

ETTEPLAN

09.04.2025 08.20 EET



Roni Peuranheimo
+358 505610455
roni.peuranheimo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Näköpiirissä ei vielä paluuta normaaliin

Etteplanilla on takanaan haastavat vuodet, mutta yhtiö on palaamassa tuloskasvupolulle. Viime kuukausina on nähty yhtiölle merkittäviä positiivisia ajureita (Saksa ilmoittanut merkittävistä infra- ja puolustusinvestoinneista) sekä negatiivisia ajureita (Yhdysvaltojen käynnistämä kauppasota). Lyhyellä aikavälillä näiden netto kääntyy mielestämme negatiiviseksi ja olemme ottaneet ennusteisiimme hieman lisää varovaisuutta. Toistamme 12,5 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) pienen kurssinousun jälkeen.

Tekoäly merkittävä uusi alue strategiassa

Etteplan on viimeisen kymmenen vuoden aikana muuntautunut puhtaasta ”insinööri-toimistosta” kohti laaja-alaista teknologiapalveluyhtiötä, jonka tarjoomaan kuuluu suunnittelupalveluiden lisäksi myös teknistä viestintää, datan hallintaa sekä ohjelmistoratkaisuja. Etteplan on myös kansainvälistynyt onnistuneesti yritysostojen avulla ja nykyään yhtiön liikevaihdosta suurin osa tulee jo Suomen ulkopuolelta (2024: 53 %). Yhtiön liiketoimintamallin ytimessä on johdetut palvelut -malli (2024: 65 % lv:sta), jossa perinteisen resurssivuokrauksen sijaan yhtiöllä on itse hallinta prosessista ja hinnoittelu perustuu enemmän tuotettuun lisäarvoon. Etteplanin viime vuoden lopulla päivitetystä strategiassa korostuu erityisesti tekoälyn merkitys ja yhtiö hakeekin merkittävää kasvua palveluratkaisuista, joissa yhtiön itse kehittämä tekoälyratkaisu on mukana (tavoite 35 % liikevaihdosta vuonna 2027). Samalla tekoäly tulee muokkaamaan myös eri palvelualueiden työkuva (mm. tehostaa ohjelmistokehitystä) ja se luokin yhtiölle sekä mahdollisuuksia että uhkia. Siten yhtiön onkin kriittistä pysyä tekoälykehityksessä aallonharjalla.

Tänä vuonna piti palata normaaliin - toisin kävi

Etteplanilla on hyvät näytöt omistaja-arvon luomisesta pidemmältä aikaväliltä. Yritysstot ovat myös pääsääntöisesti

olleet onnistuneita, mistä yhtiön pääosin hyvänä säilyneet pääoman tuottoluvut myös viestivät. Vuodet 2023-2024 ovat kuitenkin katkaisseet tuloskasvutarinan, kun laaja-alaisesti yhtiön asiakaskentässä näkynyt heikentynyt kysyntä on kääntänyt orgaanisen kasvun negatiiviseksi ja rasittanut kannattavuutta. Ohjeistus indikoi yhtiön palaavan tänä vuonna tuloskasvuun, mutta tämän antamisen jälkeen geopolitiisessa ympäristössä on tapahtunut paljon. Ensinnäkin, Saksa on edennyt sen mittavan puolustus- ja infrainvestointipaketin kanssa, joka voisi toteutuessaan piristää Euroopan talouskasvunäkymää pidemmäksi aikaa. Etteplania tämä voisi myös tukea suoraan puolustusteollisuuden asiakkuuksien kautta sekä epäsuorasti piristyvän teollisuuden kautta. Tämän tuomaa tukea kuitenkin varjostaa Yhdysvaltojen hiljattain määrätty laaja-alaiset tuontitullit, jotka luovat merkittävää epävarmuutta globaalin talouteen. Tilanne on vaikeasti ennustettava ja elää jatkuvasti, mutta mikäli Yhdysvallat ei pehmennä tulleja, kauppasodan epävarmuus tulee iskee väkisinkin yhtiön asiakaskuntaan ja sitä kautta yhtiöön. Olemme tehneet tämän raportin myötä negatiivisia tarkennuksia ennusteisiimme, mutta Q1-tulos tarjoaa pian jälleen uuden tarkastuspisteen.

Riski/tuotto-suhde houkutteleva vastatuulista huolimatta

Etteplanin arvostus on maltillisella tasolla perinteisillä arvostuskertoimilla (2025e EV/EBITA 11x), joskin tulosennusteisiin liittyvä korkea ennusteriski on hyvä tiedostaa. Arvostuksesta löytyy kuitenkin turvamarginaalia, sillä se on kohtuullinen vielä varovaisen ohjeistuksen alalaidallakin. Myös DCF-mallimme osoittaa osakkeelle nousuvaraa. Suhteessa verrokkeihin Etteplania hinnoitellaan lievällä preemiolla, mikä ei kuitenkaan vaikuta ratkaisevasti näkemykseemme. Kokonaisuudessaan pidämme tuloskasvuun nojaavaa tuotto-odotusta kohonneista riskeistä huolimatta houkuttelevana. Lyhyellä aikavälillä edessä voi olla vielä turbulenssia, mutta pidämme pitkän aikavälin sijoitustarinaa houkuttelevana nykyarvostuksella.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehint:

12,50 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi:

11,15

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	361	376	391	411
kasvu-%	0 %	4 %	4 %	5 %
EBIT oik.	27,4	30,8	36,3	40,3
EBIT-% oik.	7,6 %	8,2 %	9,3 %	9,8 %
Nettotulos	10,4	15,3	19,8	24,1
EPS (oik.)	0,70	0,82	1,00	1,15

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

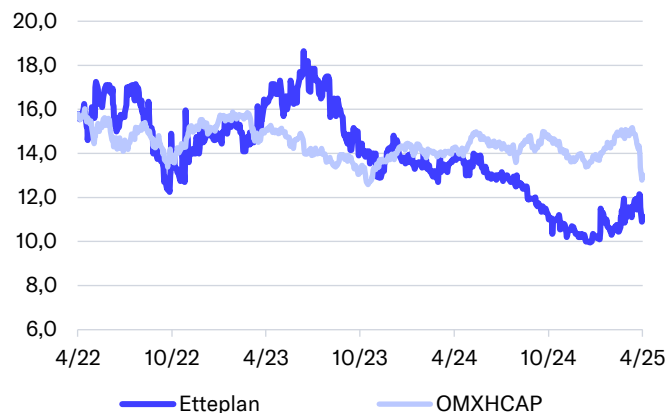
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

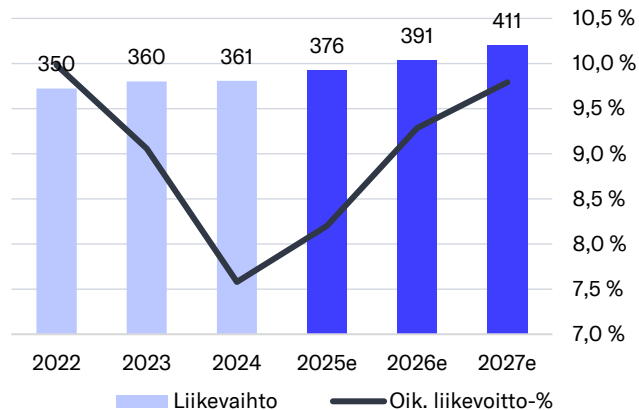
Etteplan arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan 365-400 (2024: 361,0) MEUR ja liikevoiton (EBIT) olevan 23-30 (2024: 18,4) MEUR.

