

Etteplan

Laaja raportti

23.11.2021 07:25



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Teknologiapalveluyhtiöiden eliittiä

Etteplan on onnistunut erinomaisesti muodonmuutoksessaan teknologiapalveluyhtiöksi, jolla on vankka ja laaja-alainen osaaminen myös ohjelmistoratkaisuissa. Näytöt kannattavasta kasvusta ovat vahvoja ja tuloskasvu jatkuu myös tulevaisuudessa, mutta arviomme mukaan jo nyt erinomaista kannattavuutta on jatkossa vaikea parantaa. Tämä painaa tuloskasvunopeutta samalla, kun osakkeen arvostustaso on käytännössä historiallisen korkea (2022e P/E ~20x). Haastavan arvostustason takia toistamme vähennä-suosituksen tavoitehinnalla 17,0 euroa.

Insinööritoimistosta teknologiapalveluyhtiöiden eliittiin

Tuotesuunnittelun erikoisosaaja Etteplan on pitkäjänteisen strategiatyön ansiosta muuttunut ”insinööritoimistosta” laaja-alaista osaamista sisältäväksi teknologiapalveluyhtiöksi. Yhtiö on useiden yritysostojen tukemana rakentanut suuren ohjelmistoyhtiön (ohjelmisto-osaajia yli 700), jonka osaamisalueita yhtiö on viime aikoina vahvistanut pilviratkaisuihin ja sovelluksiin. Mielestämme Etteplan on onnistunut oikeilla strategisilla liikkeillä vahvistamaan kilpailuetua ja yhtiöllä on varsin ainutlaatuinen tarjontakokonaisuus. Yhtiö on pitkään ollut toimialansa edelläkävijä ja mielestämme johdetut palvelut (Managed Services) -liiketoimintamalli on huomattavasti alan perinteistä liiketoimintamallia parempi. Lisäksi laskemme Etteplanin kilpailuetuihin laajan osaamis pohjan tärkeillä ohjelmistot- ja sulautetut järjestelmät -alueilla sekä hyvin toimivan Kiinan offshoring-palvelun. Seuraava askel kasvutarinassa on todennäköisesti strateginen laajentuminen Keski-Eurooppaan, jossa yhtiöllä on nyt jo kohtuullisen kokoinen kasvupohja. Mahdollisuuksia tarjoaa myös Kiinan palvelumarkkinan avautuminen.

Tuloskasvutarina jatkuu, mutta nykytasolta kannattavuutta on vaikea parantaa

Etteplanin näytöt kannattavasta kasvusta ovat erittäin hyvät, ja yhtiö selviytyi koronapandemiasta lopulta erittäin vähin vaurioin. Tällä hetkellä kysyntätilanne on erittäin hyvä ja näkymät valtaosin positiiviset. Etteplan on kuitenkin siinä mielessä oman menestyksensä vanki, että tuloskasvuennusteita painaa merkittävästi jo nyt erittäin hyvä kannattavuus. Näkemyksemme mukaan historiallisen hyvältä tasolta (2021e EBITA 10,5 % eli yli yhtiön 10 %:n tavoitetason) on haastavaa parantaa, varsinkin kun kaikki liiketoiminnot ovat jo hyvässä tuloskunnossa. Hiljalleen tämä on toki mahdollista liikevaihdon kasvaessa todennäköisesti nopeammin paremmin kannattavissa liiketoiminnoissa, mutta tämä rakennemuutos on hidaskasvu. Kun kannattavuus ei tarjoa tulosvipua liikevaihdon kasvulle, ennustamme vuosien 2021-2024 EPS-kasvun olevan ”vain” 8,4 % (CAGR-%, oikaistu EPS). Tämä ei tuki ole huono taso, mutta oikaistu EPS kasvoi noin 15 % vuosittain 2015-2020 (CAGR-%). Ennusteemme eivät kuitenkaan sisällä uusia yritysostoja, joilla yhtiö voi onnistuessaan kiihdyttää tuloskasvua myös tulevaisuudessa.

Pääsilyppu kasvutarinaan on arvokas

Etteplanin arvostustaso on käytännössä historiallisen korkea samalla, kun yhtiö tekee erinomaista tulosta. Arvostuskertoimet ovat korkeita sekä absoluuttisesti (2022e P/E noin 20x, yli 20 % historiaa korkeampia) että suhteessa verrokkiryhmään (lievä preemio). Etteplanin näytöt kannattavasta kasvusta ovat vakuuttavat, mutta tuloskasvunäkymä on nyt aiempaa heikompi ja arvostus merkittävästi aiempaa korkeampi. Toisaalta myös vakautta on aiempaa enemmän ja suurimmat riskit liittyvät arvostuksen kestävyysasteeseen. Jos P/E palaisi 15x tasolle, tämä tarkoittaisi osakkeelle noin 24 %:n laskua. Emme pidä tätä todennäköisenä, mutta toisaalta nousupotentiaalia arvostuksessa emme näe. Positiivinen näkemyksemme Etteplanin kilpailueduista ja omistaja-arvon luonnista on ennallaan, mutta jäämme silti kärsivällisesti odottamaan houkuttelevampia ostopaikkoja tarinaan.

Suositus

Vähennä

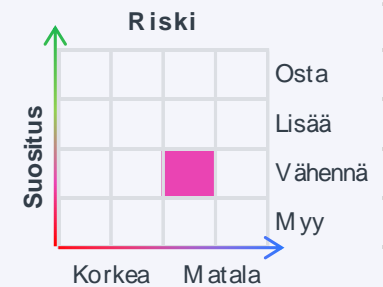
(aik. Vähennä)

17,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

17,90



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	260	298	327	351
kasvu-%	-1 %	15 %	10 %	7 %
EBIT oik.	23,3	26,6	29,9	32,9
EBIT-% oik.	9,0 %	8,9 %	9,1 %	9,4 %
Nettotulos	17,1	19,9	22,8	24,8
EPS (oik.)	0,72	0,82	0,91	0,99

P/E (oik.)	17,9	21,8	19,6	18,0
P/B	3,7	4,5	4,0	3,6
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,2 %	2,5 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	15,6	18,2	15,9	14,1
EV/EBITDA	9,0	11,1	9,8	8,8
EV/Liikevaihto	1,4	1,6	1,5	1,3

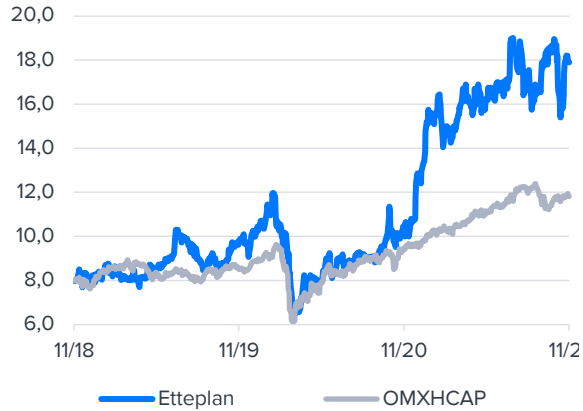
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

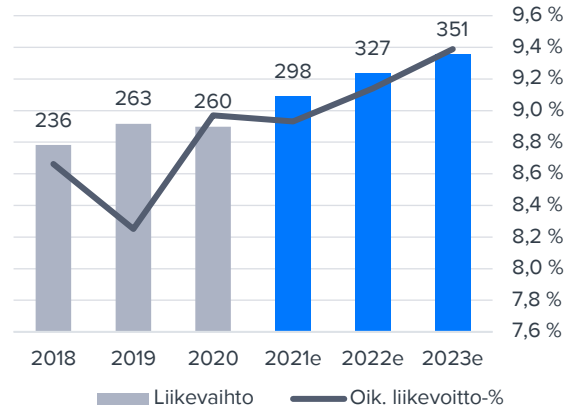
Etteplan arvioi vuoden 2021 liikevaihdon olevan 295-310 MEUR ja liikevoiton (EBIT) olevan 25-28 MEUR.

Osakekurssi



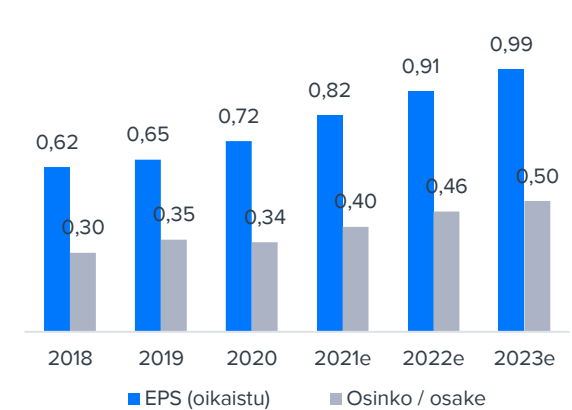
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Markkinakysynnän vaimeneminen
- Nykyisen vahvan kannattavuuden kestävyys
- Asiakkaiden syklisyyteen liittyvät kysynnän vaihtelut
- Kilpailun mahdollinen kiristyminen
- Yritysosojen integraatiossa epäonnistuminen
- Väliinpuotoajaksi jääminen toimialalla

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	448	448	448
Yritysarvo (EV)	486	476	465
P/E (oik.)	21,8	19,6	18,0
P/E	22,5	19,6	18,0
P/Kassavirta	38,1	22,1	19,1
P/B	4,5	4,0	3,6
P/S	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	11,1	9,8	8,8
EV/EBIT (oik.)	18,2	15,9	14,1
Osinko/tulos (%)	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,5 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

<u>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</u>	5-11
<u>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</u>	13-14
<u>Sijoitusprofiili</u>	15-17
<u>Palvelualueiden esittely ja kilpailijat</u>	18-22
<u>Taloudellinen tilanne</u>	23-24
<u>Ennusteet</u>	25-29
<u>Arvonmääritys</u>	29-33
<u>Taulukot</u>	34-37
<u>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</u>	38

Avainlukuja

~20 %

Oman pääoman tuotto, keskiarvo 2000-2020

12,0 %

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2000-2020

7,2 %

Liikevoitto-%:n keskiarvo 2000-2020

18 kpl

Yritystoa 2010-2020*

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 laitosuunnittelussa
- Laaja palvelutarjoama digitaaliseen muutokseen
- Toimialalle poikkeuksellinen osaamiskokonaisuus sisältäen laitesuunnittelun lisäksi erilaiset ohjelmistoratkaisut sekä teknisen dokumentaation

Kilpailu

Suuret pohjoismaiset
ja eurooppalaiset
toimijat



bertrandt

Keskisuuret
suomalaiset /
ruotsalaiset
toimijat



citec



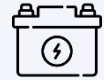
Suurimmat asiakassegmentit



Metsä, sellu
ja paperi 14 %



Teollisuuden
laitteet 14 %



Energia ja
sähkönsiirto 13 %



Kaivos 10 %



Nosto- ja
siirtoala 10 %



ICT 7 %

Kustannusrakenne

3267 hlö (2020)
223 m€ (2020)



Henkilöstökulut
(68 % kustannuksista)



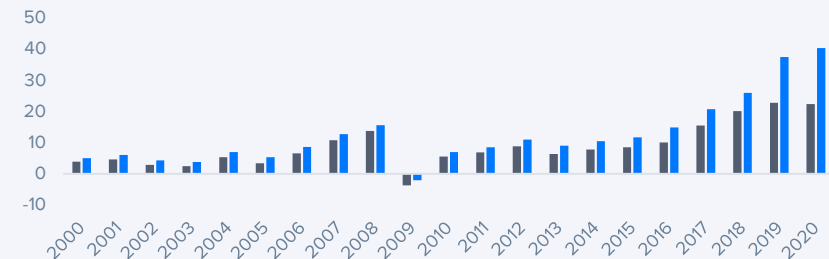
Materiaalit ja palvelut
(9 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(9 %)

Liikevaihto 260 m€
EBITA 26,4 m€ (2020)

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

260 MEUR (-1,4 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

61 %

Johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta (% , 2020)

26,4 MEUR (10,2 % lv:sta)

EBITA-liikevoitto 2020

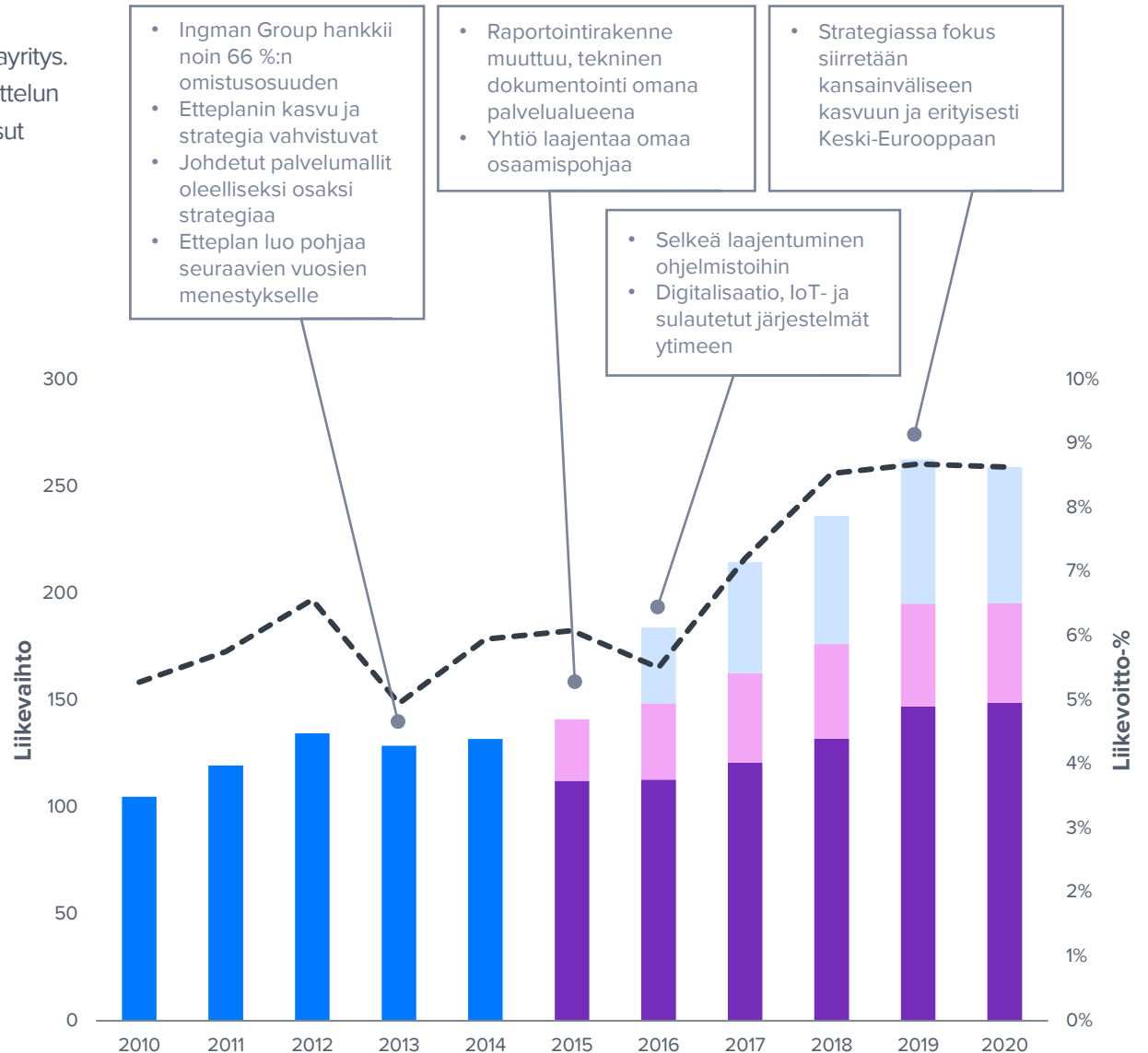
3267

Henkilöstö 2020 lopussa

57% / 25% / 18%

Liikevaihdon jakautuminen vuonna 2020 (pyöristetty):

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Keskikokoinen teknologiapalveluyhtiö

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 henkilöstöä 3625 (Q3'21), joista valtaosa on asiantuntijoita monipuolisilla sektoreilla. Yhtiöllä on kolme palvelualueeta, joiden kautta yhtiön liiketoimintaa voidaan hahmottaa:

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

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

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 kuitenkin keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan sujuvuuteen ja tehokkuuteen. Tämä tekee toiminnosta helposti ulkoistettavan esimerkiksi Etteplanille.

