68</b>	<b>0,77</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,61</b>	<b>0,17</b>	<b>0,18</b>	<b>0,19</b>	<b>0,16</b>	<b>0,70</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>	<b>0,46</b>	<b>0,59</b>	<b>0,68</b>	<b>0,77</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19</b>	<b>Q3'19</b>	<b>Q4'19</b>	<b>2019</b>	<b>Q1'20e</b>	<b>Q2'20e</b>	<b>Q3'20e</b>	<b>Q4'20e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	10,1%	11,3 %	3,7 %	17,0 %	14,2 %	11,3 %	6,7 %	2,5 %	-10,5 %	-5,1 %	-1,5 %	9,3 %	6,0 %	5,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	28,7 %	29,5 %	0,3 %	12,0 %	-11,6 %	6,0 %	-17,9 %	-31,1 %	-45,7 %	-19,5 %	-28,1 %	26,7 %	13,8 %	12,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	11,0 %	13,6 %	14,2 %	15,5 %	13,8 %	14,3 %	12,4 %	11,7 %	11,7 %	11,5 %	11,8 %	12,4 %	12,5 %	12,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	8,7 %	9,1 %	9,0 %	8,0 %	7,1 %	8,3 %	7,0 %	6,0 %	4,8 %	6,0 %	6,0 %	7,0 %	7,5 %	8,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	6,5 %	6,6 %	7,0 %	7,6 %	5,4 %	6,6 %	5,2 %	4,4 %	3,4 %	4,4 %	4,4 %	5,2 %	5,6 %	6,1 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>91,0</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>125</b>	<b>125</b>
Liikearvo	65,2	79,0	79,0	79,0	79,0
Aineettomat hyödykkeet	20,9	27,5	27,2	28,3	27,0
Käyttöomaisuus	4,1	17,3	17,3	17,3	18,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>69,6</b>	<b>78,4</b>	<b>79,5</b>	<b>84,8</b>	<b>88,6</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	22,5	22,5	22,5	22,5
Myyntisaamiset	53,1	39,7	44,1	48,2	51,0
Likvidit varat	16,1	15,9	13,0	14,2	15,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>161</b>	<b>203</b>	<b>204</b>	<b>210</b>	<b>213</b>

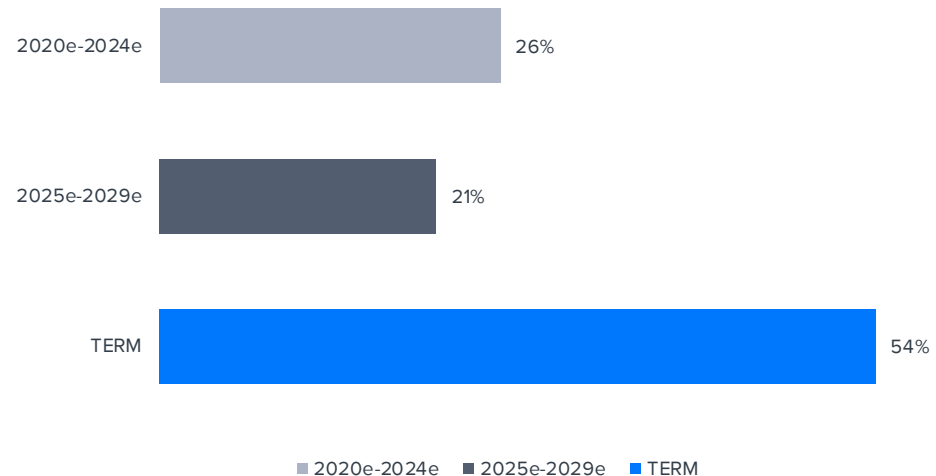
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>67,5</b>	<b>76,7</b>	<b>79,4</b>	<b>88,5</b>	<b>98,0</b>
Osakepääoma	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kertyneet voittovarot	39,8	49,8	52,5	61,5	71,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	6,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Muu oma pääoma	16,0	20,2	20,2	20,2	20,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>30,7</b>	<b>39,6</b>	<b>42,8</b>	<b>38,3</b>	<b>31,9</b>
Laskennalliset verovelat	4,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	24,1	33,1	36,3	31,8	25,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>62,4</b>	<b>86,5</b>	<b>81,6</b>	<b>83,4</b>	<b>83,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	12,1	23,1	19,5	15,8	11,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	50,2	61,0	59,6	65,2	69,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	2,4	2,4	2,4	2,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>161</b>	<b>203</b>	<b>204</b>	<b>210</b>	<b>213</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>22,8</b>	<b>15,6</b>	<b>19,8</b>	<b>22,5</b>	<b>25,2</b>	<b>26,2</b>	<b>25,6</b>	<b>26,5</b>	<b>27,3</b>	<b>26,2</b>	<b>26,9</b>	
+ Kokonaispoistot	14,7	15,1	15,2	15,2	15,3	15,7	16,4	17,0	17,6	18,1	18,7	
- Maksetut verot	-2,7	-3,2	-4,2	-4,8	-5,4	-5,6	-5,5	-5,7	-5,8	-5,6	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,1	-5,4	1,4	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	0,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>38,8</b>	<b>21,9</b>	<b>32,1</b>	<b>33,7</b>	<b>35,9</b>	<b>36,9</b>	<b>37,1</b>	<b>38,4</b>	<b>39,5</b>	<b>39,2</b>	<b>40,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-48,1	-14,9	-16,3	-14,6	-16,9	-17,6	-18,3	-18,8	-19,2	-19,8	-20,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-11,4</b>	<b>7,1</b>	<b>15,8</b>	<b>19,1</b>	<b>19,0</b>	<b>19,4</b>	<b>18,8</b>	<b>19,6</b>	<b>20,3</b>	<b>19,5</b>	<b>20,1</b>	
+/- Muut	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,4	7,1	15,8	19,1	19,0	19,4	18,8	19,6	20,3	19,5	20,1	306