Osakekurssi



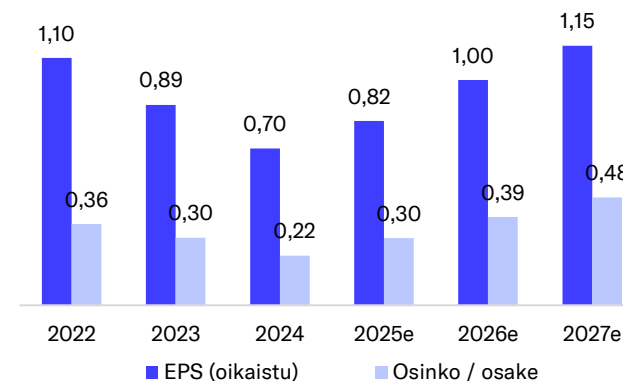
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Saksan merkittävän elpymispaketin vaikutus kysyntään
- Kannattavuuden elpyminen historialliselle tasolle
- Keski-Euroopan laajentuminen
- Kiinan markkinoiden avautuminen
- Yrityssostot, joissa yhtiö on pystynyt luomaan lisäarvoa historiassa
- Ohjelmisto-osaamisen hyödyntäminen ja uudet teknologiaratkaisut

Riskitekijät

- Kauppasodan eskaloitumisen negatiiviset vaikutukset globaaliin talouteen
- Markkinan murroksessa (mm. tekoäly) ja kilpailussa jälkeen jääminen
- Taantuman pitkittyminen edelleen ja yleisesti syklisyyteen liittyvä kysynnän vaihtelu
- Palkkainflaatio ja osaajien saatavuus
- Menneiden vuosien vahvan kannattavuuden osoittautuminen poikkeukseksi
- Yrityssostojen integraatiossa epäonnistuminen
- Väliinputoajaksi jääminen toimialalla

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	25,2	25,2	25,2
Markkina-arvo	282	282	282
Yritysarvo (EV)	349	332	314
P/E (oik.)	13,7	11,2	9,7
P/E	18,3	14,2	11,7
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,9	6,7	5,8
EV/EBIT (oik.)	11,3	9,1	7,8
Osinko/tulos (%)	49,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,5 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Etteplan

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

1983 / 2000

Perustamisvuosi / listautuminen

361 MEUR (+0,3 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

65 %

Johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta (2024)

3803

Henkilöstö 2024 lopussa

53 % / 27 % / 20 %

Liikevaihdon jakauma vuonna 2024:
Suunnitteluratkaisut / Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut / Teknisen viestinnän ratkaisut

-2015

Ingman Group hankkii noin 66 %:n omistusosuuden vuonna 2013

Etteplanin kasvustrategia vahvistuu merkittävästi

Johdetut palvelumallit oleelliseksi osaksi strategiaa

Etteplan luo pohjaa seuraavien vuosien menestykselle

2015-2019

Raportointirakenne muuttuu vuonna 2015, tekninen dokumentointi omaksi palvelualueeksi (nyk. tekninen viestintä ja datan ratkaisut)

Vuonna 2016 uusi osaamisalue ja laajentuminen ohjelmistoihin

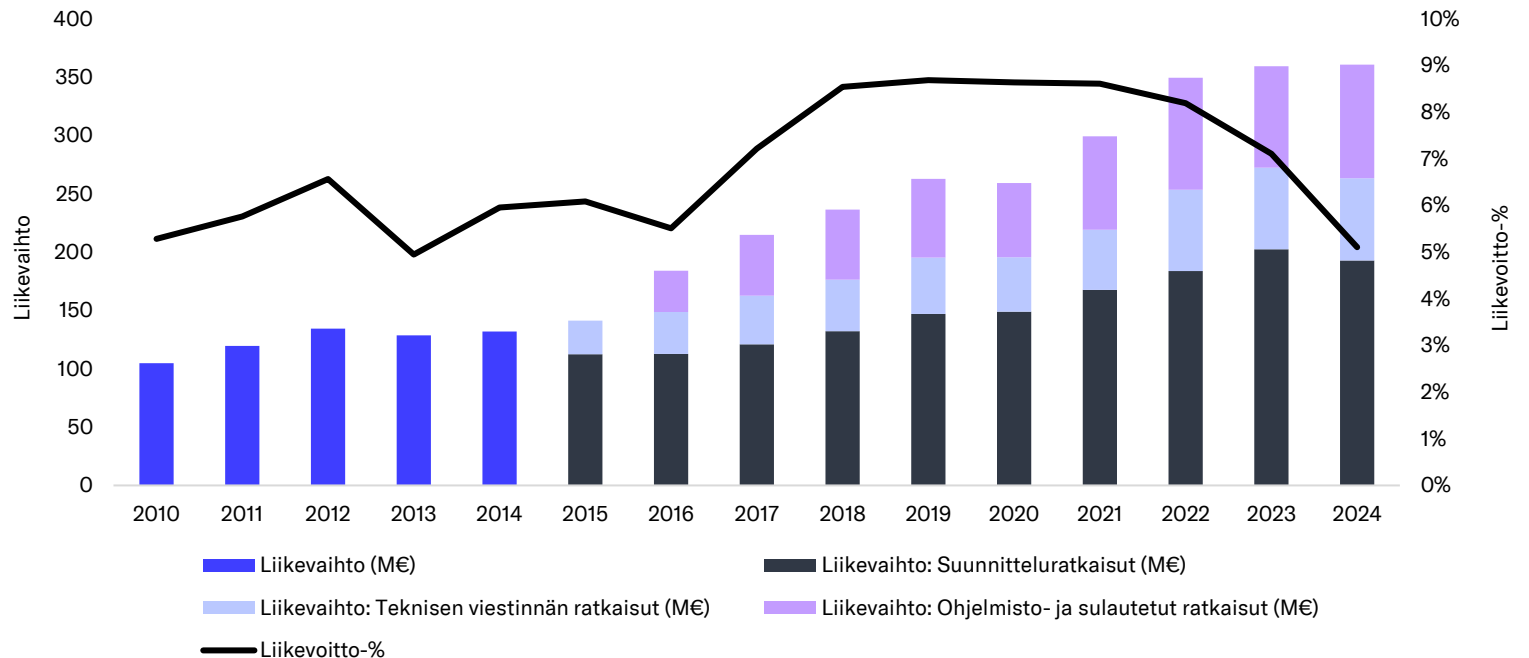
Digitalisaatio, IoT- ja sulautetut järjestelmät ytimeen

2019-2024

Vuonna 2019 strategian fokus kansainväliseen kasvuun ja erityisesti Keski-Eurooppaan

Vuonna 2020 kasvu hidastui väliaikaisesti koronan myötä, mutta vuosina 2021-2022 yhtiö palasi kasvuun

Vuosina 2023 ja 2024 kasvu hidastuu ja kannattavuus heikkenee selvästi haastavassa markkinaympäristössä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Keskikokoinen teknologiapalveluyhtiö

Etteplanin palvelut kattavat teollisuuden laite- ja laitossuunnittelun ratkaisut, ohjelmisto- ja sulautettujen järjestelmien ratkaisut sekä teknisen viestinnän ratkaisut. Yhtiön asiakkaita ovat pääosin valmistavan teollisuuden yritykset. Etteplan teki vuonna 2024 361 MEUR:n liikevaihdon ja yhtiöllä on henkilöstöä 3803 (2024 lopussa), joista valtaosa on asiantuntijoita monipuolisilla sektoreilla. Yhtiöllä on kolme palvelualueita:

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 tuotantoratkaisuja eli esimerkiksi suunnittelee asiakkaiden tuotantosoluja.

Ohjelmisto- ja sulautetuilla ratkaisulla 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.

Etteplan on panostanut merkittävästi IoT- ja ohjelmistotekniikan osaamiseen, ja Etteplanista on tullut samalla myös merkittävä ohjelmisto-osaaja (alan asiantuntijoita noin 700). Tämä antaa yhtiölle erittäin vahvan kokonaistarjonnan asiakkaiden nykyisiin tarpeisiin.