Etteplan on viime vuosina panostanut merkittävästi IoT- ja ohjelmistotekniikan osaamiseen, ja Etteplanista on tullut samalla myös merkittävä ohjelmisto-osaaja (alan asiantuntijoita yli 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).

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

2015

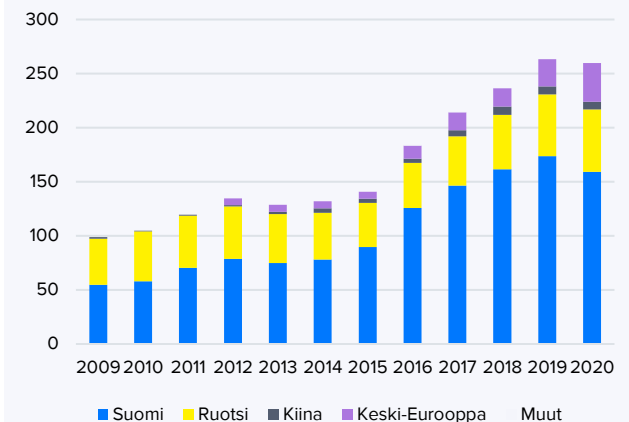
- Liikevaihto 141,1 MEUR
- Liiketulos 9,5 MEUR (6,8 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 2074
- Liiketoiminta keskittynyt suunnitteluratkaisuihin ja valtaosin Suomeen ja Ruotsiin



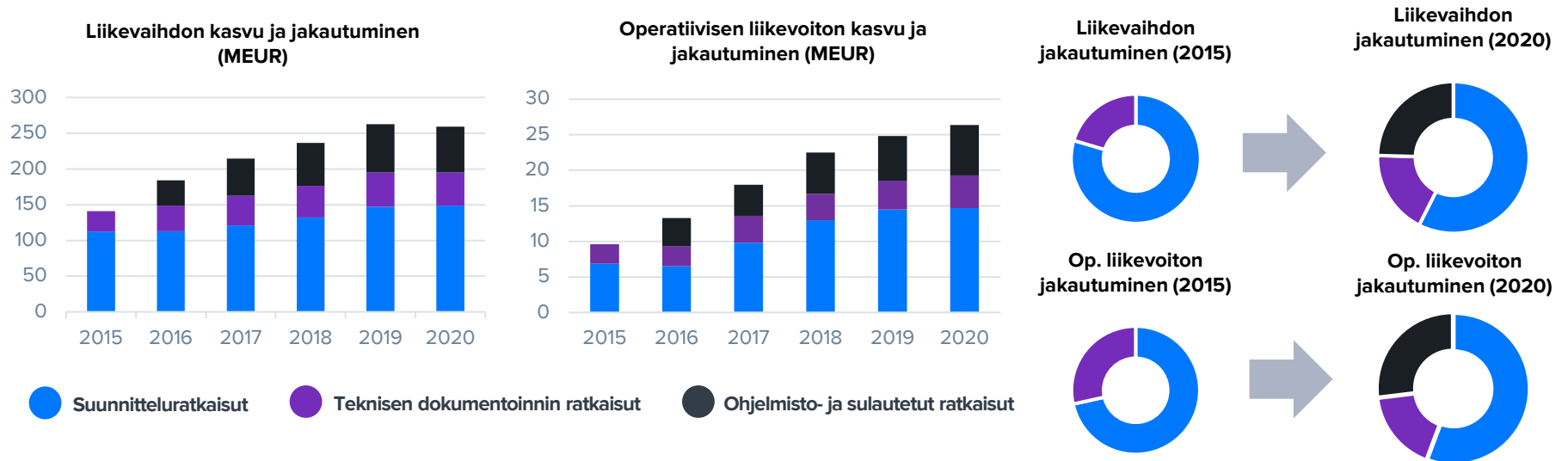
2020

- Liikevaihto 259,7 MEUR
- Liiketulos 22,4 MEUR (8,6 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 3267
- Liiketoiminta laajentunut ohjelmistoratkaisuihin samalla, kun olemassa olleet liiketoiminnat ovat kasvaneet merkittävästi
- Lähes 40 % liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta

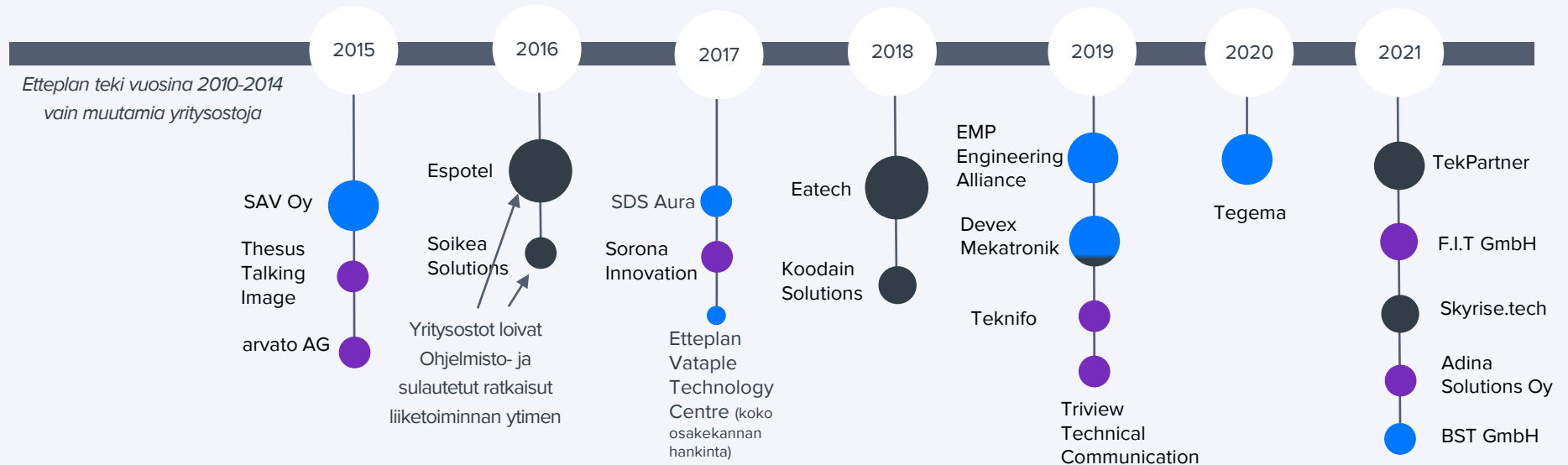
Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (MEUR)



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.

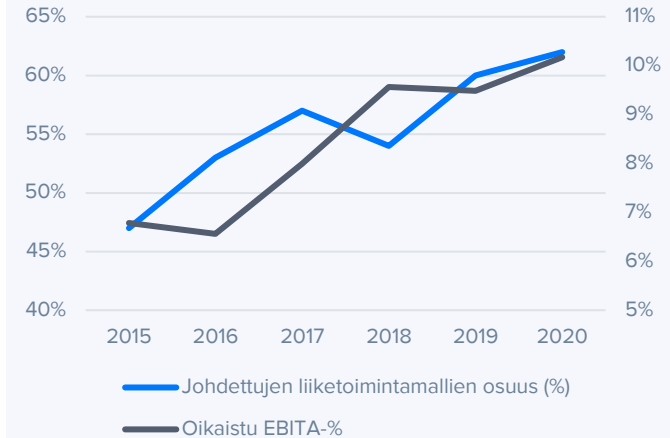
Hinnoittelu on MS-mallissa vapaampaa, koska se perustuu lähtökohtaisesti yhtiön tarjoamaan lisäarvoon. Tuntipohjaisien hintojen vertailu on asiakkaille helppoa ja differointi vaikeaa. Lähtökohtaisesti tehtävään erikoistunut yhtiö pystyy tekemään sen tehokkaammin kuin asiakasyhtiö, jolle kyse on perinteisesti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

Valtaosa liikevaihdosta tulee johdetuista palveluista

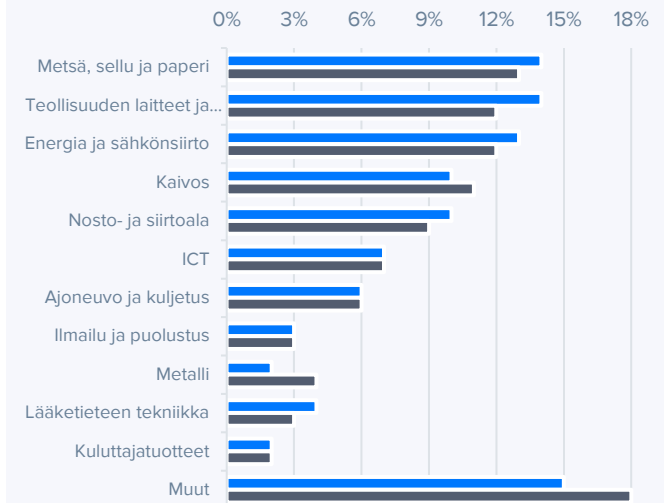
Vuonna 2020 Etteplanin liikevaihdosta 61 %:n osuus tuli johdetuista palveluista, joten valtaosa liikevaihdosta tulee nykyään uudesta liiketoimintamallista. Kokonaan vanha resurssivuokraus ei tule poistumaan, ja se tulee olemaan osa Etteplanin liiketoimintaa myös jatkossa. Etteplanin strateginen tavoite on, että vuonna 2024 johdettujen palveluiden osuus yhtiön liikevaihdosta on 75 %. Tämä on kunnianhimoinen tavoite, mutta mielestämme saavutettavissa.



Johdetut liiketoimintamallit ja kannattavuus



Liikevaihto asiakasryhmittäin (2020, 2019)



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 ja Puolan near shoring -mahdollisuudet joilla on arviomme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön kilpailukykyyn ja kustannustehokkuuteen.

Ohjelmisto-osaamisen yhdistäminen

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

Pitkäaikaiset asiakassuhteet asiakaspohjana.

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

Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli.

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

Etteplanin merkittävimmät heikkoudet

Hinnoittelupaineet. Vaikka Etteplanin liiketoimintamalli on perinteistä parempi, yhtiön kannattavuus on silti altis hintapaineille. Erityisesti heikommassa markkinatilanteessa kustannusten nousua olisi arviomme mukaan haastavaa viedä täysimääräisesti asiakashintoihin. Hyvässä kysyntätilanteessa tämä kuitenkin onnistuu hyvin.

Asiakaskunnan syklisyys. Etteplanin asiakaskunta on pääosin valmistavaa teollisuutta, jonka kysyntä on investointivetoista. Nykyään yhtiön tarjoama on kuitenkin selvästi aiempaa laajempi, minkä syklisyys on pienentynyt. Etteplanin erittäin hyvä kannattavuus läpi koronapandemian kertoi, ettei asiakkaiden syklisyys ole suuri uhka yhtiölle.

Etteplanin merkittävimmät mahdollisuudet

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

Kiinan sisämarkkinan avautuminen. Kiinan palvelumarkkinoiden avautuminen on käynnistynyt viime vuosina, mutta on edelleen lapsen kengissä verrattuna länsimaihin. Kiinaan tulee kuitenkin muodostumaan valtava palvelumarkkina, koska myös paikalliset yhtiöt tulevat tarvitsemaan ja arvostamaan mallin heille tuomaa joustoa ja osaamista. Kasvunäkymä on siis erittäin vahva.



SWOT-analyysin tiivistelmä

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

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

Markkinalla hyvät pitkän aikavälin kasvuajurit. Tuotteiden, teknologian ja näihin liittyvän suunnittelun monimutkaistessa 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 palvelukulttuurin muuttumista Etteplanille suotuisammaksi. Kasvu ei kuitenkaan tule olemaan tasaista Kiinassa tai länsimaissa, vaan investointihyödykkeiden kysynnässä tulee edelleen tapahtumaan vaihtelua.

Etteplanin merkittävimmät uhat

Kilpailun oleellinen kiristyminen. Etteplan on tähän asti kohdannut melko vähän kilpailua Managed Services -liiketoimintamallissa. Pidemmällä tähtäimellä on mahdollista, että yhtiö kohtaa entistä enemmän kilpailua kilpailijoiden huomattaessa mallin korkeamman kannattavuuspotentiaalin. Myös yhä globaalimpi kilpailu voi myös aiheuttaa hinnoittelupaineita toimialalla. Erityisen mielenkiintoinen tilanne on Kiinassa, jossa markkina on vielä nuori.

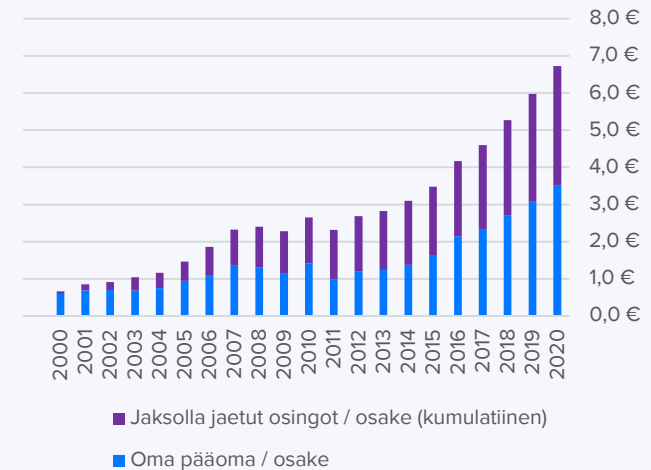
Väliinputoajaksi jääminen. Etteplanin kasvu on ollut pääosin vahvaa, mutta se on edelleen

mahdollinen väliinputoaja koko ajan globaalimmaksi muuttuvalla markkinalla. Toimialalla on huomattavasti suurempia yhtiötä, jotka pystyvät mahdollisesti vastaamaan yhä suurempien asiakkaiden vaatimuksiin Etteplania paremmin. Alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat myös kannattavampia. Lisäksi markkinoille jää hyvin todennäköisesti ns. pieniä erikoisosajia.

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



Vahva track-record omistaja-arvon luomisesta



Muutamia Etteplanin referenssejä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategian ydin

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

Lisäksi yhtiön fokuksena on kehittää 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 houkuttaa huippuosaamista. Isot linjat ovat mielestämme hyvin linjassa yhtiön pitkän aikavälin kehityksen kanssa, mutta edellisessä uudistuksessa vuonna 2019 korostettiin uutena elementtiä erityisesti kansainvälistä kasvua. Esittelemme seuraavaksi lyhyesti Etteplanin strategian pitkäaikaisia ydinalueita.