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>6,6</b>	<b>13,5</b>	<b>15,0</b>	<b>13,6</b>	<b>12,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>129</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		240	233	220	205	191	179	167	157	146	137	129
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>240</b>										
- Korolliset velat		-56,3										
+ Rahavarat		15,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>200</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,0</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	214,8	236,5	263,3	<b>259,3</b>	<b>283,3</b>	EPS (raportoitu)	0,47	0,61	0,70	<b>0,46</b>	<b>0,59</b>
Käyttökate	20,8	26,0	37,5	<b>30,7</b>	<b>35,0</b>	EPS (oikaistu)	0,49	0,62	0,65	<b>0,46</b>	<b>0,59</b>
Liikevoitto	15,5	20,2	22,8	<b>15,6</b>	<b>19,8</b>	Operat. kassavirta / osake	0,75	1,01	1,55	<b>0,88</b>	<b>1,29</b>
Voitto ennen veroja	14,7	19,4	21,9	<b>14,6</b>	<b>18,9</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,47	0,16	-0,13	<b>0,28</b>	<b>0,63</b>
Nettovoitto	11,5	15,3	17,4	<b>11,4</b>	<b>14,8</b>	Omapääoma / osake	2,36	2,71	3,07	<b>3,18</b>	<b>3,54</b>
Kertaluontoiset erät	-0,4	-0,3	1,1	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,23	0,30	0,35	<b>0,23</b>	<b>0,30</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	144,4	160,6	202,9	<b>203,8</b>	<b>210,2</b>	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	10 %	11 %	<b>-2 %</b>	<b>9 %</b>
Oma pääoma	57,9	67,5	76,7	<b>79,4</b>	<b>88,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	39 %	25 %	44 %	<b>-18 %</b>	<b>14 %</b>
Liikearvo	59,0	65,2	79,0	<b>79,0</b>	<b>79,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	35 %	29 %	6 %	<b>-28 %</b>	<b>27 %</b>
Nettovelat	24,9	20,1	40,4	<b>42,8</b>	<b>33,4</b>	EPS oik. kasvu-%	21 %	29 %	5 %	<b>-30 %</b>	<b>29 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	9,7 %	11,0 %	14,3 %	<b>11,8 %</b>	<b>12,4 %</b>
Käyttökate	20,8	26,0	37,5	<b>30,7</b>	<b>35,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	7,4 %	8,7 %	8,3 %	<b>6,0 %</b>	<b>7,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	2,5	4,1	<b>-5,4</b>	<b>1,4</b>	Liikevoitto-%	7,2 %	8,5 %	8,7 %	<b>6,0 %</b>	<b>7,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	18,3	25,1	38,8	<b>21,9</b>	<b>32,1</b>	ROE-%	20,8 %	24,4 %	24,1 %	<b>14,6 %</b>	<b>17,6 %</b>
Investoinnit	-6,7	-15,4	-48,1	<b>-14,9</b>	<b>-16,3</b>	ROI-%	17,3 %	20,6 %	19,3 %	<b>11,6 %</b>	<b>14,6 %</b>
Vapaa kassavirta	11,6	4,0	-3,4	<b>7,1</b>	<b>15,8</b>	Omavaraisuusaste	40,9 %	42,9 %	38,9 %	<b>40,0 %</b>	<b>43,3 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	43,0 %	29,8 %	52,6 %	<b>53,9 %</b>	<b>37,8 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Ingman Group Oy Ab			66,1 %			EV/Liikevaihto	1,0	0,9	1,1	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
Oy Fincorp Ab			10,0 %			EV/EBITDA (oik.)	10,4	8,4	7,8	<b>6,8</b>	<b>5,7</b>
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma			4,0 %			EV/EBIT (oik.)	13,6	10,7	13,5	<b>13,4</b>	<b>10,1</b>
Tuori Klaus			1,6 %			P/E (oik.)	16,0	12,7	15,6	<b>14,6</b>	<b>11,3</b>
VAS Invest Oy			1,5 %			P/B	3,3	2,9	3,3	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka			1,4 %			Osinkotuotto-%	3,0 %	3,8 %	3,4 %	<b>3,4 %</b>	<b>4,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.3.2017	Vähennä	7,50 €	7,58 €
10.4.2017	Lisää	7,50 €	6,66 €
4.5.2017	Lisää	8,00 €	7,62 €
26.7.2017	Vähennä	8,50 €	8,79 €
11.8.2017	Vähennä	9,00 €	8,90 €
26.9.2017	Lisää	9,00 €	8,29 €
26.10.2017	Vähennä	9,00 €	8,76 €
17.11.2017	Osta	9,00 €	7,55 €
10.12.2018	Lisää	9,00 €	8,32 €
9.2.2018	Lisää	8,20 €	7,62 €
4.5.2018	Lisää	8,50 €	8,06 €
15.8.2018	Lisää	10,00 €	9,00 €
27.9.2018	Vähennä	10,00 €	9,80 €
31.10.2018	Vähennä	8,50 €	8,30 €
2.1.2019	Lisää	8,40 €	7,94 €
8.2.2019	Vähennä	8,40 €	8,34 €
9.5.2019	Lisää	9,20 €	8,72 €
1.7.2019	Vähennä	9,20 €	9,10 €
14.8.2019	Vähennä	9,50 €	9,58 €
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 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**