Teknisen viestinnän ja datan ratkaisulla tarkoitetaan tuotteen teknisten ominaisuuksien viestintää tuotteen

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

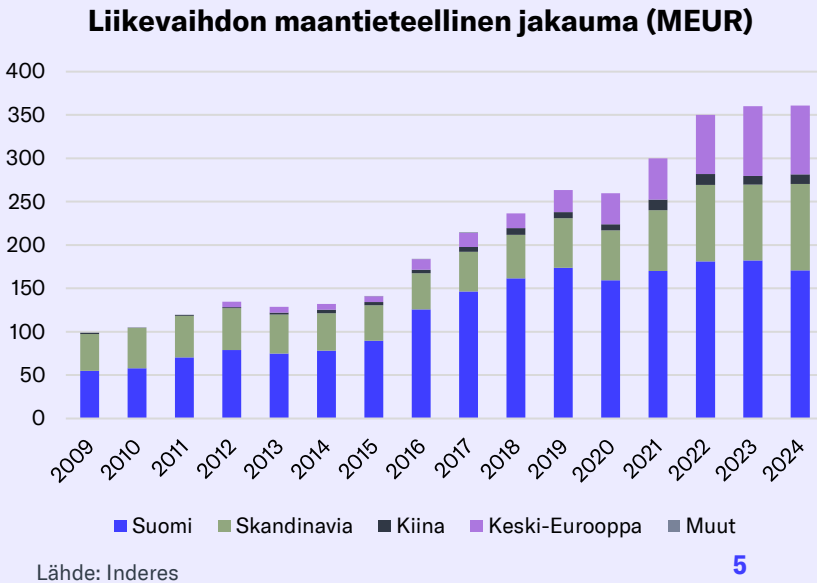
Tulevina vuosina datan hallintaan liittyvät palvelut tulevat olemaan palvelualueella selvä kasvualue tekoälyn käytön lisätessä tarvetta datan harmonisoinnille. Tekoäly tulee muutenkin arviomme mukaan muovaamaan erityisesti tämän palvelualueen ratkaisuja.

Johtava toimija Suomessa ja haastaja ulkomailla

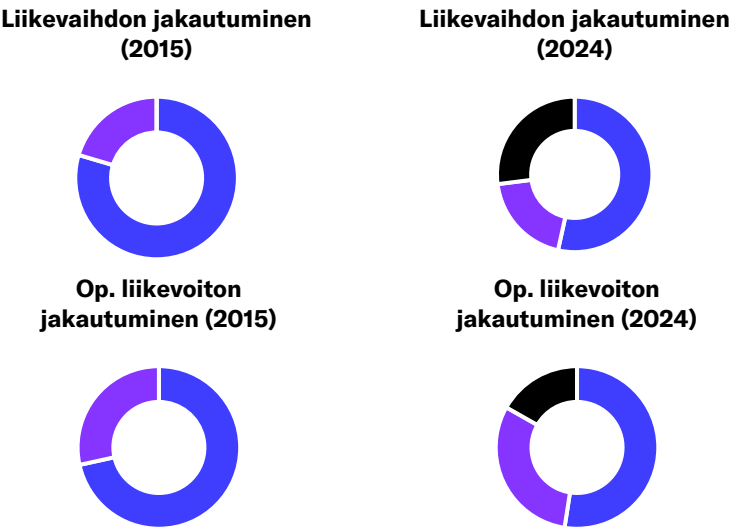
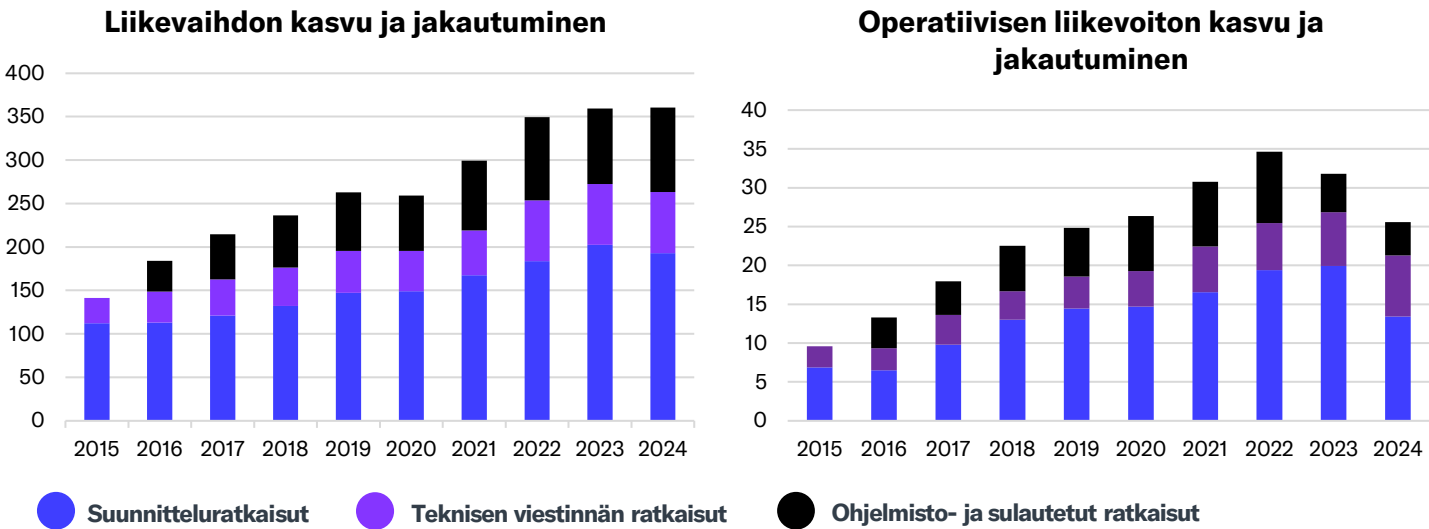
Etteplan on Suomen suurin kone- ja laitesuunnitteluun erikoistunut yritys ja suurimpien alan yhtiöiden joukossa Ruotsissa. Lisäksi yhtiö on Euroopan suurimpiin kuuluva teknisen viestinnän ratkaisuihin erikoistunut yritys. Kiinassa yhtiö on suurin pohjoismaisista suunnittelupalveluja tarjoavista yrityksistä. Kiina on myös yhtiölle kasvava markkina kehittyvän palveluiden ostokulttuurin myötä. Tämän lisäksi maan osajia on käytetty offshoringiin, jossa Bangladesh on kuitenkin ottamassa suurempaa roolia.

Etteplanilla on liiketoimintaa myös Alankomaissa, Saksassa (yritysostojen kautta syntynyt pohja) ja Puolassa. Yhtiö on korostanut haluaan kasvaa erityisesti Keski-Euroopassa, jossa pitkän aikavälin trendit ovat yhtiön kysynnän kannalta suotuisia. Esimerkiksi Saksaan on muodostumassa insinööripula jo demografisten tekijöiden takia, minkä lisäksi Saksan valmisteilla oleva suuri elvytyspaketti parantaa näkymiä vuosiksi eteenpäin.

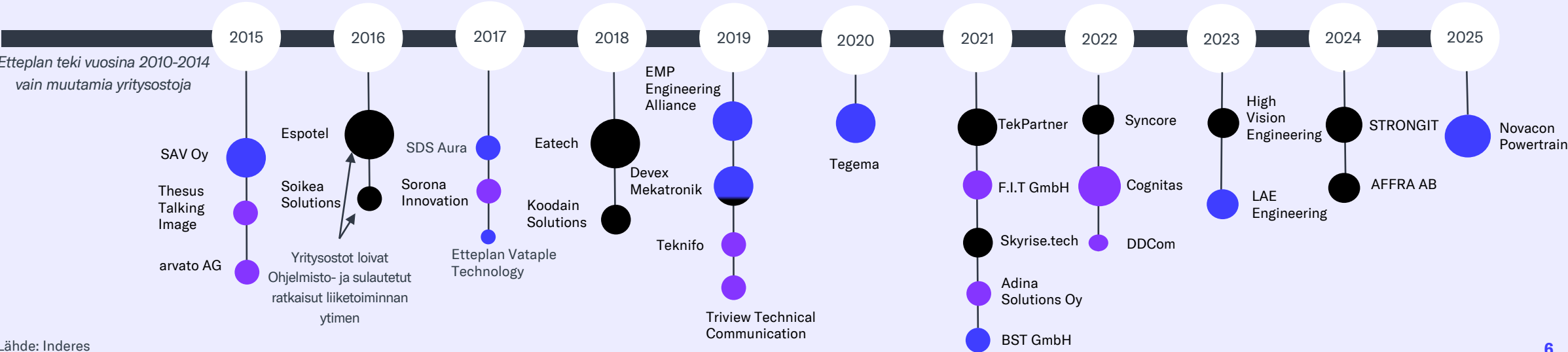
Etteplanin kymmenen vuoden muutosmatka



Etteplanin rakennemuutos viimeisen kymmenen vuoden aikana



Etteplanin merkittävät yritysostot jaksolla



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintamalli

Perinteisessä resurssivuokrauksessa on haasteensa

Perinteinen liiketoimintamalli toimialalla on ollut valtaosin resurssivuokrausta (ns. CV-myyntiä), jossa asiakas vuokraa asiantuntevaa työvoimaa omiin tarpeisiinsa yleensä omiin toimitiloihinsa. Liiketoimintamallilla on mielestämme heikkouksia, kuten heikko näkyvyys kysyntään, yleensä tuntipohjainen hinnoittelumalli, kireä kilpailu (erityisesti kysynnän heikentyessä) ja usein 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. Perinteisessä mallissa henkilöstön vaihtuvuus voi osoittautua ongelmaksi, ja tällöin yhtiö voi menettää samalla liiketoiminnan, jonka asiakkaan palvelukseen siirtynyt henkilö on yhtiöön tuonut.