Edelläkävijä toimialalla

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

Yritysosot tärkeä osa strategiaa

Etteplanin liikevaihdon kasvutavoite (500 MEUR l v 2024 mennessä) sisältää yritysostot ja niiden merkitys on erittäin suuri. Koronavuonna yhtiön kasvu oli mahdotonta, joten kasvua pitää kiihdyttää merkittävästi aiemmasta tasosta, jotta tavoite voidaan saavuttaa.

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

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

Kiina tarjoaa kilpailukykyä ja mahdollisuuksia

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

kokonaistarjonnan kannalta mielestämme kriittinen. Lisäksi Kiinan markkinoiden avautuminen tulee tarjoamaan yhtiölle seuraavan 5-10 vuoden aikana huomattavan kasvumahdollisuuden, mistä on toistaiseksi nähty vain ensimmäisiä askelia. Näiden syiden takia Kiinan rooli ja toisaalta sen tarjoama mahdollisuus on Etteplanille todella paljon suurempi, kuin muutaman prosentin osuus liikevaihdosta (2020: 3 %) antaisi ymmärtää.

Keski-Eurooppa houkuttelee yhtiötä

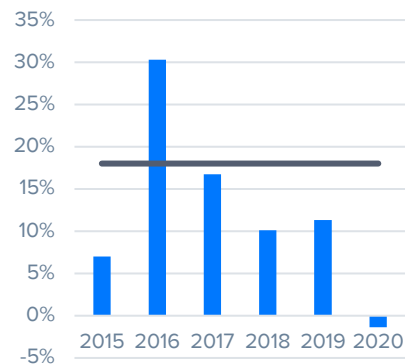
Keski-Euroopan, lähinnä Saksan ja Alankomaiden, markkinat ovat jo pitkään olleet Etteplanin suunnitelmassa. Näillä markkinoilla on jo pulaa insinööreistä ja maiden demografisen kehityksen takia markkinoille on muodostumassa selkeä insinööripula. Esimerkiksi Saksassa on ennustettu laajaa insinööripulaa, kun väestö ikääntyy ja eläköityy, mitä uusien koulutus ei korvaa. 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 vuoksi Etteplan onkin ollut erittäin aktiivinen Keski-Euroopan yritysostoissaan. Kuluvan vuoden viidestä yritysostosta neljä on ollut Keski-Eurooppaan kohdistuvia. Strategia on siis edistynyt, mutta tekemistä riittää edelleen.

Taloudelliset tavoitteet 2020-2024

Kasvutavoite: liikevaihto >500 M€ vuonna 2024

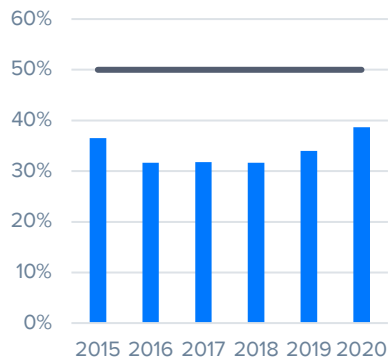
Vaatii 18 %:n vuosikasvua



Liikevaihdon kasvu-%

50 % liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta

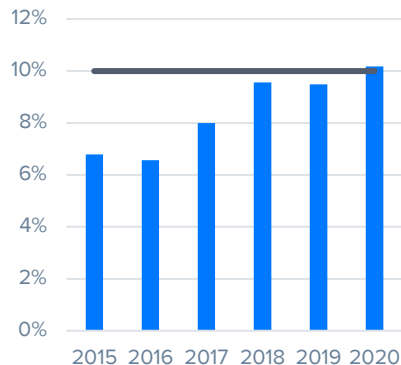
Kansainvälinen kasvu



Suomen ulkopuolinen liikevaihto (%)

Kannattavuustavoite: EBITA >10 %

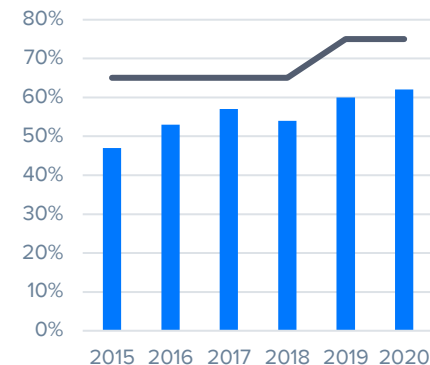
Tavoite jo saavutettu



EBITA-%

Johdetut palvelumallit >75 % yhtiön liikevaihdosta

Strateginen tavoite



Johdettujen palvelumallien osuus (%)

Keinoja tavoitteen toteuttamiseen ja tausta-ajatuksia

- Palveluratkaisujen jatkuva kehittäminen, digitalisaatio, kansainvälinen kasvu sekä yritysostot
- Globalisaation ja digitalisaation ajama markkinamurros jakaa markkinaa pieniin paikallisiin ja suuriin globaaleihin yhtiöihin
- Kasvu on kriittistä, jotta 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 haastaja Ruotsissa, mutta yhtiön kunnianhimo on huomattavasti korkeammalla Euroopassa. Suurien asiakkaiden vaatimukset ovat koko ajan enemmän globaaleja, alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat yleensä vakaampia ja kannattavampia. Näin ollen pidämme yhtiön aggressiivista 500 MEUR:n liikevaihtotavoitetta ymmärrettävänä ja loogisena. Tavoitteen saavuttaminen vaatisi koronavuoden 2020 jälkeen noin 18 %:n vuotuista kasvua, joten tavoite on erittäin haastava mutta mahdollinen merkittävien yritysostojen vetämänä. Yhtiö painottaa nyt selvästi kansainvälistä kasvua, erityisesti Keski-Eurooppaan, josta onkin nähty jo selkeitä askelmerkkejä.

Edelläkävijä toimialalla

Mielestämme Etteplanin Johdetut palvelumallit (Managed Services) -liiketoimintamalli on selvästi parempi kuin alalla edelleen vallitseva resurssivuokrausmalli. Reilu 60 % yhtiön liikevaihdosta tulee korkeamman lisäarvon johdetuista palveluista, mikä parantaa henkilöstön käyttöastetta ja sitä kautta kannattavuutta. Laajan osaamisalueensa ansiosta yhtiö pystyy tarjoamaan laajaa palvelutarjoamaa, joka sisältää perinteisen teollisen suunnittelun lisäksi ohjelmistot ja IoT:n. Nämä ovat yhä kriittisempiä kilpailutekijöitä Etteplanin asiakkaille. Lisäksi Etteplanilla on hyvin

toimiva Kiina-offshoring, mikä vahvistaa yhtiön kilpailuetua. Selkeiden kilpailuetujen takia pidämme yhtiön menestysmahdollisuuksia myös Euroopassa hyvinä, mutta etujen hyödyntäminen vaatii kuitenkin paikallisen pohjan rakentamista.

Yrityskaupat ovat keskeisessä roolissa

Yritysostoilla on merkittävä rooli osaamisen sekä skaalan kasvattamiseksi. Akuutin koronatilanteen rauhoituttua Etteplan on ollut erittäin aktiivinen yritysostorintamalla ja ostanut Tegemanin, TekPartnerin, F.I.T GmbH:n, Skyrise.techin, BST GmbH:m ja Adina Solutionsin. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät. Tällä hetkellä ostokohteiden arvostuskertoimet ovat arviomme mukaan yleisesti kireähköjä, joka laskee potentiaalista arvонуontimahdollisuutta.

Riskiprofiili

Yhtiö ei ole immuuni markkinariskeille

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. Etteplan selvisi akuutin koronapandemian aiheuttamasta taantumasta erinomaisesti ja todisti, että yhtiö ei ole enää niin syklinen kuin se aikoinaan on ollut. Tällä hetkellä isoa osaa

Etteplanin asiakkaista vaivaa komponenttipula, joka vaikuttaa välillisesti myös yhtiöön. Tästä näimme jo merkkejä Q3-raportin yhteydessä. On epäselvää kuinka kauan haasteet kestävät ja miten suuria vaikutukset ovat, mutta oletettavasti vaikutus näkyvät vielä vuoden 2022 puolella.

Kasvustrategia voi johtaa epäonnistumisiin

Samalla kun ymmärrämme hyvin Etteplanin yritysostostrategian ja kansainvälistymishalut, tuo laajentuminen uusilla alueilla myös oleellisia uusia riskejä. Yhtiöllä ei ole pitkää historiaa toiminnasta Keski-Euroopassa, markkina poikkeaa erityisesti Suomesta merkittävästi ja vaatii arviomme mukaan erilaista osaamista. Osittain tähän liittyy myös suuri määrä liikearvoa Etteplanin taseessa (Q3'21: 93 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 65 %). Vaikka pidämme tätä yleisesti selvästi positiivisena, näin suuri omistus rajoittaa vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää ("free float"). Kun huomioidaan myös muiden suurien ja arviomme mukaan suhteellisen "pysyvien" omistajien osuus, free float on vain noin 10 % osakkeista. Tämä asettaa rajoitteita likviditeetille ja tekee esimerkiksi suurempien rahastojen sijoittamisen Etteplaniin erittäin hankalaksi.

Sijoitusprofiili

1.

Edistyksellinen toimintamalli

2.

Voimakas kasvuhakuisuus

3.

Tuloskasvu

4.

Yritysostot ja Kiinan potentiaali

5.

Laajentuneet osaamisalueet ja näiden yhdistäminen

Potentiaali



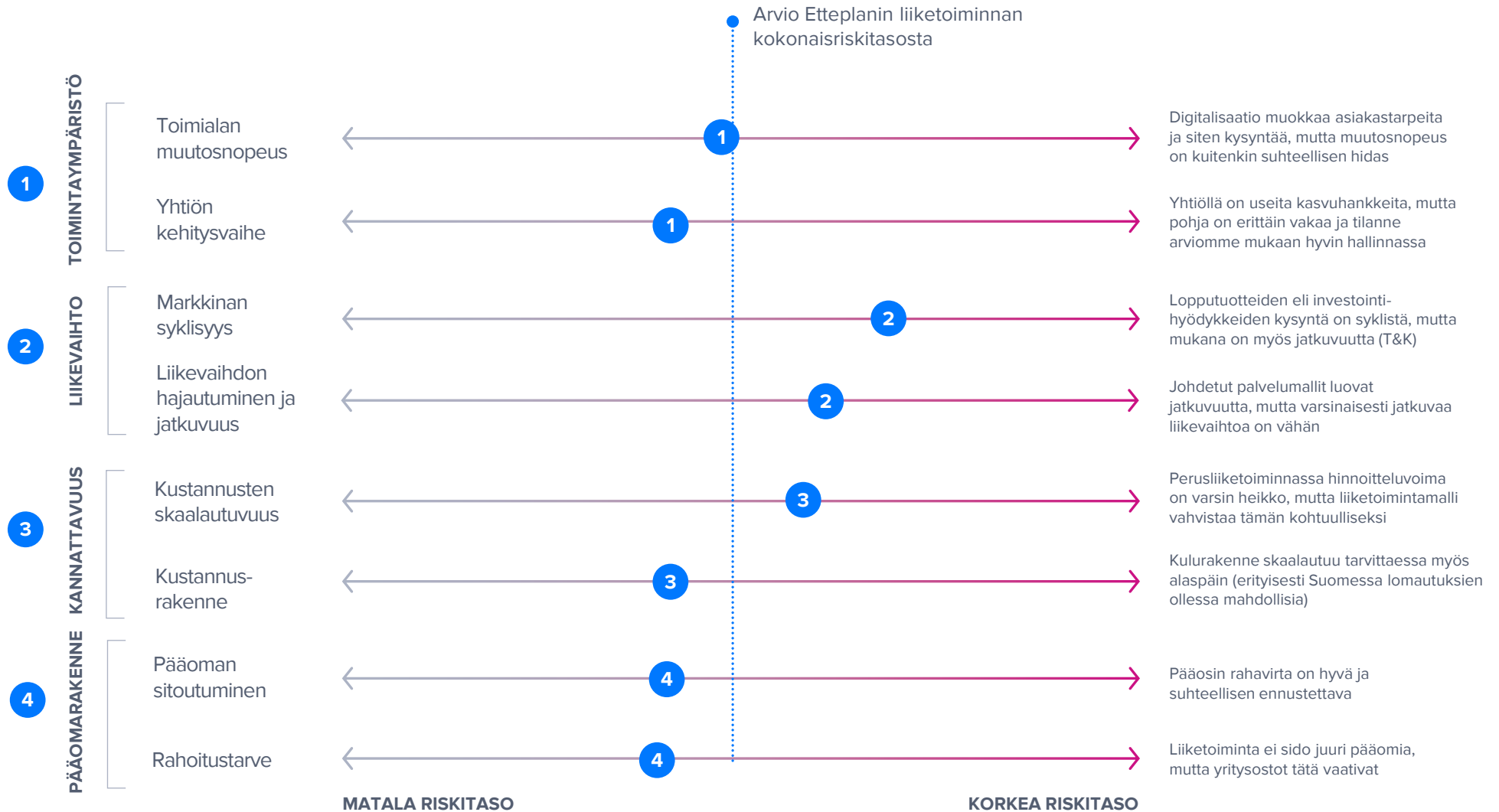
- Orgaaninen kasvupotentiaali
- Korkean kannattavuuden ylläpitäminen
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Uusien liiketoiminta-alueiden tehokkaampi yhdistäminen
- Kiinan markkinan avautuminen
- Matala pääomantarve

Riskit



- Komponenttipula vaivaa Etteplanin asiakaskuntaa lyhyellä aikavälillä ja vaikuttaa negatiivisesti kysyntään
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Yritystoissa epäonnistuminen
- Osakkeen suhteellisen heikko likviditeetti
- Mahdolliset joskin vielä kaukaiset liikearvon alaskirjaukset kannattavuuden oleellisesti heikentyessä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Palvelualueiden esittely 1/3

Suunnitteluratkaisut: perusteet

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

Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan yli 30 miljardin euron toimiala globaalisti. Globaalin markkinan koolla ei ole kuitenkaan Etteplanin kannalta merkitystä, 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. Jopa suunnittelupalveluiden kasvua merkittävämpää voi olla ulkoistamiskehitys, sillä suuri osa toiminnasta on luonnollisesti asiakkaiden omassa organisaatiossa. Ulkoistuksien vaikutus Etteplanin

kasvuun on ollut siis todella suuri ja uskomme sen olevan edelleen jatkossa positiivinen ajuri yhtiölle.

Vaikka suunnittelupalvelut on selvästi kasvua, kasvuvauhti vaihtelee investointihyödykkeiden kysyntätilanteen mukana. Näkemyksemme Suunnitteluratkaisut -segmentin kysynnän syklistämyydestä kuitenkin laskee koronapandemian myötä, kun segmentin liikevaihto osoitti varsin hyvää iskunkestävyyttä poikkeustilanteessa.

Suunnitteluratkaisut ovat 57 % liikevaihdosta

Suunnittelupalvelut ovat muodostaneet Etteplanin ytimen vuodesta 1983, jolloin yhtiö perustettiin. Liiketoiminta nojaa vahvasti osaavaan henkilöstöön ja resurssivuokraus on edelleen merkittävä osa liiketoimintaa. Vuonna 2020 palvelualueen liikevaihto oli 149 MEUR (+1%), joten kyseessä oli selvästi suurin palvelualue noin 57 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta.

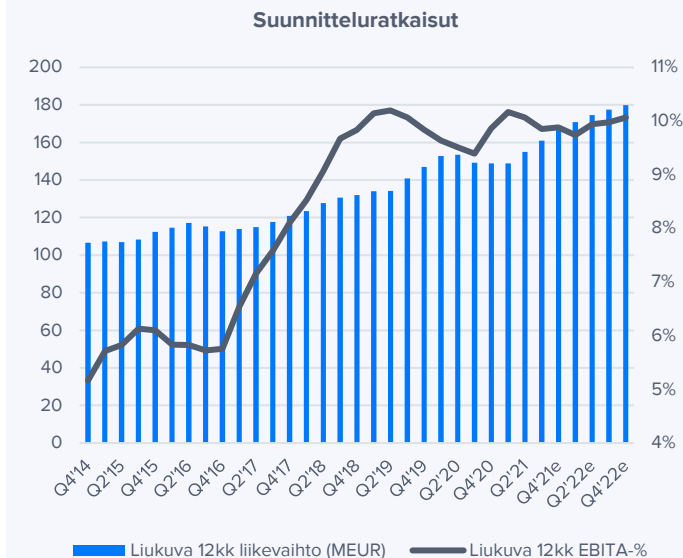
Kannattavuus oli vuonna 2020 erinomainen, kun EBITA-marginaali oli peräti 9,9%. Tulokontribuutio olikin arviomme mukaan poikkeuksellisen korkea, ja lähivuosina odotamme Suunnitteluratkaisujen suhteellisen osuuden pienentyvän ja kannattavuuden tasaantuvan.

Etteplanin Suunnittelupalvelut kasvavat kohtuullisesti, ja takana on merkittäviä kasvuaajureita. 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 taloussyörien kohtuullisen tasaisesti.



Esimerkkejä kasvuaajureista

- 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

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

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut: perusteet

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

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

ristiinmyynnille. Laajennutella palvelukonseptilla uskomme yhtiön pystyvän tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa erityisesti huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan kehittämisessä. IoT-osaamisen yhdistäminen tekniseen dokumentointiin voi myös parantaa kilpailukykyä. Etteplan pyrkii jatkuvasti parantamaan palvelualueiden yhteistyötä, mutta välillä haaste on myös asiakkaan puolella (eri osastot keskittyvät eri kehitysalueisiin).

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

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 2020 palvelualueen liikevaihto oli 64 MEUR (-4 %) eli se vastasi noin 25 % konsernin liikevaihdosta. Kannattavuus oli vuonna 2020 erinomaisella tasolla EBITA:n ollessa 7,1 MEUR (eli 11 % liikevaihdosta). Mielestämme palvelualueen merkitys on tulevaisuutta ajatellen mielestämme vielä tätä merkittävämpi. Kasvunäkymä on vahva ja palvelualueen kannattavuuspotentiaali on myös Etteplanin korkein, mahdollisesti yli 12 % EBITA-tasolla hyvässä markkinatilanteessa.



Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut- alueen palveluesimerkkejä

Sulautetut järjestelmät

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

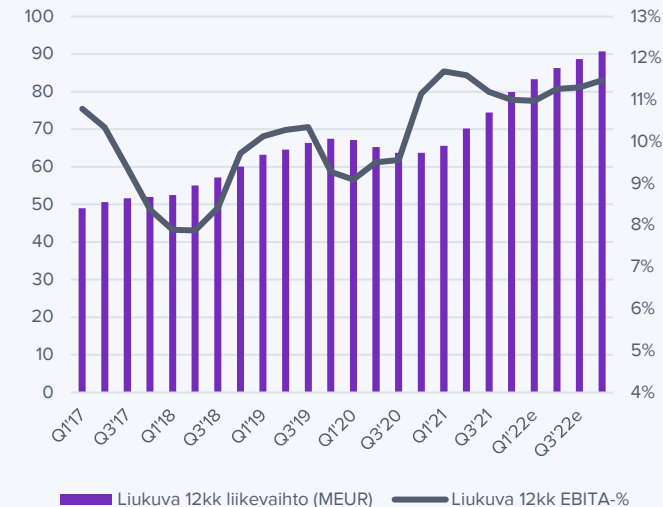
Ohjelmistokehitys ja -testaus

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

Pilviratkaisut ja sovellukset

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

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 tuotetun 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 kunnossapitoliiiketoiminnan 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. Ennen koronaa ja koronan aikana alueen kehitys on ollut suhteellisen vaisua, ja vuonna 2020 teknisen dokumentoinnin osuus konsernin liikevaihdosta oli ”vain” 18 %. Hieman yllättäen palvelualue on jäänyt Etteplanin pienimmäksi, mihin toki vaikuttavat myös eri alueilla tehdyt yritysostot. Odotamme kuitenkin alueen palaavan selvään kasvuun lähiaikoina.

Vuonna 2020 palvelualueen liikevaihto oli 47 MEUR (-4 %) ja EBITA-% oli noin 9,9 %. Taso on kohtuullinen, mutta mielestämme palvelualueen kannattavuuspotentiaali on myös yli 12 % hyvässä markkinatilanteessa. Kannattavuudessa on siis selvästi parantamisen varaa ja palvelualueella on myös merkittävä kasvupotentiaali. Aiemman kasvun taustalla on erityisesti uudet asiakkuudet ja ulkoistukset, joita Etteplan voittaa vahvalla tarjonnallaan edelleen. Palvelualueen johdettujen

palveluiden suuren osuuden vuoksi palvelualue on melko vakaa ja ylittää hyvään kannattavuuteen. Palvelumalli toimii alueella hyvin, koska tekninen dokumentointi on usein asiakkaan ydinosamisen ulkopuolella.

Yhtiöllä on laadukas tarjonta dokumentoinnissa

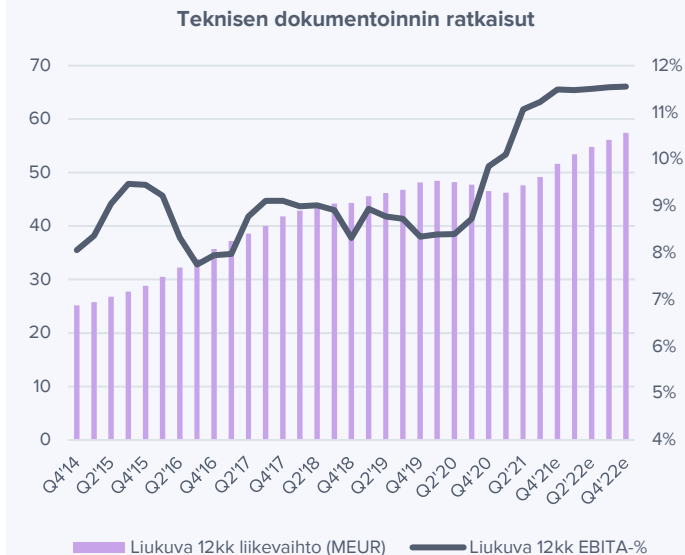
Etteplan on johtavia toimijoita teknisessä dokumentoinnissa. Yhdessä suunnitteluosaamisen kanssa Etteplan pystyy tuottamaan tuotespesifikaatioista korkealaatuista teknistä dokumentaatiota. Pidämme yhtiön tarjontaa alueella erittäin kilpailukykyisenä ja laadukkaana, mikä tekeekin yhtiöstä kilpailukykyisen 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. Etteplanin HyperSTE on englanniksi kirjoitetun teknisen sisällön tarkistustyökalu. HyperSTE-ohjelmisto on SaaS-tuote ja skaalautuva digitaalinen palvelu. Ohjelmiston myynti ei ole vielä edennyt toivotulla tavalla pandemian vaikeuttaessa kauppaa, mutta yhtiön on ilmaissut ohjelmiston herättäneen paljon kiinnostusta. Mikäli asiakkaat siirtyvät entistä enemmän SaaS-palvelun käyttäjiksi aiheuttaa tämä siirtymää kertaluontoisista lisenssituloista jatkuvaan kuukausilaskutukseen.



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.

Oleellisia kilpailijoita Suomen suunnittelumarkkinoilla ovat mielestämme Comatec ja Elomatic Consulting, tietyillä alueilla myös Citec. Lisäksi Ruotsista Suomen markkinoille on laajentunut yhtiötä, kuten AFRY (ent. ÅF / Pöyry) ja Rejlers. Suomen markkinoille tuli lisäksi ranskalainen suuryhtiö Alten yritystoston kautta vuonna 2014. Lisäksi Etteplan tekee myös laitosuunnittelua, joissa vastaan tulevat myös esimerkiksi AFRY (aik. Pöyry) ja Sweco.

Ruotsissa Etteplan on edelleen haastaja

Ruotsissa Etteplan on hyvästä menestyksestään huolimatta edelleen haastajan asemassa. Yhtiö toki kuuluu jo Ruotsin markkinoilla suuriin toimijoihin, sillä Etteplanilla on henkilöstöä Ruotsissa arviolta reilut 600. Toisaalta tällä lukemalla yhtiö jää kauas sen pääkilpailijoista, jotka ovat näkemyksemme mukaan AFRY (ÅF Pöyry), Semcon, Prevas, Sweco ja Rejlers, jotka ovat kaikki listattuja yhtiöitä Tukholman pörssissä. Nämä yhtiöt 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 rakentamassa kasvupohjaa.

Teknisen dokumentoinnin ratkaisut

Teknisessä dokumentoinnissa Etteplanin pääkilpailijoita ovat ruotsalainen Sigma Technology, Semcon ja yhdysvaltalainen Lionbridge. Sigma on tuotetiedon, ohjelmistojen ja sulautettujen järjestelmien tuottamiseen erikoistunut yhtiö. Danir AB:n omistamalla Sigmalla on noin 5000 työntekijää. Semconin Product Information -segmentti on selkeä kilpailija alueella, joskin Semcon on käsittääksemme 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 TietoEVERY, Vincit 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 yli 700 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on silti myös hyvän kokoinen 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 konsolidoitua, koska suuremmat yhtiöt pystyvät vastaamaan paremmin monesti globaalien asiakkaiden tarpeisiin.
- Etteplan on markkinajohtaja toimialallaan Suomessa ja sen asiakaskuntaan kuuluu valtaosa Helsingin pörssin konepajoista. Ruotsissa yhtiö on edelleen haastajan asemassa suuryhtiöiden rinnalla, mutta pystynyt kuitenkin viimeaikoina vahvistamaan asemiaan.
- Keski-Euroopassa yhtiö on 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 Vincit, jolla on hieman samankaltainen suuntautuminen (mm. liiketoiminnan murros ja digitalisaatio).
- Vincitillä oli 2020 lopussa 478 työntekijää.

Pääkilpailijat eri alueilla

Yhtiö	Suhde Etteplaniin	Markkina-arvo	Liikevaihto (2020)	EBITDA (2020)	EBITDA-% (2020)	Työntekijöiden määrä
Comatec	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~40 (2020)	Ei tietoa	Ei tietoa	~580
Elomatic	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~81 (2018)	Ei tietoa	Ei tietoa	>1000
Citec	Tietyillä alueilla merkittävä Suomessa	Ei listattu	72,8	7,6	10,4%	>1000
AFRY	Ruotsin suurimpia, Suomessa merkittävä	2824	1905	226	12,4%	15271
Semcon	Merkittävä Ruotsissa	226	163	18,6	11,5%	1821
Prevas	Oleellinen Ruotsissa	122	77	9,2	12,0%	519
Sweco	Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen	5306	2086	274	13,2%	17328
Rejlers	Merkittävä Ruotsissa ja Suomessa	275	237	26,3	11,1%	2330
Alten	Keski-Eurooppa, mutta myös Suomi & Ruotsi	5144	2332	205,8	8,8%	38500
Bertrandt	Oleellinen toimija Keski-Euroopassa	608	915	69,7	7,6%	12335

Lähde: Inderes, luvut kerätty Thomson Reutersilta 8.11.2021. Listaamattomissa lähteenä yhtiöiden kotisivut. Luvut miljoonia euroja.

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

Lähde: Inderes

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

Taloudellinen tilanne

Taseen avainluvut ovat hyvässä kunnossa

Etteplanin taseen perinteiset tunnusluvut ovat hyvässä kunnossa. Q3:n lopussa omavaraisuusaste oli 42,1 % ja nettovelkaantumisaste 61,9 %, mitkä ovat yhtiölle hyviä tasoja. Lukuja nostaa huomattavasti IFRS16-standardin mukaan tuomat vuokratavut. Nämä eivät ole varsinaisia korollisia velkoja, minkä takia rahoituslaitokset yleensä katsovat niiden yli. Esimerkiksi ilman IFRS16-vaikutuksia vastaava omavaraisuusaste olisi arviolta 46 %. Yhtiön oma tavoite omavaraisuusasteelle on yli 30 % (virallisilla luvuilla), mihin puskuria on merkittävästi. Tavoite indikoi mielestämme selvästi Etteplanin halun käyttää merkittävää velkavipua kasvutarinassaan oman pääoman tuoton tukemiseksi.

Mielestämme 30 %:n omavaraisuusaste olisi yhtiölle kriisitilanteessa normaalisti ongelmallinen taso, mutta Ingrman Group pääomistajana antanee yhtiölle luottoa siitä, ettei rahoitusongelmia tule tiukassakaan paikassa. Esimerkiksi koronapandemian pahimmilla hetkillä Etteplanin tasetilanne aiheutti meille huolia, mutta nämä huolet osoittautuivat varsin nopeasti turhiksi. Tällä hetkellä tase tarjoaa yhtiölle merkittävästi liikkumavaraa esimerkiksi yritysostojen ajatellen.

Veloissa on uudelleenjärjesteltävää

Etteplanin likvidit varat olivat vuoden Q3'21:n lopussa 9,2 MEUR, minkä lisäksi käyttämättömiä luottolimiittejä oli 7,8 MEUR. Likviditeettitilanne oli siis hyvä huomioiden yhtiön tekemät lukuisat yritysostot vuoden aikana. Etteplanilla oli Q3:n lopussa 35,6 MEUR lyhytaikaista lainaa rahoituslaitoksilta, joka erääntyy määritelmän mukaisesti vuoden sisällä. Yhtiö on aiemminkin suosinut lyhytaikaista velkaa, mutta nyt suhde pitkäaikaisen ja lyhytaikaisen rahoitusvelan

välillä on poikkeuksellisen suuri. Teoriassa maksettavaksi tuleva lainasumma on merkittävä suhteessa likvidiin varoihin, mutta Etteplanin kaltainen yhtiö pystyy normaalissa markkinatilanteessa helposti uudelleenrahoittamaan velkansa. Poikkeustilanteessa ongelmia voisi kuitenkin tulla.

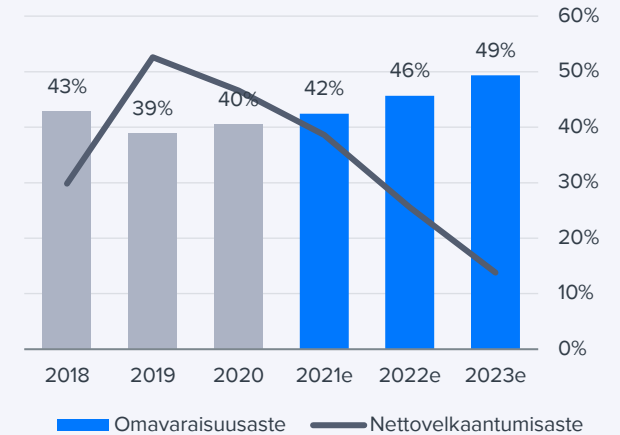
Suuri määrä liikearvoa on riski

Etteplanin taserakenne, jota avaamme seuraavalla sivulla graafisessa muodossa, on normaali yritysostojen tekeväälle asiantuntijapalveluyhtiölle. Yhtiö käyttää suhteellisen paljon velkavipua, mutta toisaalta yhtiöllä on myös vahvat kassavirrat. Merkittävänä taseriskinä näemme ainoastaan erittäin suuren liikearvon (Q3'21: 93,0 MEUR), jota jatkuvat yritysostot ovat kerryttäneet. Toimialalle liikearvon kertyminen on luonnollista osaamisen ollessa aineetonta omaisuutta. Lisäksi yritysostoista syntyy myös poistettavaa aineetonta omaisuutta, minkä takia Etteplanin poistot ovat merkittäviä ja EBITA-tunnuksen käyttö perusteltua.