Johdetut palvelut (Managed Services)

Etteplan on siirtynyt vuosien saatossa asteittain entistä enemmän johdetut palvelut -toimintamalliin (Managed Services, MS). Avaamme Johdetut palvelut-toimintamallia tarkemmin seuraavalla sivulla. Johdetuissa palveluissa 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 tyypillisesti parempaan kannattavuuteen. Lisäksi on hyvä huomioida, että Etteplan pystyy hyödyntämään omaa offshoring-toimintoaan Kiinassa ja Bangladeshissa sekä near-shoring-toimintoaan Puolassa palveluiden tuottamisessa, mikä on oleellinen etu ja parantaa kannattavuutta. Kun Etteplan vastaa esimerkiksi

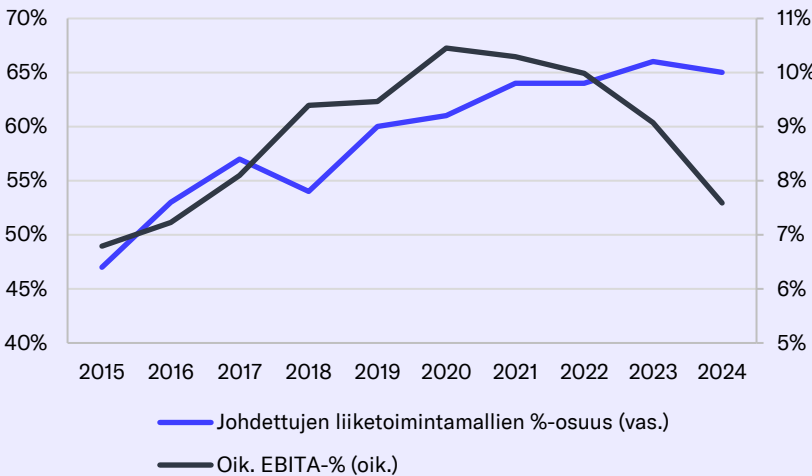
asiakkaan tietystä prosessista, se on asiakkaalle tärkeä yhteistyökumppani eikä vain ”resurssintarjoaja.” Tämä syventää asiakassuhdetta ja parantaa asiakaspysyvyyttä. Hinnoittelu on MS-mallissa vapaampaa, koska se perustuu lähtökohtaisesti yhtiön tarjoamaan lisäarvoon. Tuntipohjaisien hintojen vertailu on asiakkaille helppoa ja erottaminen tässä on vaikeaa. Lähtökohtaisesti tehtävään erikoistunut yhtiö pystyy tekemään sen tehokkaammin kuin asiakasyhtiö, jolle kyse on perinteisesti ydinosaamisen ulkopuolisesta toiminnosta.

Nähdäksemme Etteplan on ollut johdetuissa palveluissa historiassa edelläkävijä, mutta etumatka on hiipunut mallin yleistyessä myös kilpailijoilla. Esimerkiksi AFRY:n vuoden 2024 liikevaihdosta 75 % kertyi ”Project Business” -erästä, jossa Etteplanin johdettujen palveluiden tapaan maksetaan työn tuloksista (eikä laskutettavista tunneista) ja laskutus voi olla luonteeltaan ”jatkovaa”. Vaikka toimintamallissa on selkeitä etuja perinteiseen malliin nähden, ei se nähdäksemme muodosta kestäväää kilpailuetua.

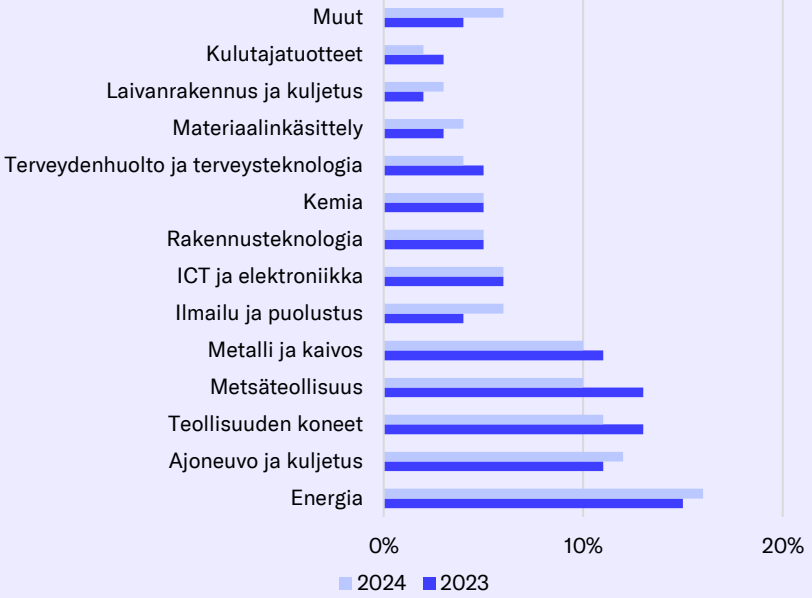
Suurin osa liikevaihdosta tulee johdetuista palveluista

Vuonna 2024 Etteplanin liikevaihdosta 65 %:n osuus tuli johdetuista palveluista. Kokonaan resurssivuokraus ei tule poistumaan, ja se tulee olemaan osa Etteplanin liiketoimintaa myös jatkossa. Etteplanin strateginen tavoite on, että vuonna 2027 johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta on 75 % (aiemmin sama tavoite vuodelle 2024). Viime vuosina johdettujen palveluiden osuuden kasvussa on nähty tasaantumista, mutta tavoite on mielestämme mahdollista saavuttaa. Palvelualueista johdetut palvelut on yleinen erityisesti Teknisen viestinnän ja datan ratkaisuihin (2024: 88 % lv:sta). Yhtiön tekemissä yritysostokohteissa malli ei tyypillisesti ole käytössä, ja yhtiö usein muuntaa kohteiden mallia kohti MS-mallia.

Johdetut liiketoimintamallit ja kannattavuus



Liikevaihdon jakauma toimialoittain (2023-2024)



Lähde: Inderes

Johdetut palvelumallit (vs. perinteinen toimintamalli)

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

Ulkoistusratkaisuja, esimerkiksi Husqvarnan teknisen viestinnän sisällöntuotanto

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

Lisäarvopohjainen hinnoittelu mahdollistaa paremman kannattavuuden

Mahdollistaa osittaisen skaalautuvuuden

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tiivistetty SWOT-analyysi

Etteplanin merkittävimmät vahvuudet

- Johdettujen palveluiden -liiketoimintamalli.** Etteplanin liiketoimintamalli on toimialan perinteistä resurssivuokrausta parempi.
- Kustannustehokkaat ratkaisumahdollisuudet.** Etteplanin liiketoimintamalliin kuuluu oleellisena osana myös Kiinan ja Bangladeshin offshoring ja Puolan near-shoring-mahdollisuudet, joilla on arviomme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön kilpailukykyyn ja kustannustehokkuuteen. Kiinan kustannustason nousun myötä Bangladesh on ottanut offshoringissa viime aikoina suurempaa roolia. Yleisesti yhtiö myös noudattaa toiminnoissaan varsin tiukkaa kulukuria (kiinteät kulut pidetään hallinnassa).
- Ohjelmisto-osaamisen yhdistäminen suunnitteluun.** Etteplanilla on varsin ainutlaatuinen tarjoama, koska yhtiö pystyy tarjoamaan vahvan suunnitteluosaamisen rinnalla ohjelmisto-, IoT- ja pilvipalveluosaamista. Etteplan onkin mielestämme hyvin asemoitunut digitalisaatiotrendiin.
- Pitkäaikaiset asiakkaat kasvupohjana.** Etteplan on perinteikäs toimija ja yhtiöllä on paljon pitkäaikaisia ja vahvoja asiakassuhteita sekä erittäin arvokkaita referenssejä (muutamia esitelty seuraavilla sivulla). Käsityksemme mukaan Etteplanin asiakasvaihtuvuus on historiallisesti ollut matala, eikä yhtiö ajautunut ongelmiin myöskään esimerkiksi koronapandemian aikaan.
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli.** Etteplanin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä kiinteitä investointeja, mikä tekee taserakenteesta suhteellisen kevyen (pl. liikearvo). Investoinnit kohdistuvat pääasiassa yritysostoihin.