Valtaosa yritysostoista on onnistunut hyvin, ja mahdolliset alaskirjaukset vaatisivat merkittävästi pidempiaikaisia ongelmia. Koronapandemian pahimmilla hetkillä taseen merkittävä liikearvo ja velkavipu oli huolestuttava yhdistelmä, mutta lopulta Etteplanin suoriutuminen pandemiassa enemmän vahvisti näkemystämme yhtiön laadusta ja osoitti liiketoiminnan taantumakestävyyden.

Yleisesti Etteplanin taloudellinen tilanne on mielestämme erittäin hyvä. Yhtiö ottaa mahdollisesti normaalia enemmän riskiä velkavipulla, mutta taustalla on erittäin vahva pääomistaja Ingrman Group. Näin ollen yhtiön jatkuvuus on turvattu hyvin, ja pääomarakenne tukee omistaja-arvon luontia.

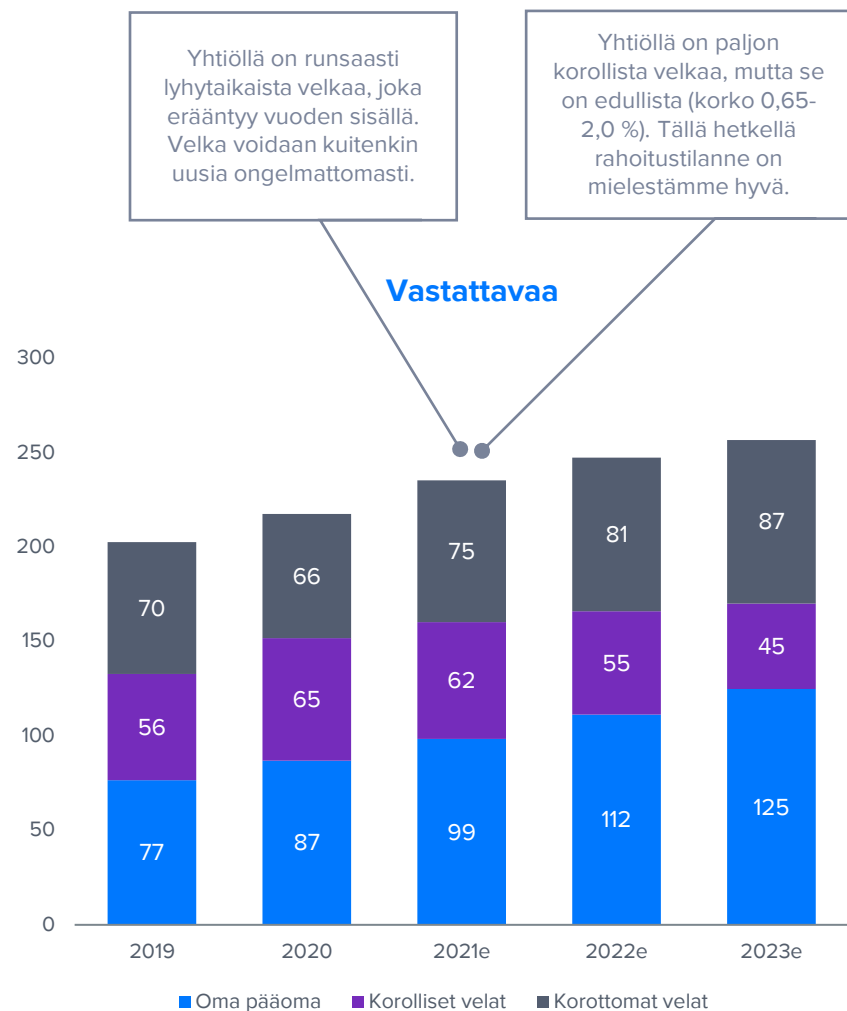
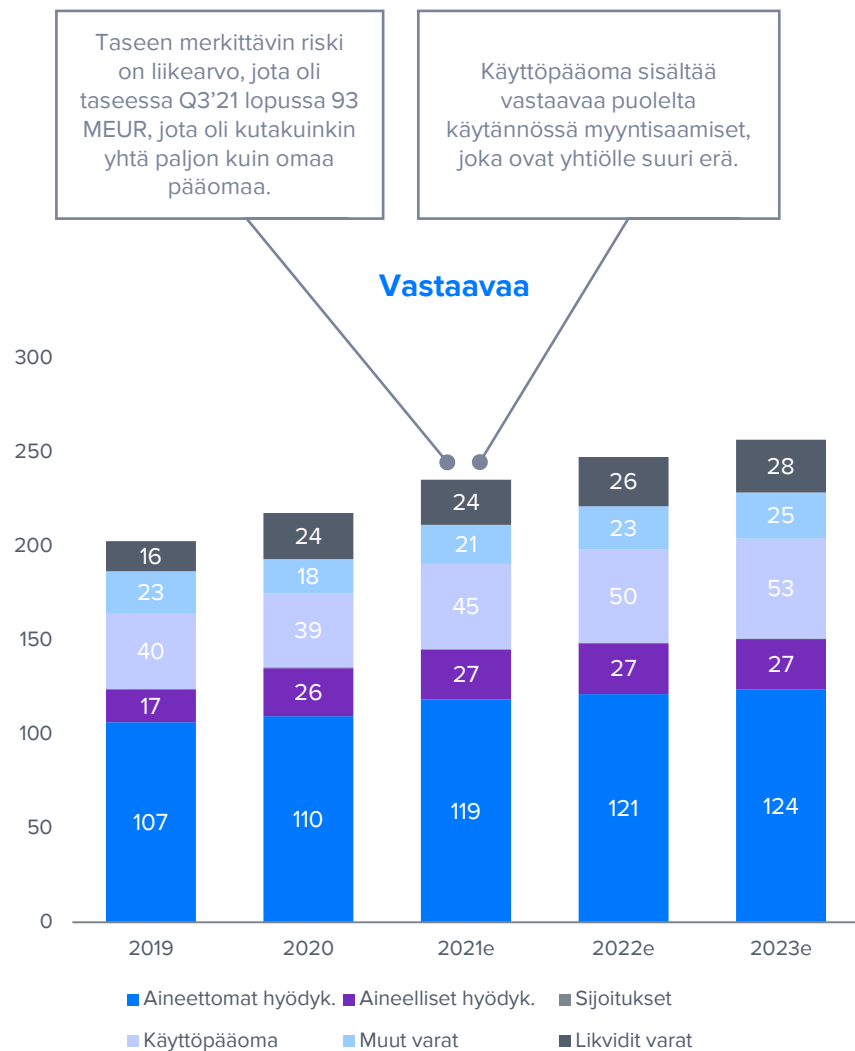
Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-



Taserakenne ja sen tärkeimmät erät



Ennusteet 1/3

Vahva tulokasvuhistoria

Etteplanin liikevaihto on kasvanut vuosien 2000-2020 välillä keskimäärin 12 % vuodessa. Kasvu tyssäsi koronapandemian takia vuonna 2020, mutta nyt yhtiö on jälleen kiihdyttämässä kasvua ja vuonna 2021 liikevaihto kasvaa arviolta 15,2 %. Kasvun taustalla on sekä orgaaninen kasvu että useat erikokoiset yritysstot, joita yhtiö tekee suorastaan liukuhihnalta.

Kasvu on ollut myös hyvin kannattavaa, mikä osoittaa Etteplanin strategian ja liiketoimintamallin toiminnan. Kannattavuus on ollut käytännössä vuodesta 2009 jatkuvassa nousutrendissä, ja vuonna 2020 koronan keskellä Etteplan saavutti ensimmäisen kerran 10 %:n EBITA-marginaalitavoitteen. Pitkäaikaisen parannuksen taustalla ovat mielestämme muun muassa Johdetut palvelut (Managed Services) -liiketoimintamallin läpilyönti ja osuuden kasvaminen, merkittävä mittakaavan muutos liiketoiminnassa, hiljalleen edennyt rakennemuutos korkeamman kannattavuuspotentiaalin liiketoimintoihin (kuten ohjelmistot ja teknisen dokumentoinnin ratkaisut) sekä yhtiön toiminnan yleinen tehostuminen.

Vuosien varrella Etteplan on muuttunut perinteisistä suunnitteluratkaisuista huomattavasti laajempaan kokonaisuuteen. Arviomme mukaan vuonna 2021 Suunnitteluratkaisut ovat noin 56 % liikevaihdosta, Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut ovat noin 27 % ja Teknisen dokumentoinnin ratkaisut ovat noin 17 %. Näkemyksemme mukaan Suunnitteluratkaisujen kannattavuuspotentiaali on noin 10 %:n EBITA-marginaalitasolla, kun taas jälkimmäisten potentiaali on arviomme mukaan yli 12 %:n tasolla. Vuonna 2021 kaikki liiketoiminnot ovat lähellä EBITA-marginaali-potentiaaliaan: Suunnitteluratkaisut 9,9 %, Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut 11,0 % ja Teknisen

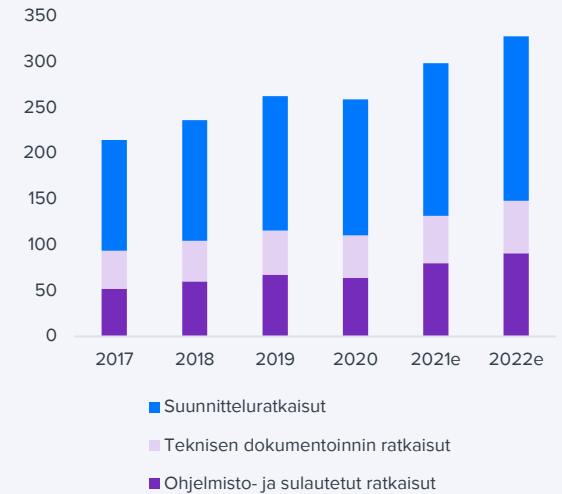
dokumentoinnin ratkaisut 11,5 %. Mielestämme Etteplanin kaikki liiketoiminnan ovat tällä hetkellä erittäin hyvässä tulokunnossa, vaikka aina on toki parantamisen varaa.

Vuosi 2021 alkaa olla jo paketissa

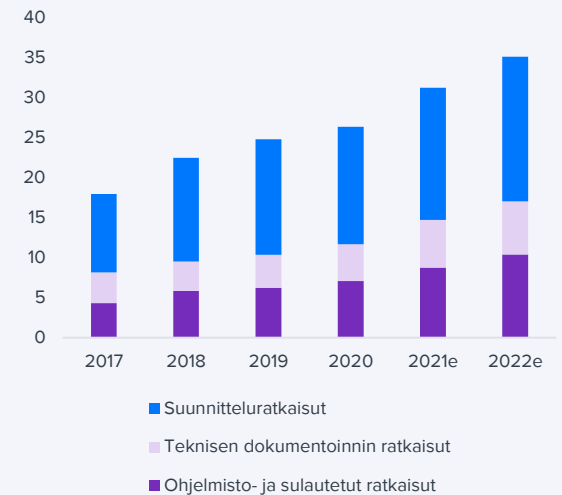
Etteplan vuoden 2021 tulos alkaa olla varsin hyvin tiedossa, kun kolme neljännestä vuodesta on jo takana. Lieviä huolia Q3-raportin yhteydessä aiheutti liikevaihto-ohjeistuksen marginaalinen laskeminen ylälaidasta sekä se, että kvartaalia aiemmin Etteplanin kommentit kysyntätilanteen suhteen olivat mielestämme selvästi optimistisempia. Tämä johtuu oletettavasti siitä, että Q3:n alussa markkina oli väliaikaisesti heikompi ja riskit komponenttipulan vaikutuksista ovat olemassa myös jatkossa. Tilanne oli kuitenkin korjautunut jo Q3:n loppupuolella ja Etteplan on yleisesti erinomainen navigoimaan erilaisissa markkinatilanteissa, joten emme ole huolestuneita Q4-tuloksen suhteen.

Q3-katsauksen yhteydessä Etteplan ohjeisti vuoden 2021 liikevaihdon olevan 295-310 MEUR ja liikevoiton olevan 25-28 MEUR. Ennustamme tällä hetkellä 2021 liikevaihdon olevan 299 MEUR ja liikevoiton olevan 26,2 MEUR, joten ennusteemme ovat hyvin ohjeistushaarukoissa. Osakekohtaisen tuloksen odotamme 0,82 euroa vuonna 2021, mikä tarkoittaisi noin 14 %:n parannusta edellisvuodesta. Kuvaavaa on, että tulokasvu tapahtuu nyt suunnilleen linjassa liikevaihdon kanssa – kannattavuus tulee arviomme mukaan pysymään viime vuoden erittäin hyvällä tasolla. Arviomme liikevoittomarginaalin olevan 8,7 % vuonna 2021 (2020: 8,6 %). Koronapandemian aikana kulurakenne oli osin poikkeuksellisen alhainen ja kannattavuus erittäin hyvä, eikä kannattavuus arviomme mukaan merkittävästi parane tänä vuonna.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



EBITA-tuloksen kehitys (MEUR)



Ennusteet 2/3

Ensi vuosi näyttää edelleen hyvältä

Näkyvyys ensi vuoteen on rajallinen, mutta ainakin toistaiseksi markkinatilanne vaikuttaisi hyvältä. Etteplanin asiakkaiden tilauskannat ovat keskimäärin korkeita ja heidän kysyntä on ollut vahvaa. Makrotalous on tällä hetkellä mielenkiintoisessa tilanteessa inflaation ollessa poikkeuksellisen korkealla ja rahapolitiikan kiristyessä ainakin asteittain. Tilanne on poikkeuksellinen monella tavalla, mutta yleisesti makroennusteet ennakoivat talouskasvun pysyvän vahvana ensi vuonna. Tämä tukisi Etteplanin orgaanista kasvua, kun taas tuoreet yritysostot tarjoavat epäorgaanista kiihdytystä. Yritysostot tulevat jatkumaan, ja on hyvä huomioida, etteivät ennusteemme sisällä uusia yritysostoja.

Odotamme Etteplanin liikevaihdon kasvavan ensi vuonna vajaat 10 % epäorgaanisen kasvun hidastuessa erityisesti loppuvuotta kohti. Orgaanisen kasvun arvioimme olevan reilut 7 %, mihin Etteplan pystyy kohtuullisessakin markkinatilanteessa voittamalla markkinaosuuksia. Markkinakehitykseen liittyy epävarmuutta erityisesti vuoden 2022 loppua kohti, joten tiettyä turvamarginaalia on hyvä olla. Todellinen kasvu tulee kuitenkin todennäköisesti ylittämään ennusteemme uusien yritysostojen kiihdyttäessä kasvua. Ennustamme nyt Etteplanin vuoden 2022 liikevaihdon olevan noin 327 MEUR.

Odotamme Etteplanin kannattavuuden olevan ensi vuonna huipputasolla, mikä perustuu yhtiön erinomaiseen tulokuntoon ja vahvaan kysyntään. Odotamme EBITA-marginaalin olevan noin 10,7 %, mikä olisi yhtiölle jälleen uusi ennätys (2021e: 10,5 %). Odotamme kannattavuuden parantuvan hieman Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut-segmentissä, ja pysyvän muuten erittäin hyvällä tasolla. Tehokas tekeminen jatkuu yleisesti. Epävarmuustekijöitäkin

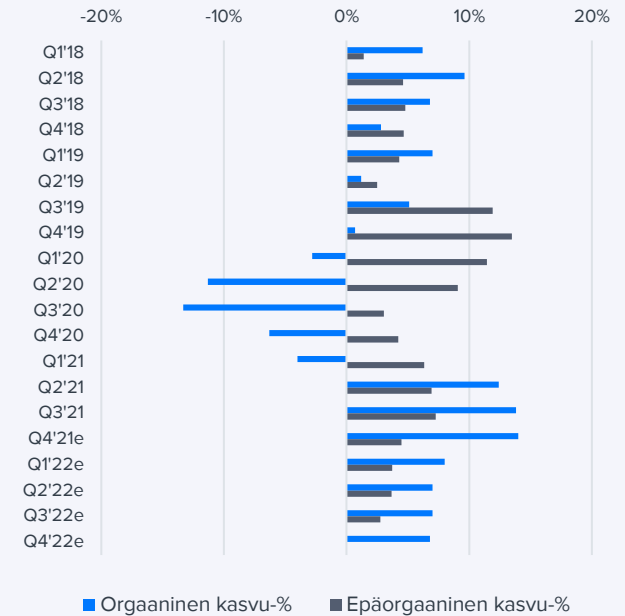
tietysti on. Palkkakulujen nousu voi painaa kannattavuutta erityisesti mahdollisesti heikkenevässä kysyntätilanteessa, jossa yhtiön hinnoitteluvoima olisi heikompi. Vaikka Etteplanin asiakaskunnan tilauskehitys vaikuttaa nyt erittäin lupaavalta, ensi vuoden kehitykseen näkyvyys on suhteellisen heikko poikkeuksellisessa tilanteessa. Komponenttipula voi aiheuttaa lisäongelmia ja heijastua Etteplaniin asiakkaiden toimitusviiveiden kautta. Kannattavuuden osalta pientä huolta aiheuttaa työntekijöiden siirtyminen ”uuteen normaaliin”, joka vaikuttaa kulurakenteeseen. Vaikutus on arviomme mukaan rajallinen, ja olemme pyrkineet huomioimaan tämän henkilöstökulujen hieman suurempana nousuna.

Keskipitkän aikavälin ennusteet ovat skenaarioita

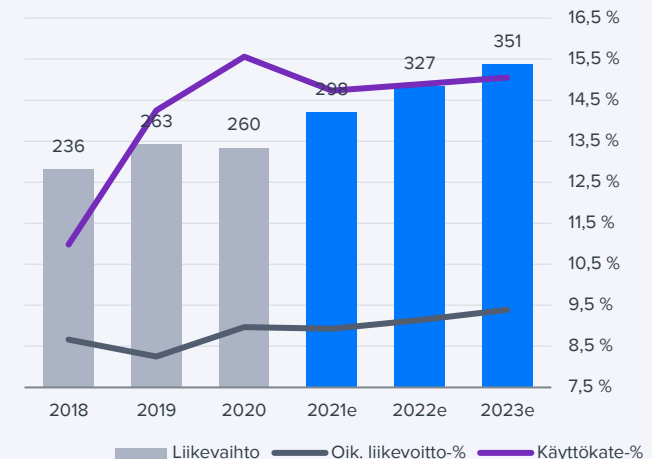
Vuoteen 2023 näkyvyys heikkenee jo merkittävästi. Poikkeuksellisen vahva kysyntävaihe lienee ohi, mutta lähtökohtaisesti markkinavedon pitäisi olla edelleen hyvää. On kuitenkin mahdollista, että tällä hetkellä merkittävästi koholla oleva inflaatio on kiristänyt merkittävästi rahapolitiikkaa ja heikentänyt investointihyödykkeiden kysyntää. Olemme tehneet omat ennusteemme oletuksella, jossa Etteplanin markkina kasvaa suunnilleen ennusteiden mukaisesti noin 3-5 %:n vuositahtia globaalin talouskasvun ollessa neutraalia.

Odotamme Etteplanin liikevaihdon kasvun olevan edelleen reilut 7 %, mikä on ennusteissamme kokonaan orgaanista. Tämä veisi konsernin liikevaihdon noin 350 MEUR:n tasolle vuonna 2023 ja 375 MEUR:n tasolle vuonna 2024. Yhtiön tavoitteena on yli 500 MEUR:n liikevaihto vuonna 2024, joten ennusteemme ovat kaukana tästä. Tavoitteen saavuttaminen vaatisi lähivuosina merkittäviä yritysostoja, joita ennusteemme eivät sisällä.

Etteplanin kasvuprofiili



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 3/3

Etteplanin kannattavuuden odotamme pysyvän erittäin vahvalla tasolla ja yli 10 %:n EBITA-tavoitteen. Vuoden 2023 ennusteemme pohjautuvat noin 10,6 %:n EBITA-marginaaliin. Segmenttien sisällä odotamme lievää ”normalisoitumista” eli Suunnitteluratkaisujen kannattavuuden lievää laskua sekä muiden pientä parannusta. Arviomme mukaan Etteplan pystyy ylläpitämään erittäin vahvaa kannattavuutta varsin kivuttomasti ilman vahvasti kasvuhakuisia panostuksia sekä yritysostoja. Näitä on kuitenkin todennäköisesti edessä lähivuosina, jolloin dynamiikka voi muuttua merkittävästi. Kokonaisuudessaan pidämme keskipitkän aikavälin ennusteita neutraalina skenaariona.

Tuloskasvuvauhti hiipuu tulosvivan mukana

Etteplan on siinä mielessä oman menestyksensä vanki, että tulevaisuuden tuloskasvuennusteita painaa merkittävästi tämän hetken erittäin hyvä kannattavuus. Näkemyksemme mukaan historiallisen hyvältä tasolta (2021e EBITA 10,5 % eli yli yhtiön 10 %:n tavoitetason) on haastavaa parantaa, varsinkin kun kaikki liiketoiminnot ovat jo vähintään hyvässä kunnossa. Hiljalleen tämä on toki mahdollista liikevaihdon kasvaessa todennäköisesti nopeammin paremmin kannattavissa liiketoiminnoissa, mutta tämä rakennemuutos on hidas. Lisäksi odotamme yhtiön jatkavan voimakkaita kasvupanostuksia Kiinassa ja Keski-Euroopassa, mikä vaikeuttaa tehtävää.

Kun kannattavuus ei tarjoa tulosviva liikevaihdon kasvulle, ennustamme vuosien 2021- 2024 EPS-kasvun olevan ”vain” 8,4 % (CAGR-%, oikaistu EPS). Liikevaihdon arviomme kasvavan samalla jaksolla 8,0 % vuosittain. Tämä ei toki ole yleisesti huono taso, mutta Etteplanin vastaava lukema oli esimerkiksi 2014-2019 noin 18,5 % ja oikaistulla tuloksella yli 20 %. Tällä

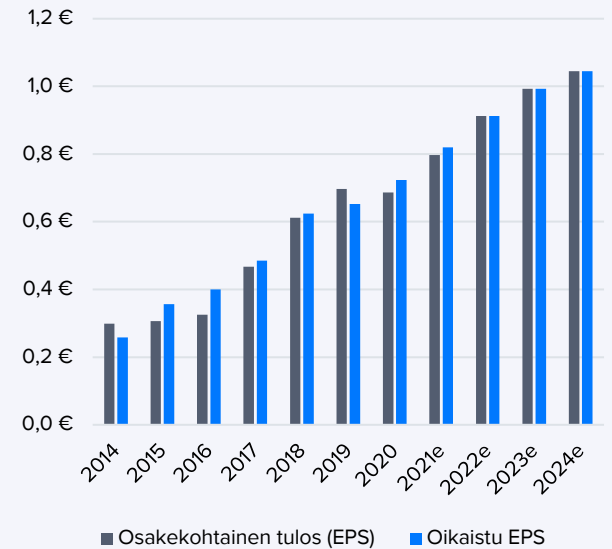
tasolla yhtiö pääsisi jo erittäin arvokkaaseen ”compounder”-kategoriaan, mikä heijastuisi edelleen hyväksyttävään arvostustasoon. Oman pääoman tuoton (ROE-%) odotamme toki pysyvän koko ajan yli 20 %:n erittäin hyvän tason. Yritysostoilla liikevaihdon (tulos)kasvua tullaan kiihdyttämään, mutta historian kaltaista tulosviva ei ole tarjolla, ellei Etteplan keksi uusia keinoja nostaa kannattavuutta. Tämän takia tuloskasvunopeus hidastunee, vaikka yhtiö tulee kiihdyttämään kasvua yritysostoilla.

Sijoittajien kannalta on negatiivista, että kannattavuutta on nykytasolta merkittävästi helpompi heikentää kuin parantaa. Silti olemme luottavaisia Etteplanin erinomaisen tehokkuuden säilymisestä myös tulevaisuudessa. Etteplan oli Helsingin pörssin asiantuntijayhtiöistä kulurakenteeltaan tehokkain [alkuvuonna tekemässämme vertailussa](#).

Laadukas omistaja-arvon luoja

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

Tuloskasvu hidastuu ilman tulosviva



Oma pääoma / osake ja ROE-%



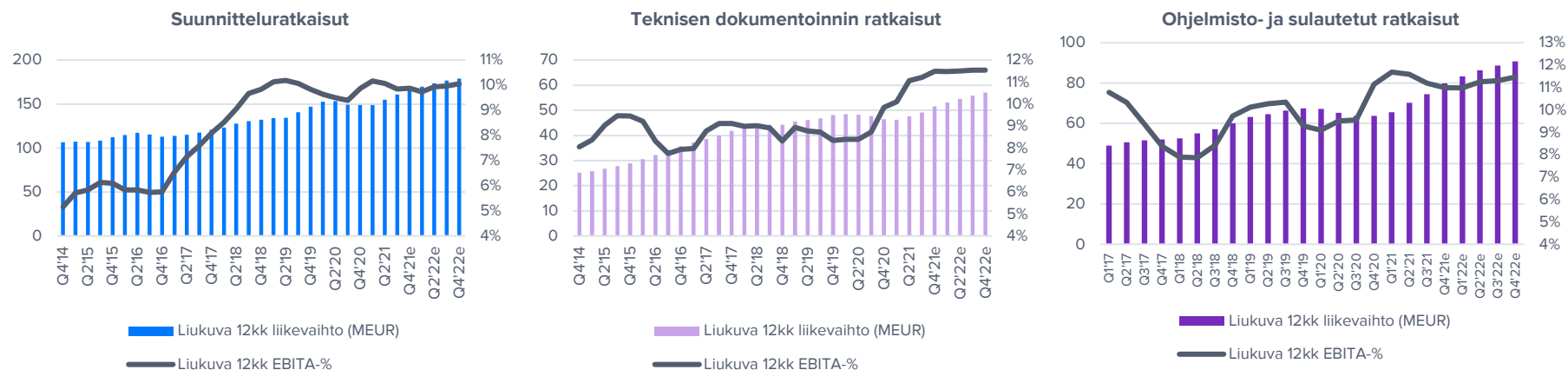
Palvelualueiden ennusteet

Suunnitteluratkaisut	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	41,4	42,0	36,9	45,9	45,1	45,8	39,9	48,2	120,9	132,1	147,0	148,9	166,2	179,0	186,1
Liikevaihdon kasvu-%	0,2 %	17,0 %	19,0 %	13,0 %	9,0 %	9,0 %	8,0 %	5,0 %	7,1%	9,3%	11,3%	1,3%	11,6%	7,7%	4,0%
EBITA	4,4	4,2	3,0	4,8	4,5	4,9	3,4	5,2	9,8	13,0	14,5	14,7	16,4	18,0	18,1
EBITA-%	10,6 %	9,9 %	8,2 %	10,5 %	10,0 %	10,7 %	8,5 %	10,8 %	8,1%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%	10,1%	9,7%
Managed Services-osuus (%)	63 %	63 %	64 %	64 %	65 %	65 %	65 %	65 %	53 %	52 %	55 %	59 %	64 %	65 %	66 %

Teknisen dokumentoinnin ratkaisut	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	12,5	13,0	11,8	14,2	14,2	14,4	13,1	15,5	41,8	44,3	48,2	46,5	51,5	57,2	62,9
Liikevaihdon kasvu-%	-2,3 %	11,8 %	15,1 %	20,0 %	13,0 %	11,0 %	11,0 %	9,0 %	17,0%	6,0%	8,8%	-3,5%	10,7%	10,9%	10,0%
EBITA	1,4	1,6	1,2	1,7	1,6	1,8	1,4	1,9	3,8	3,7	4,1	4,6	5,9	6,6	7,2
EBITA-%	11,0 %	12,5 %	10,2 %	12,0 %	11,0 %	12,5 %	10,5 %	12,0 %	9,1%	8,3%	8,5%	9,8%	11,5%	11,5%	11,5%
Managed Services-osuus (%)	82 %	82 %	83 %	83 %	84 %	84 %	84 %	84 %	77 %	75 %	79 %	80 %	83 %	84 %	85 %

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	18,8	19,9	18,1	23,2	22,2	22,8	20,4	25,2	52,0	60,0	67,5	63,7	79,9	90,7	101,6
Liikevaihdon kasvu-%	10,9 %	30,3 %	30,9 %	31,0 %	18,0 %	15,0 %	13,0 %	9,0 %	10,7%	15,5%	12,4%	-5,6%	25,5%	13,5%	12,0%
EBITA	2,1	2,2	1,6	2,9	2,4	2,7	1,9	3,3	4,4	5,8	6,3	7,1	8,8	10,4	12,0
EBITA-%	11,1 %	10,9 %	9,1 %	12,5 %	11,0 %	12,0 %	9,5 %	13,0 %	8,4%	9,7%	9,3%	11,1%	11,0%	11,5%	11,8%
Managed Services-osuus (%)	51 %	50 %	49 %	50 %	50 %	51 %	51 %	52 %	53 %	47 %	58 %	51 %	50 %	51 %	52 %

Huomaus: EBITA on historiatiedoissa ns. operatiivinen liiketulos, missä voi olla pieniä poikkeamia todelliseen.



Arvomääritys 1/3

Arvostuksen perusteet

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

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

Koronapandemian sävyttämänä vuonna 2020 yhtiö todisti lisäksi pystyvänsä tekemään erinomaista tulosta erittäin vaikeassa ja nopeasti muuttuvassa ympäristössä, minkä lisäksi yhtiö pystyi myös vastaamaan elpyvään kysyntään nopeilla rekrytoinneilla vuonna 2021. Mielestämme nämä tekijät tukevat merkittävästi Etteplanin hyväksyttävää arvostustasoa suhteessa historialliseen, mutta osakemarkkinat ovat tämän havainnon tehneet jo pitkä aika sitten. Etteplan arvostuskertoimet ovat nousseet viime vuosina merkittävästi, mikä on toki ollut trendi myös toimialalla yleisesti.