Etteplanin merkittävimmät heikkoudet

- Asiakaskunnan syklisyys.** Etteplanin asiakaskunta on pääosin valmistavaa teollisuutta, jonka kysyntä on investointivetoista. Yhtiön tarjoama laajentuminen on jossain määrin tasannut syklisyyttä, mutta laaja-alainen heikko kysyntäympäristö heijastuu myös Etteplaniin, mistä viime vuodet ovat toimineet esimerkkinä. Etteplanin menestys onkin aina jossain määrin kiinni sen asiakkaiden menestyksestä.
- Hinnoittelupaineet.** Vaikka perinteisen resurssivuokrauksen osuus on yhtiön liiketoiminnassa kohtuullisen pieni, yhtiön kannattavuus on silti altis hintapaineille. Erityisesti heikossa markkinatilanteessa hintakilpailu nostaa päätään ja kustannusten nousua voi olla haastavaa viedä täysin asiakashintoihin. Terveessä kysyntätilanteessa tämä kuitenkin onnistuu hyvin.
- Etteplanin merkittävimmät mahdollisuudet**
- Yritysostot.** Yritysoistoilla on merkittävä rooli osaamisen sekä skaalan kasvattamiseksi. Etteplan on ollut historiassa aktiivinen yritysostoissa ja kasvanut niiden myötä. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät yhtiön yritysostostrategian toimiessa yleisesti erittäin hyvin. Etteplan on valmis myös suurempiin yritysjärjestelyihin, mistä osoitus oli yhtiön tekemä ostotarjous ruotsalaisesta Semconista vuonna 2022. Tämän avulla yhtiö olisi kasvanut uuteen kokoluokkaan, mutta kilpailevan tarjouksen myötä kauppa ei mennyt läpi. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät. Ostokohteiden arvostuskertoimet ovat myös laskeneet viime vuosina.

SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
- Johdetut palvelumallit-liiketoimintamalli - Kustannustehokkuus - Ohjelmisto-osaamisen yhdistäminen suunnitteluun - Vahvat referenssit - Vähän pääomaa sitova malli	- Jatkuvat hintapaineet asiakkailta, mikä tarkoittaa omien prosessien tehostamista - Merkittävä osa asiakkaista on riippuvaisia investoinneista, jotka ovat syklisiä
- Etteplanilla on hyvä track-record yritysostoissa, jotka tarjoavat edelleen mahdollisuuksia - Saksan elvytyspaketti ja Kiinan sisämarkkinan avautuminen tukevat kysyntänäkymää	- Markkinakehitykseen liittyvä epävarmuus - Kilpailutilanteen oleellinen kiristyminen - Väliinputoajaksi jääminen asiakasvaatimuksien ollessa globaaleja
Mahdollisuudet	Uhat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Saksan merkittävä elvytyspaketti infraan ja puolustusteollisuuteen heijastuisi yhtiön kysyntään yhtiön kasvattaessa jalansijaan puolustussektorilla (myös Keski-Europassa). Elvytyspaketin epäsuorat vaikutukset Suomen teollisuuteen olisivat todennäköisesti myös positiivisia.

Kiinan sisämarkkinan avautuminen. Kiinan palvelumarkkinoiden avautuminen on käynnistynyt viime vuosina, mutta varaa kehittyä on edelleen paljon verrattuna länsimaihin. Kiinassa toimiessa ei voi välttyä kuitenkaan geopolittisilta riskeiltä.

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

Tekoälypohjaset ratkaisut. Tekoälypohjaisten palveluratkaisujen kehittäminen on Etteplanin strategian ytimessä. Näemme Etteplanin aseman alueella suhteellisesti hyvänä, koska yhtiöllä on laaja-alaista it-osaamista ja yhtiö on jo toteuttanut projekteja alueella.

Markkinalla hyvät pitkän aikavälin kasvuajurit. Tuotteiden, teknologian ja näihin liittyvän suunnittelun monimutkaistuessa jatkuvasti Etteplanin toimialan yleinen kasvunäkymä on hyvä. Toimialan on arvioitu kasvavan suunnilleen 3-5 % vuosittain pitkällä aikavälillä. Kasvu ei kuitenkaan tule olemaan tasaista, vaan investointihyödykkeiden kysynnässä tulee tapahtumaan vaihtelua, mistä viime vuodet toimivat hyvänä osoituksena.

Etteplanin merkittävimmät uhat

Heikon markkinatilanteen pitkittyminen. Heikko kysyntäympäristö on jatkunut jo suhteellisen pitkään, eikä kysyntä ole ajoittain pienistä signaaleista huolimatta

käynnistynyt. Geopoliittisten jännitteiden ja kauppasodan pitkittyminen voi ylläpitää markkinoiden epävarmuutta. Ilman kysynnän elpymistä Etteplanin orgaaninen kasvu ja kannattavuus säilynee vaimealla tasolla.

Kilpailun oleellinen kiristyminen. Yhtiön kilpailu on entistä globaalimpaa ja kilpailijat suurempia, mitkä voivat myös aiheuttaa hinnoittelupaineita toimialalla. Etteplanin historiallinen etumatka Managed Services –mallissa on myös kaventunut, eikä malli muodosta enää tänä päivänä nähdäksemme kilpailuetua. Etteplanin offshoring-mallin tuoma kilpailuetu ei myöskään välttämättä ole kestävä. Kiinassa tietyn haasteen luo myös kustannusinflaatio ja poliittiset riskit, joiden takia Kiinan kilpailukyky voi heikentyä tulevaisuudessa. Offshoringissa Bangladesh muodostaakin mielenkiintoisen uuden mahdollisuuden. Tekoälyn kehitys voi myös osaltaan kiihdyttää hintakilpailua tulevaisuudessa sen tuoman lisäarvon kasvaessa.

Tekoäly. Tekoälyn luomien mahdollisuuksien lisäksi se tulee tehostamaan työtä esimerkiksi ohjelmistokehityksessä. Tätä kautta joillain alueilla tekoälyn vaikutukset voivat olla negatiivisia, minkä myötä tekoälyn voi nähdä myös riskinä. Tekoälykehityksessä onkin tärkeä pysyä aallonharjalla.

Väliinputoajaksi jääminen. Etteplanin kasvu on ollut edellistä paria vuotta lukuun ottamatta pääosin vahvaa, mutta se on edelleen mahdollinen väliinputoaja 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 erikoisosaajia, joka löytävät oman markkinarakonsa.

Esimerkkejä Etteplanin asiakastöistä kullakin palvelualueella

Suunnittelupalvelut:

Rullatestauslaitteiston suunnitteluhallintopalvelu Valmetille



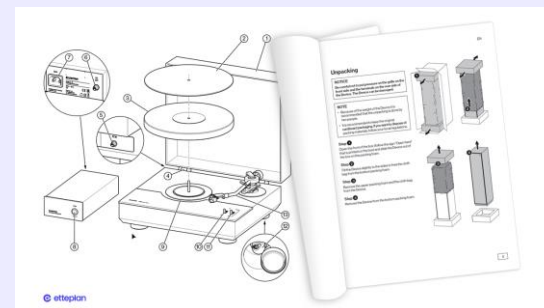
Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut:

MLD:n trooliovien optimointi



Tekninen viestintä ja datan ratkaisut:

Unitran brändin vahvistaminen teknisen viestinnän kautta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

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.

Yritysoistoissa epäonnistuminen. Samalla kun ymmärrämme hyvin Etteplanin yritysostostrategian ja kansainvälistymishalut, tuo laajentuminen uusilla alueilla myös uusia riskejä. Yhtiön toiminnan historia Keski-Euroopassa on vielä lyhyehkö, ja mielestämme markkina poikkeaa erityisesti Suomesta merkittävästi. Yrityskauppastrategia on pääosin toiminut hyvin, mutta mukaan on myös mahtunut haasteita (kuten Cognitas – yrityskauppa). Osittain yritysostovetoisen strategian riskeihin liittyy suuri määrä liikearvoa Etteplanin taseessa (2024: 117 MEUR). Tämä on osa normaalia kehitystä yritysostovetoisessa strategiassa, eikä ole mielestämme tällä hetkellä oleellinen uhka Etteplanille. Silti mahdollisilla epäonnistuneilla suuremmilla yritysostoilla voisi olla pitkäaikaisia negatiivisia vaikutuksia Etteplanin liiketoiminnan kehitykseen.

Osakkeen likviditeetti. Etteplanilla on selkeä ankuriomistaja Ingman Group (noin 66 %). Vaikka pidämme tätä yleisesti selvästi positiivisena, näin suuri omistus rajoittaa vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää ("free float"). Kun huomioidaan myös muiden suurien ja arviomme mukaan suhteellisen "pysyvien" omistajien osuus, free float on vain noin 10 % osakkeista. Tämä asettaa rajoitteita likviditeetille ja tekee esimerkiksi suurempien rahastojen sijoittamisen Etteplaniin erittäin hankalaksi.

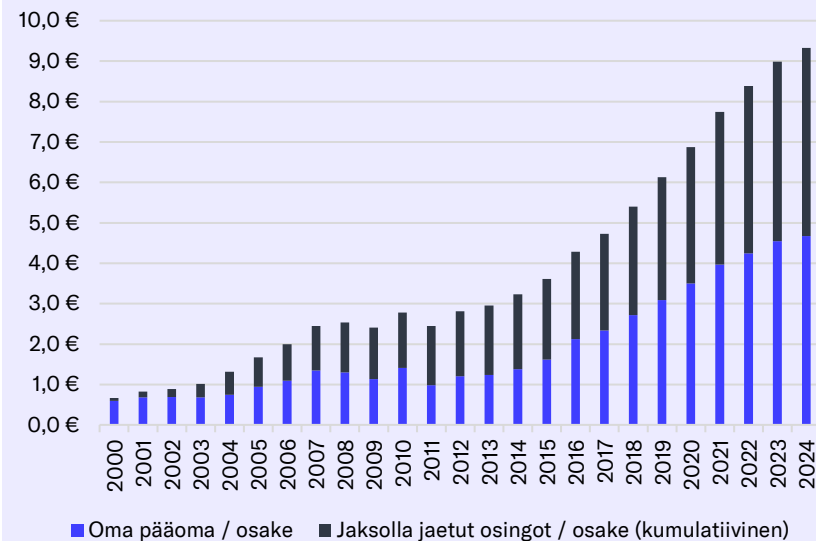
Sijoitusprofiili

Laadukas kannattavan kasvun yhtiö, joka kärsinyt heikon syklin aiheuttamista väliaikaisista haasteista

Viime vuodet ovat olleet Etteplanille haastavia, kun kasvuvauhti on hidastunut ja kannattavuus on kärsinyt heikon markkinatilanteen myötä. Haasteet ovat jälleen korostaneet yhtiön kysynnän olevan tietyssä määrin syklistä, varsinkin kun sekä toimitussuunnittelu (asiakkaiden volyymit) että tuotekehityspanostukset ovat olleet samaan aikaan paineessa. Yhtiöllä on lähivuosina kannattavuuskäännöksen todistettavana, joka vaatii kuitenkin syklin kääntymistä paremmaksi. Isossa kuvassa pidämme tämän hetken haasteita kuitenkin väliaikaisina ja pidemmällä perspektiivillä pidämme Etteplania laadukkaana kannattavan kasvun yhtiönä konsolidoituvalla toimialalla.

Etteplan on Suomessa markkinajohtaja ja merkittävä toimija Ruotsissa, mutta Euroopassa vielä pieni haastaja. Yhtiö painottaa selvästi kansainvälistä kasvua, missä yhtiö on myös tähän asti onnistunut varsin hyvin ilman suurempia kasvukipuja lukuisista yritysostoista huolimatta. Yhtiön kasvuhaluukkuus on hyvin ymmärrettävää, sillä suurien asiakkaiden vaatimukset ovat koko ajan enemmän globaaleja, alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat yleensä vakaampia ja kannattavampia. Yhtiö on ollut historiassa kuitenkin kurinalainen yritysostojen kanssa eikä se suostu maksamaan ostokohteista ylihintaa, mistä nähtiin osoitus muun muassa Semcon-ostotarjouksessa. Tämä on omistaja-arvon kannalta positiivinen asia. Lähivuosina tulevaisuuden kannalta kriittistä on pysyä tekoälykehityksessä aallonharjalla.

Vahva track-record omistaja-arvon luomisesta



Muutamia Etteplanin referenssejä



Sijoitusprofiili

1

Edistyksellinen toimintamalli

2

Orgaanisesti kasvua haetaan erityisesti tekoälyä hyödyntävistä ja datan hallintaan liittyvistä palveluratkaisuista