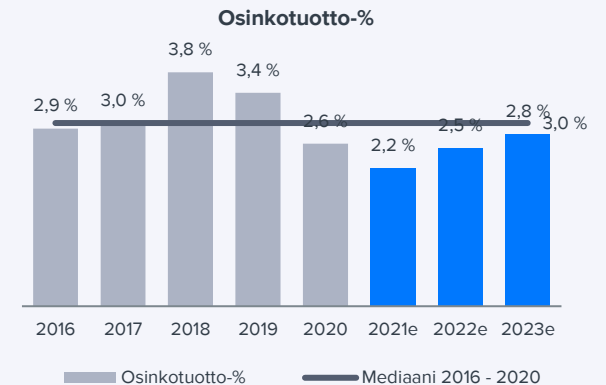
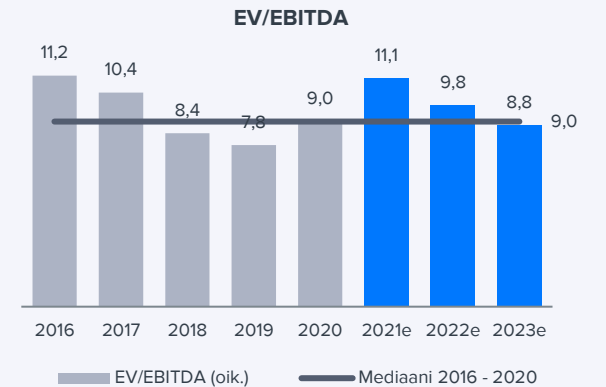
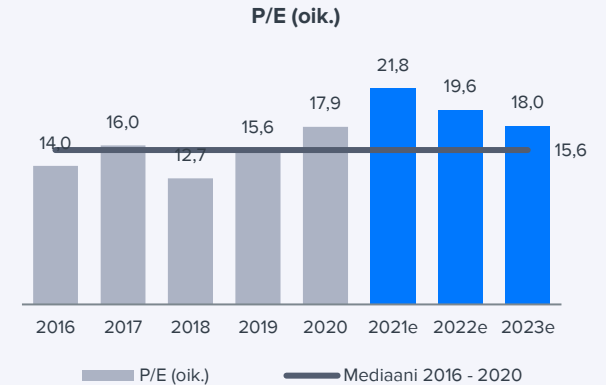
Arvostuskertoimet ovat korkeita

Vuosi 2021 on jäämässä arvostuksen osalta historiaan, ja katseet ovat vuodessa 2022. Ensi vuoden ennusteillamme P/E on noin 20x, EV/EBIT noin 16x ja EV/EBITDA noin 10x. Etteplanin raportoitua tulosta painavat yritystoitoihin liittyvät aineettomat poistot (ei kassavirtavaikutusta), minkä takia ero EV/EBIT- ja EV/EBITDA-kertoimien välillä on huomattava.

Historiallisesti arvostus on ollut merkittävästi matalampi P/E-luvulla, koska saman vuoden ennusteilla P/E on ollut 15-18x. Viime vuosina trendi on ollut ylöspäin sekä vakuuttavan arvonluonnin että yleisesti hyväksyttävien arvostustasojen venymisen takia. Toisaalta Etteplanille on historiallisesti hyväksytty noin 8x EV/EBITDA-kerroin kuluvaan vuoden ennusteilla. Kertoimet ovat noin 20 % viime vuosien tasoa korkeampia tällä hetkellä. Vuosia jatkunut vahva tuloskasvu ja vuodesta 2020 selviämisen erittäin pienin vaurioin tukevatkin selkeää nousua maltillisesta historiatasosta. Silti P/E 20x ensi vuoden ennusteilla on mielestämme turhan korkea arvostus nykyisellä historiaan nähden vaisulla tuloskasvunäkymällä.

Emme näe arvostuskertoimissa nousuvaraa, ja mielestämme sijoittavat kantavat merkittävää riskiä siitä, että arvostus palaisi jälleen selvästi alemmalle tasolle. Jos P/E palaisi esimerkiksi historiassa normaalille 15x tasolle, tämä tarkoittaisi yli 20 %:n laskua osakekurssissa (ilman ennustemuutoksia). Negatiivisessa skenaarioissa sekä tulosennusteet että arvostuskertoimet voisivat pettää, mutta tätä riskiä pidämme tällä hetkellä maltillisena. Silti osakkeen riski/tuotto-suhteeseen vaikuttaa mielestämme negatiivisesti se, että erittäin vahvan kehityksen jälkeen näemme enemmän riskejä alaspäin kuin mahdollisuuksia parantaa edelleen.

Ennustamme Etteplanin jatkavan epävirallista osinkopolitiikkaansa eli maksavan noin 50 % tuloksestaan osinkoina. Tämä tarkoittaisi tällä hetkellä noin 2,2 %:n osinkotuottoa keväällä 2022. Osingon antama tuki on nykyään maltillinen, mutta historiassa osinkotuotto oli keskimäärin yli 3 %. Myös osingon kasvu hidastuu arviomme mukaan tuloskasvun mukana, vaikka tase on sinänsä nyt vahva.



Arvomääritys 2/3

Suhteellinen arvostus

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

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

Verrokkiryhmä antaa Etteplanin arvostukselle hyvän

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

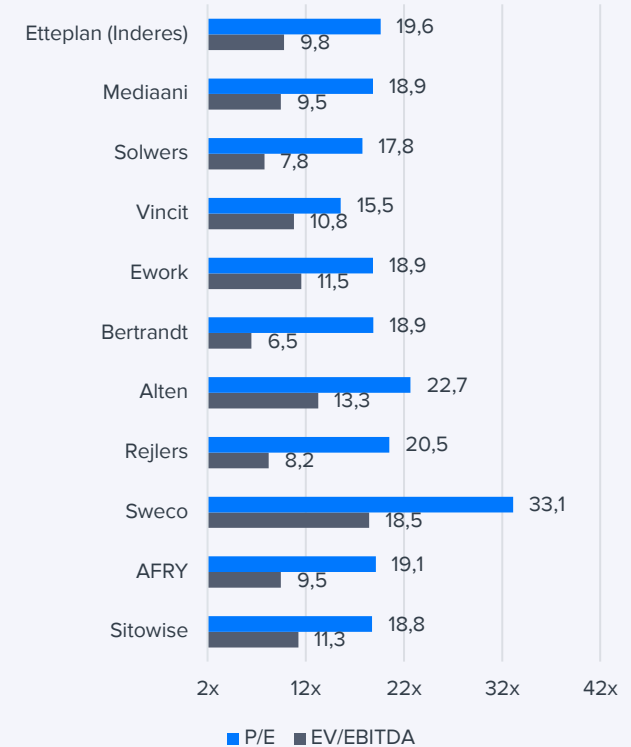
Verrokkiryhmän 2022e mediaani P/E on tällä hetkellä noin 19x ja EV/EBITDA noin 10x. Ryhmän arvostus on keskimäärin lähellä Etteplanin tämän hetken arvostusta, mutta tällä hetkellä Etteplan hinnoitellaan pienellä preemiolla. Mielestämme tämä tukee näkemystämme siitä, että Etteplanin nykyinen arvostus on haastava. Huomionarvoista on, että EV/EBIT-kertoimella Etteplan on arvostettu selvästi verrokkeja korkeammalle, mikä kertoo erityisesti yhtiön merkittävistä poistoista liittyen yritysostoihin. EV/EBIT- ja EV/EBITDA-kertoimia on mielestämme hyvä tarkastella yhdessä, jolloin ne antavat paremman kokonaiskuvan arvostuksesta.

Kassavirtalaskelma indikoisi korkeampaa arvoa

Annamme arvonnäilyksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska laskelma on herkkä pienillekin muutoksille mm. terminaali-jakson oletuksissa. Se toimii kuitenkin tukena muulle arvonnäilykselle ja lisäksi sen pohjalta voi arvioida oletuksia, joille nykyinen osakekurssi pohjautuu. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on nyt noin 17,2 euroa, mikä on lähellä tavoitehintaamme.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaali-jaksolla 3,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali on yhtiölle erittäin hyvä 8,2 % liikevaihdosta (2015-2020 keskiarvo: 7,4 %). Huomautamme, että nämä luvut ovat oletuksia syklin yli menevistä keskiarvoista ja hyvinä vuosina Etteplan pystyy merkittävästi parempaan. Uusia yritysostoja ennusteemme eivät sisällä.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2022e)



Arvomääritys 3/3

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on edelleen kohtuullinen eli noin 65 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,9 % ja oman pääoman kustannus on 8,5 %, mitkä ovat mielestämme yhtiölle nykytilanteessa neutraaleja. Riskitön korko on 2,0 %, markkinoiden riskipreemio 4,75 %, likviditeetti-preemio 0,75 % ja fundamenttipohjainen beta 1,2. Riskitön korko on todellisuudessa matalampi, mutta kokonaisuuden kannalta oleellista on mielestämme se, että WACC ja oman pääoman kustannus ovat järjestyksellään pitkiä aikavälillä. Tämä mielestämme toteutuu tällä hetkellä. Koko DCF-laskelma on esitetty liitetiedoissa.

Pitkän tähtäimen tarina on houkutteleva

Pidämme Etteplania vahvana sijoitustarinana pitkällä aikavälillä, koska yhtiö on näkemysmme mukaan selkeä edelläkävijä toimialallaan. Yhtiön johdetut palvelut (MS) -liiketoimintamalli on perinteistä merkittävästi parempi ja todisteet tästä ovat näkyvissä yhtiö vahvassa kannattavassa kasvussa. Yhtiöllä on hyvin toimiva Kiinan offshoring-mahdollisuus (ja myöhemmin kasvumahdollisuus myös Kiinan sisämarkkinalla), near shoring -optio Puolassa, vahvat referenssit ja hyvä maine toimialalla.

Lisäksi Etteplan on tehnyt järjestyksellään investointeja ohjelmistoihin sekä IoT- ja pilviratkaisuihin liittyvään osaamiseen ja on pystynyt kehittämään itseään koko ajan oikeasuuntaisesti vastatakseen tulevaisuuden haasteisiin. Etteplan kuuluu jo Suomen suurimpiin ohjelmisto-osaajiin. Yhtiöllä on lisäksi erittäin hyvä track-record omistaja-arvon luonnista sekä yritystoista, jotka ovat onnistuneet valtaosin erittäin hyvin. Pidämme siis Etteplania yleisesti laadukkaana ja hyvin johdettuna yhtiönä, joka todennäköisesti jatkaa

omistaja-arvon luomista myös tulevaisuudessa.

Tavoitehinta ja suositus

Vaikka yhtiö on mielestämme vahva arvonaluja, nykyisellä arvostuksella sijoittajien tuotto-odotus jää arviomme mukaan ohueksi ja riski/tuotto-suhte on epätyytyttävä. Näin ollen toistamme Etteplanille vähennä-suosituksen tavoitehinnalla 17,0 euroa. Mielestämme osakkeen arvostuksessa on liikaa etukenoa, jotta ostot olisivat perusteltuja.

Näkemyksemme mukaan sektori on tällä hetkellä sijoittajien suosiossa ja arvostustasot yleisesti korkealla, mutta nykyisen vahvan markkinatilanteen kestävyys on silti epävarma kuten myös makrotalouden näkymä. Suosiosta kertoo esimerkiksi se, että Helsingin pörssin IT-palvelusektorin yhtiöt hinnoitellaan nyt valtaosin selvästi Etteplanin alapuolelle. Tilanne oli päinvastainen historiassa.

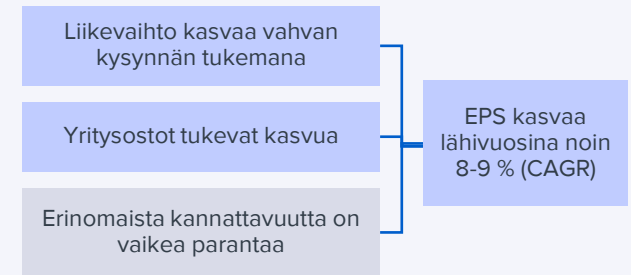
Osakkeen arvostustaso on mielestämme korkea ja sisältää selkeitä riskejä, joita toisaalta pienentää merkittävästi pääomistajien osakkeelle antava tuki. Robert Ingman osti vasta 80 000 osakkeen blokin 17,2 euron osakehinnalle. Pääomistaja Ingman Group pitää siis selvästi arvostustasoa edelleen kohtuullisena, vaikka sijoitus on kokonaisuuden kannalta pieni. Emme kuitenkaan odota, että pääomistaja Ingman Group nostaisi omistustaan Etteplanissa, koska listattuna yhtiön on mielestämme helpompi toteuttaa kasvustrategiaansa.

Etteplan pystyy tehokkaalla toiminnallaan luomaan arvoa melkein missä tahansa markkinatilanteessa, mutta osakeostot kannattaa mielestämme tehdä odotuksien ollessa alhaisempia. Kehotamme sijoittajia toistaiseksi odottamaan houkuttelevampia ostopaikkoja Etteplanin pitkän aikavälin kasvutarinaan.

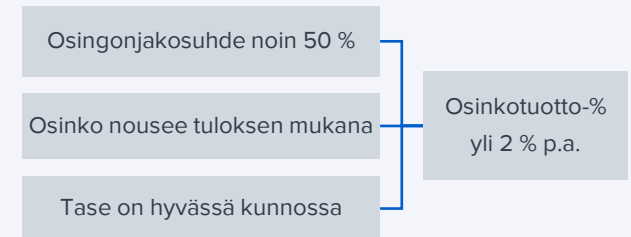
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

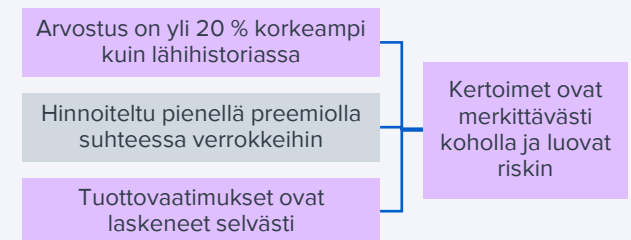
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

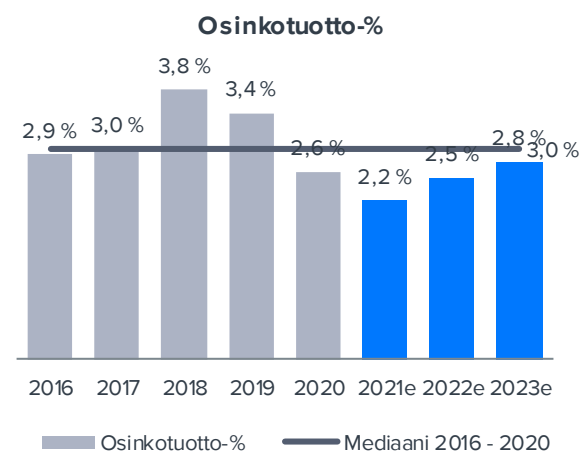
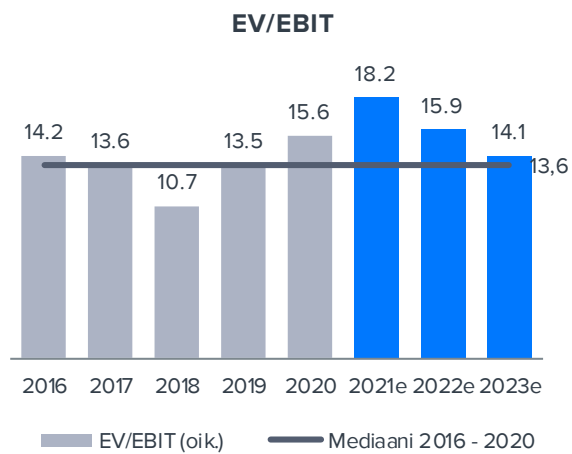
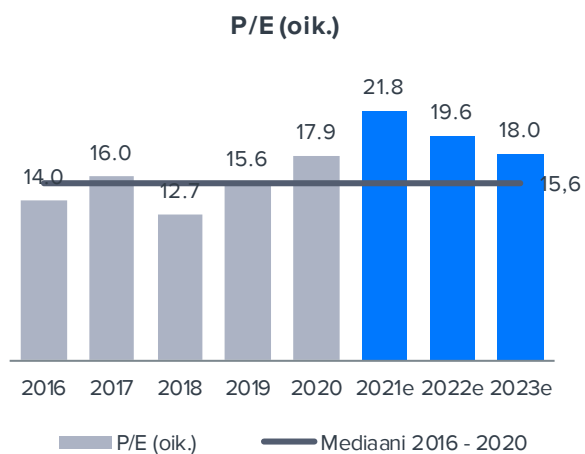


Osakkeen kokonaistuotto-odotus (n. -5...+10 % 12 kk)

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,58	7,78	7,94	10,2	13,0	17,9	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	22,8	24,5	25,0	25,0	24,9	25,0	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	137	191	198	253	322	448	448	448	448
Yritysarvo (EV)	167	216	218	294	363	486	476	465	453
P/E (oik.)	14,0	16,0	12,7	15,6	17,9	21,8	19,6	18,0	17,1
P/E	17,1	16,6	13,0	14,6	18,9	22,5	19,6	18,0	17,1
P/Kassavirta	neg.	16,4	49,0	neg.	42,4	38,1	22,1	19,1	18,2
P/B	2,6	3,3	2,9	3,3	3,7	4,5	4,0	3,6	3,2
P/S	0,7	0,9	0,8	1,0	1,2	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9	1,1	1,4	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	11,2	10,4	8,4	7,8	9,0	11,1	9,8	8,8	8,3
EV/EBIT (oik.)	14,2	13,6	10,7	13,5	15,6	18,2	15,9	14,1	13,1
Osinko/tulos (%)	53,0 %	49,2 %	49,0 %	50,3 %	49,5 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,0 %	3,8 %	3,4 %	2,6 %	2,2 %	2,5 %	2,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
AFRY	262,20	2832	2720	16,0	13,8	10,9	9,5	22,2	19,1	2,4	2,7	2,7
Semcon	118,40	222	207	12,6	11,0	9,8	9,0	16,8	14,8	5,7	3,7	2,8
Sweco	157,80	5739	6209	32,6	28,3	20,2	18,5	36,5	33,1	1,5	1,6	6,9
Rejlers	140,80	258	278	18,8	14,8	9,5	8,2	22,9	20,5	2,1	2,5	2,3
Alten	151,40	5256	5246	19,0	16,3	15,0	13,3	25,8	22,7	0,7	0,7	3,7
Bertrandt	58,00	603	680	28,4	13,3	9,2	6,5	48,2	18,9	0,5	2,2	1,5
Ework	114,00	198	198	15,6	14,4	12,3	11,5	19,7	18,9	3,9	4,2	10,0
Vincit	8,16	102	97	19,4	13,9	13,9	10,8	19,6	15,5	2,4	2,7	4,2
Staffline	59,20	119	99	9,3	7,5	6,2	5,3	12,2	13,1			
Sitowise	8,22	298	354	19,7	19,2	13,1	11,3	28,8	18,8	1,3	1,9	2,6
Solwers	7,42	64	62	14,6	10,8	10,0	7,8	25,7	17,8	1,1	1,2	2,0
Etteplan (Inderes)	17,90	448	486	18,2	15,9	11,1	9,8	21,8	19,6	2,2	2,5	4,5
Keskiarvo				18,7	14,8	11,8	10,1	25,3	19,4	2,2	2,3	3,9
Mediaani				18,8	13,9	10,9	9,5	22,9	18,9	1,8	2,3	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-3 %	15 %	2 %	3 %	-5 %	4 %	24 %	9 %	65 %

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

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	263	71,3	62,9	55,2	70,3	260	73,0	75,0	66,9	83,3	298	327	351	375
Konserni	263	71,3	62,9	55,2	70,3	260	73,0	75,0	66,9	83,3	298	327	351	375
Käyttökate	37,5	9,7	9,9	9,1	11,7	40,4	11,0	11,1	9,1	12,7	43,9	48,7	52,8	54,5
Poistot ja arvonalennukset	-14,7	-4,1	-4,5	-4,8	-4,6	-18,0	-4,4	-4,4	-4,5	-4,6	-17,9	-18,8	-19,9	-20,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	21,7	5,8	5,7	4,3	7,4	23,3	6,6	7,1	4,8	8,1	26,6	29,9	32,9	34,5
Liikevoitto	22,8	5,7	5,4	4,3	7,1	22,4	6,6	6,7	4,6	8,1	26,1	29,9	32,9	34,5
Konserni	22,8	5,7	5,4	4,3	7,1	22,4	6,6	7,1	4,8	8,1	26,6	29,9	32,9	34,5
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,5	-1,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0
Tulos ennen veroja	21,9	5,5	5,0	4,0	6,6	21,1	6,5	6,3	4,4	7,9	25,1	28,9	31,8	33,5
Verot	-4,5	-1,3	-1,1	-0,7	-0,9	-4,0	-1,2	-1,4	-1,0	-1,7	-5,2	-6,1	-7,0	-7,4
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
Nettotulos	17,4	4,2	3,9	3,3	5,7	17,1	5,3	4,9	3,4	6,3	19,9	22,8	24,8	26,1
EPS (oikaistu)	0,65	0,18	0,17	0,13	0,24	0,72	0,21	0,21	0,14	0,25	0,82	0,91	0,99	1,05
EPS (raportoitu)	0,70	0,17	0,16	0,13	0,23	0,69	0,21	0,20	0,14	0,25	0,80	0,91	0,99	1,05

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	8,6 %	-2,2 %	-10,3 %	-2,1 %	-1,4 %	2,3 %	19,3 %	21,1 %	18,5 %	14,8 %	9,6 %	7,3 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	6,0 %	-2,3 %	-1,5 %	-11,6 %	46,7 %	7,2 %	12,9 %	25,7 %	9,6 %	9,4 %	14,3 %	12,2 %	10,2 %	4,8 %
Käyttökate-%	14,3 %	13,6 %	15,7 %	16,5 %	16,6 %	15,6 %	15,1 %	14,8 %	13,6 %	15,3 %	14,7 %	14,9 %	15,1 %	14,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,3 %	8,2 %	9,0 %	7,9 %	10,6 %	9,0 %	9,0 %	9,5 %	7,1 %	9,8 %	8,9 %	9,1 %	9,4 %	9,2 %
Nettotulos-%	6,6 %	5,9 %	6,3 %	5,9 %	8,1 %	6,6 %	7,3 %	6,6 %	5,1 %	7,5 %	6,7 %	7,0 %	7,1 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	299	298	0 %	328	327	0 %	352	351	0 %
Käyttökate	44,0	43,9	0 %	48,8	48,7	0 %	52,9	52,8	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	26,7	26,6	0 %	30,0	29,9	0 %	33,0	32,9	0 %
Liikevoitto	26,2	26,1	0 %	30,0	29,9	0 %	33,0	32,9	0 %
Tulos ennen veroja	25,2	25,1	0 %	29,0	28,9	0 %	31,9	31,8	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,82	0,82	0 %	0,92	0,91	0 %	1,00	0,99	0 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,46	0,46	0 %	0,50	0,50	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	124	136	146	149	152
Liikearvo	79,0	83,7	88,7	88,7	88,7
Aineettomat hyödykkeet	27,5	26,0	29,8	32,7	35,1
Käyttöomaisuus	17,3	25,7	26,6	27,1	27,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	78,4	81,6	89,3	97,9	105
Vaihto-omaisuus	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Muut lyhytaikaiset varat	22,5	17,8	20,4	22,4	24,0
Myyntisaamiset	39,7	39,1	44,7	49,0	52,6
Likvidit varat	15,9	24,4	23,9	26,1	28,0
Taseen loppusumma	203	218	235	247	257

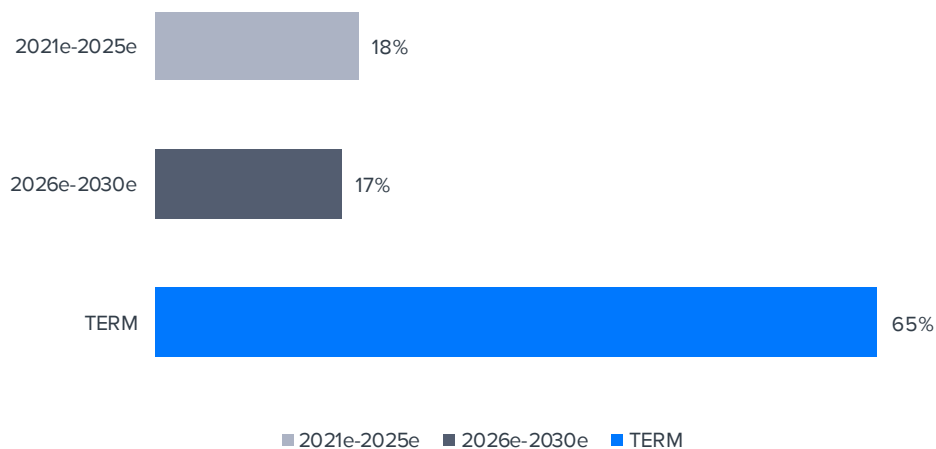
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	76,7	87,1	98,5	111	125
Osakepääoma	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kertyneet voittovarot	49,8	58,2	69,6	82,5	95,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	20,2	23,9	23,9	23,9	23,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	39,6	28,0	42,9	38,3	32,6
Laskennalliset verovelat	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	33,1	21,5	36,3	31,8	26,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	86,5	103	93,9	97,6	99,3
Lainat rahoituslaitoksilta	23,1	43,5	25,6	22,9	19,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	61,0	56,6	65,6	71,9	77,1
Muut lyhytaikaiset velat	2,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Taseen loppusumma	203	218	235	247	257

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	22,4	26,1	29,9	32,9	34,5	35,8	37,1	38,1	39,0	39,6	40,8	
+ Kokonaispoistot	18,0	17,9	18,8	19,9	20,0	20,1	21,0	21,2	22,3	23,4	24,3	
- Maksetut verot	-4,2	-5,2	-6,1	-7,0	-7,4	-7,7	-8,0	-8,3	-8,5	-8,6	-8,8	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,3	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	37,2	39,3	42,4	45,5	46,9	48,0	49,9	50,9	52,7	54,3	56,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-29,6	-27,6	-22,2	-22,1	-22,3	-23,3	-22,9	-24,7	-25,9	-26,5	-26,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,6	11,7	20,2	23,5	24,6	24,7	27,0	26,2	26,8	27,9	29,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,6	11,7	20,2	23,5	24,6	24,7	27,0	26,2	26,8	27,9	29,5	622
Diskontattu vapaa kassavirta		11,6	18,6	20,0	19,4	18,1	18,3	16,5	15,6	15,1	14,8	312
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		480	468	450	430	410	392	374	357	342	327	312
Velaton arvo DCF		480										
- Korolliset velat		-65,0										
+ Rahavarat		24,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,5										
Oman pääoman arvo DCF		431										
Oman pääoman arvo DCF per osake		17,2										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	236,5	263,3	259,7	298,1	326,9	EPS (raportoitu)	0,61	0,70	0,69	0,80	0,91
Käyttökate	26,0	37,5	40,4	43,9	48,7	EPS (oikaistu)	0,62	0,65	0,72	0,82	0,91
Liikevoitto	20,2	22,8	22,4	26,1	29,9	Operat. kassavirta / osake	1,01	1,55	1,50	1,57	1,70
Voitto ennen veroja	19,4	21,9	21,1	25,1	28,9	Vapaa kassavirta / osake	0,16	-0,13	0,31	0,47	0,81
Nettovoitto	15,3	17,4	17,1	19,9	22,8	Omapääoma / osake	2,71	3,07	3,50	3,94	4,46
Kertaluontoiset erät	-0,3	1,1	-0,9	-0,6	0,0	Osinko / osake	0,30	0,35	0,34	0,40	0,46
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	160,6	202,9	217,9	235,3	247,3	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	11 %	-1 %	15 %	10 %
Oma pääoma	67,5	76,7	87,1	98,5	111,4	Käyttökateen kasvu-%	25 %	44 %	8 %	9 %	11 %
Liikearvo	65,2	79,0	83,7	88,7	88,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	29 %	6 %	7 %	14 %	12 %
Nettovelat	20,1	40,4	40,6	38,0	28,5	EPS oik. kasvu-%	29 %	5 %	11 %	13 %	11 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	11,0 %	14,3 %	15,6 %	14,7 %	14,9 %
Käyttökate	26,0	37,5	40,4	43,9	48,7	Oik. Liikevoitto-%	8,7 %	8,3 %	9,0 %	8,9 %	9,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,5	4,1	1,3	0,8	0,0	Liikevoitto-%	8,5 %	8,7 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %
Operatiivinen kassavirta	25,1	38,8	37,2	39,3	42,4	ROE-%	24,4 %	24,1 %	20,8 %	21,5 %	21,7 %
Investoinnit	-15,4	-48,1	-29,6	-27,6	-22,2	ROI-%	20,6 %	19,9 %	16,0 %	16,7 %	18,3 %
Vapaa kassavirta	4,0	-3,4	7,6	11,7	20,2	Omavaraisuusaste	42,9 %	38,9 %	40,5 %	42,5 %	45,7 %
						Nettovelkaantumisaste	29,8 %	52,6 %	46,6 %	38,6 %	25,6 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,9	1,1	1,4	1,6	1,5						
EV/EBITDA (oik.)	8,4	7,8	9,0	11,1	9,8						
EV/EBIT (oik.)	10,7	13,5	15,6	18,2	15,9						
P/E (oik.)	12,7	15,6	17,9	21,8	19,6						
P/B	2,9	3,3	3,7	4,5	4,0						
Osinkotuotto-%	3,8 %	3,4 %	2,6 %	2,2 %	2,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.11.2017	Osta	9,00 €	7,55 €
10.1.2018	Lisää	9,00 €	8,32 €
9.2.2018	Lisää	8,20 €	7,62 €
4.5.2018	Lisää	8,50 €	8,06 €
15.8.2018	Lisää	10,00 €	9,00 €
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 €
6.5.2020	Vähennä	7,80 €	8,04 €
12.8.2020	Lisää	9,50 €	8,94 €
30.10.2020	Vähennä	10,00 €	9,80 €
25.11.2020	Lisää	11,00 €	10,40 €
18.12.2020	Lisää	12,50 €	11,80 €
15.1.2021	Vähennä	15,00 €	15,75 €
12.2.2021	Vähennä	15,00 €	15,50 €
6.5.2021	Vähennä	16,80 €	16,90 €
12.8.2021	Vähennä	17,50 €	17,90 €
29.10.2021	Vähennä	17,00 €	16,80 €
23.11.2021	Vähennä	17,00 €	17,90 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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 Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**