3

Kasvun kiihdyttäminen yritysostoilla

4

Kannattavuus heikentynyt väliaikaisesti heikossa markkinasyklissä

5

Laajan osaamisalueen synergioiden ulosmittaus

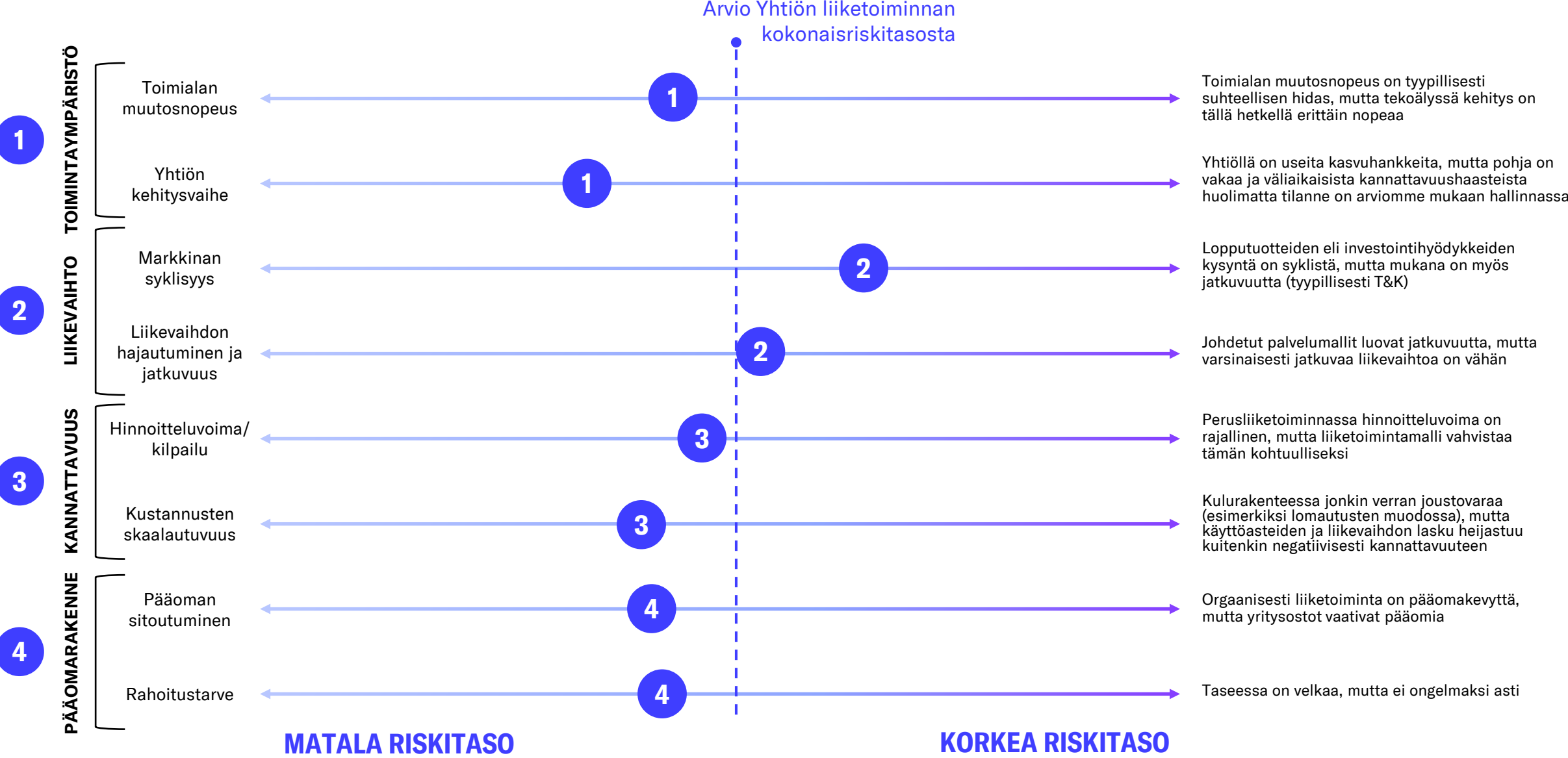
Potentiaali

- Kasvupotentiaali muun muassa tekoälypohjaisissa ja datan hallintaan liittyvissä ratkaisuissa
- Tulokasvupotentiaali on vahva kannattavuuden ollessa tällä hetkellä paineessa ja kaukana potentiaalistaan
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Saksan suurin elvytyspaketti voi kiihdyttää kysyntää keskipitkällä aikavälillä
- Kiinan markkinan avautuminen

Riskit

- Kauppasodan eskaloitumisen negatiiviset vaikutukset globaaliin talouteen
- Heikko kysyntäympäristö vaikuttaa yhtiön orgaaniseen kasvu- ja kannattavuusnäkymään lyhyellä aikavälillä
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Jälkeen jääminen tekoälykehityksessä
- Osakkeen suhteellisen heikko likviditeetti
- Mahdolliset liikearvon alaskirjaukset

Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia 1/2

Strategian ydin

Etteplan päivitti strategiaansa vuoden 2024 lopussa. Strategiakauden 2025-2027 nimi on "Transformation with AI" ja sen kolme keskeistä kulmakiveä ovat 1) Trusted Partner 2) AI and Technology-Empowered Service Solutions 3) Success with People. Strategia on nähdäksemme ajankohtainen jatke yhtiön pitkään kehityskaareen, jossa yhtiö on jatkuvasti siirtynyt "resurssivuokrauksesta" ratkaisujen toimittajaksi. Päivitetyssä strategiassa selvin muutos aiempaan on tekoälyn merkityksen kasvu.

Uudistetun strategian **Trusted Partner** -kulmakiven tavoitteena on kasvattaa asiakkaan saamaa arvoa entisestään teknologian ja tekoälyn kehittyessä. Syvä kumppanuus asiakkaiden kanssa luo edellytykset uusien teknologioiden ja tekoälyn merkittävään hyödyntämiseen asiakassuhteissa. Paikallinen läsnäolo lähellä asiakkaita auttaa ymmärtämään asiakastarpeet ja mahdollistaa erinomaisen asiakaskokemuksen. Läheinen yhteistyö ja asiakkaiden kanssa kasvaminen ovat entuudestaan tuttu osa Etteplanin strategiaa.

AI and Technology- Empowered Service Solutions - kulmakiven tavoitteena on kehittää palveluratkaisuja, joissa hyödynnetään tekoälyn ja uusien teknologioiden tuottamaa uudenlaista lisäarvoa erityisesti yhtiön tuotevalmistajille ja prosessiteollisuuden asiakkaille. Etteplan pyrkii tarjoamaan skaalautuvia ratkaisuja, joissa yhdistyvät ihmiset ja teknologia ja jotka luovat konkreettista liiketoiminta-arvoa yhtiön asiakkaille. Lisäksi yhtiö keskittyy yhä enemmän datan hallintaan ja ylläpitoon, jotka mahdollistavat tekoälyn tehokkaan käytön. Yhtiön tavoite on kasvattaa tekoälypohjaisten palveluratkaisujen osuus liikevaihdosta 35 %:in vuoden 2027 loppuun mennessä. Tavoite on kunnianhimoinen tason ollessa 2 % vuonna 2024. Tavoitteen kannalta kuitenkin riittää, että palveluratkaisussa on käytetty

Etteplanin itse kehittämää tekoälykomponenttia, eikä palvelun tarvitse siten olla täysin tekoälyllä tuotettu. Valmiiden ulkopuolisten kaupallisten ratkaisujen käyttöä ei kuitenkaan lasketa tavoitteeseen mukaan. Tavoite kuitenkin kuvastaa Etteplanin kunnianhimon tasoa tekoälypohjaisten ratkaisujen kehittämisessä. Edessä onkin merkittävä muutos toimialalla ja yhtiön on tärkeää pysyä kehityksessä aallonharjalla. Muutoksen kokoluokkaan viittaa myös itse strategian transformaatioon viittaava nimi.

Success with People -kulmakiven nimi säilytettiin aiemman strategian mukaisena yhtiön halutessa korostaa jatkuvuutta ja osaavan henkilöstön merkitystä liiketoiminnassaan. Kulmakiven tavoitteena on ylläpitää, kehittää ja houkuttaa huippuosaajia, joiden kanssa yhtiö pyrkii onnistumaan strategian toteutuksessa asiakkaidensa ja partnereidensa kanssa.

Kasvua haetaan sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti

Etteplanin liikevaihdon kasvutavoite (500 MEUR:n liikevaihto vuoteen 2027 mennessä) toistettiin, kun yhtiö ei yltänyt aiemman tavoitteen mukaisesti samaan tavoitteeseen vuoteen 2024 mennessä. Tavoite on nähdäksemme realistinen, mutta se tulee vaatimaan merkittävää tukea yritysostoista. Liikevaihdon kasvattaminen 500 MEUR:n tasolle vuoteen 2027 mennessä vaatisi yhtiöltä 11,5 %:n keskimääräistä liikevaihdon kasvua lähivuosina.

Orgaanista kasvua yhtiö tavoittelee erityisesti tekoälyä ja teknologioita hyödyntävistä uusista palveluratkaisuista. Samalla yhtiö pyrkii myös tehostamaan omaa toimintaansa tekoälyn avulla. Toinen orgaaninen kasvlähde on dataan liittyvät uudet palveluratkaisut, jotka mahdollistavat tekoälyn käytön tuote- ja prosessiteollisuuden yrityksille. Kolmas orgaanisen kasvun lähde on yhtiön globaali toimitusmalli ja nearshoringin sekä offshoringin hyödyntäminen.

"Transformation with AI" -strategian kulmakivet

Trusted Partner

- Tavoitteena kasvattaa asiakkaalle tuotettua arvoa
- Syvä kumppanuus asiakkaiden kanssa luo edellytykset kehittää ja hyödyntää uusia teknologioita, kuten tekoälyä
- Paikallinen läsnäolo asiakkaan lähellä mahdollistajana

AI and Technology-Empowered Service Solutions

- Tavoitteena kehittää palveluratkaisuja, joissa hyödynnetään tekoälyn ja muiden uusien teknologioiden tuottamaa lisäarvoa tuotevalmistajille ja prosessiteollisuuden asiakkaille
- Datan hallintaan ja ylläpitoon liittyvien palveluiden kehitys (mahdollistaa tekoälyn tehokkaan käytön)

Success with People

- Tavoitteena ylläpitää, kehittää ja houkuttaa huippuosaajia
- Etteplanin menestys riippuvaista osaavasta ja sitoutuneesta henkilöstöstä
- Tavoite olla houkutteleva työnantaja tekoälystä ja teknologioista kiinnostuneille osaajille

Strategia 2/2

Kiinan kustannustason nousun myötä Bangladesh on Näitä yhtiö toteuttaa erityisesti Puolan, Kiinan ja Bangladeshin kautta, mistä jälkimmäinen on uusin lisäys yhtiön verkostoon BJIT vähemmistösjoiituksen kautta (19,99 %). kustannuksiltaan jo selvästi kilpailukykyisempi. Kiinan osalta odotukset jatkossa nojaavatkin pääosin sisämarkkinan kehitykseen, missä palveluiden ostokäyttäytymisen muutos tarjoaa yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia seuraavan 5-10 vuoden aikana. Off- ja nearshoring -ratkaisut eivät kuitenkaan toimi ilman uskottavaa paikallista toimintaa, minkä vuoksi Etteplan onkin ollut erittäin aktiivinen Keski-Euroopan yritysostoissaan. Strategia on edistynyt, mutta tekemistä riittää edelleen yhtiön ollessa Keski-Euroopassa vielä pieni toimija.

Yrityskaupoilla Etteplan hakee erityisesti täydentävää osaamista ja palvelutarjoomaa, mutta myös maantieteellistä peittoa sekä skaalaetuja (erityisesti suunnittelutoimialla suurimmat yhtiöt tyypillisesti kannattavimpia). Yhtiön tavoitteena on tarjota kaikkien kolmen palvelualueen palveluita kaikissa toimintamaissa. Maantieteellisesti erityisesti Keski-Eurooppa (esim. Saksa ja Alankomaat) ovat yhtiölle kasvumarkkinoita. Näillä markkinoilla on jo pulaa insinööreistä ja maiden demografisen kehityksen takia markkinoille on muodostumassa selkeä insinööripula. Tämä yhdessä Saksan suunnittelemien suurten puolustus- ja infrastruktuuripanostusten kanssa luo Keski-Euroopassa lähivuosina mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

Etteplanilla on hyvät näytöt yritysostojen onnistuneesta toteutuksesta ja omistaja-arvon luonnista yritysostoilla. Siten kasvun kiihdyttäminen yrityskaupoilla on mielestämme perusteltua. 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.

Tavoitellut kasvualueet

Tekoälyä ja teknologioita hyödyntävät palveluratkaisut

- Uusilla palveluratkaisuilla pyritään tuottamaan uudenlaista lisäarvoa asiakkaille
- Myös nykyisiä palveluratkaisuja tehostetaan tekoälyllä
- Tärkeä pysyä kehityksen aallonharjalla

Dataan liittyvät palveluratkaisut

- Dataan liittyvät uudet palveluratkaisut, jotka mahdollistavat tekoälyn tehokkaan käytön
- Tukevat asiakkaiden tiedonhallintaa ja ylläpitoa

Globaalin toimitusmallin skaalaaminen

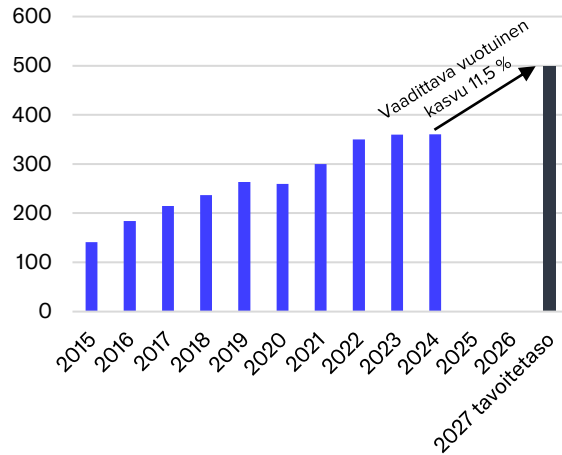
- Panostukset globaaliin toimitusmalliin ja nearshoringin (Puola) sekä offshoringin (Kiina ja Bangladesh) hyödyntäminen
- Tärkeää kilpailukyvyyn säilyttämisen kannalta kasvavassa globaalissa kilpailussa

Yritysostot

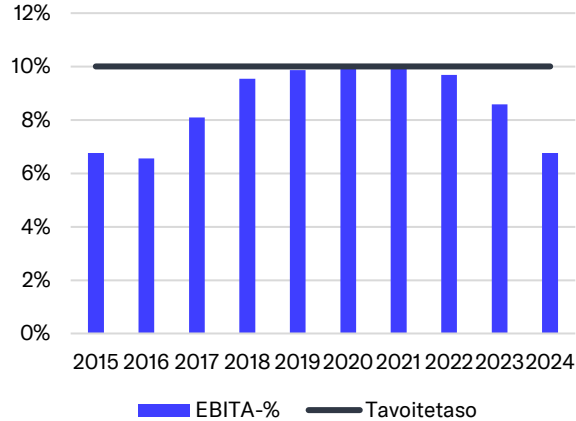
- Laajennetaan osaamista ja palvelutarjoomaa
- Tavoitteena myös parantaa markkina-asemaa valituilla markkinoilla ja/tai asiakassegmenteissä
- Kasvun myötä saavutettavissa skaalahyötyjä

Taloudelliset tavoitteet

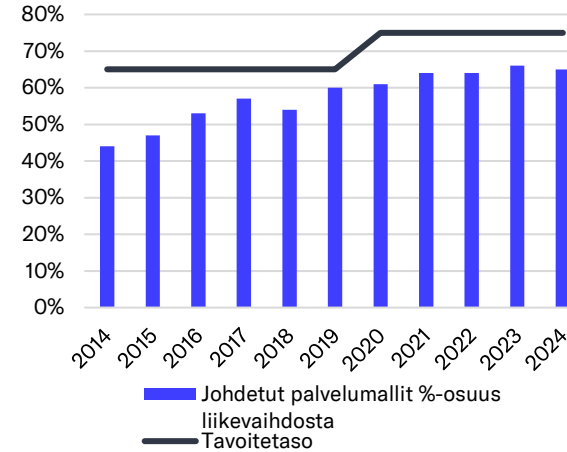
**Kasvutavoite:
liikevaihto >500 M€ vuonna 2027**



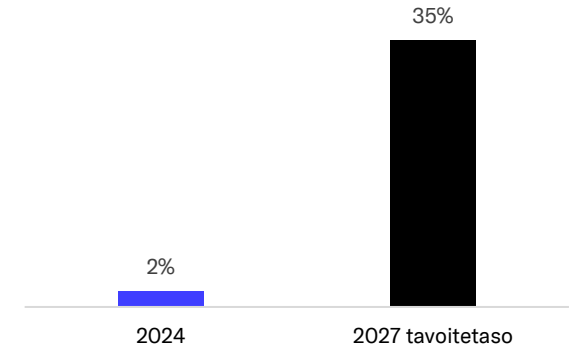
**Kannattavuustavoite:
EBITA >10 %**



**Johdetut palvelumallit:
>75 % yhtiön liikevaihdosta**



**Tekoälypohjaiset palveluratkaisut 35 %
liikevaihdosta vuoden 2027 loppuun mennessä**



Keinoja tavoitteen toteuttamiseen ja tausta-ajatuksia

- Sama tavoite kuin aikoinaan vuodelle 2024
- Orgaanista kasvua haetaan erityisesti uusista tekoälyyn ja dataan keskittyvistä palveluratkaisuista sekä nearshoringin ja offshoringin hyödyntämisestä
- Yritysoitoilla haetaan osaamisen ja tarjoaman laajentamista, maantieteellistä laajentumista ja suurempaa skaalaa
- Tavoite on mielestämme realistinen, mutta tarvitsee tukea yrityskaupoista
- Taloussyklin kääntymisellä myös ajoituksellisesti merkitystä
- Nykyiseltä heikolta tasolta matkaa tavoitteeseen, mutta yhtiö on historiassa todistanut yltävänsä tasolle paremmassa syklissä
- Tavoitetta tukee liiketoimintamallin muutos kohti johdettuja palveluita sekä markkinajohtajuus tärkeillä alueilla
- Tavoite ollut yli 10 % vuodesta 2023 asti (aik. 10 %)
- Taustalla vaikuttaa myös hidas rakennemuutos, koska uusilla palvelualueilla on korkeampi kannattavuuspotentiaali
- Palveluratkaisut, teknologiaratkaisut ja projektiliiketoiminta
- Johdetut palvelumallit on alan perinteistä mallia parempi liiketoimintamalli ja yksi Etteplanin kilpailutekijöistä
- Johdettujen palvelumallien kasvu on strategisesti erittäin tärkeää, mutta se on myös yksi tärkeä ajuri kannattavuusparannuksen taustalla
- Palveluratkaisu jossa Etteplanin itse kehittämä tekoäly-komponentti on mukana (koko palveluratkaisun ei tarvitse olla tekoälyllä tuotettu)
- Joitain Etteplanin ratkaisuja voidaan "konvertoida" tekoälyllä tuotetuiksi ratkaisuksi
- Osuuden kehitystä voidaan myös vauhdittaa yritysotoilla
- Joka tapauksessa kunnianhimoinen tavoite lähtötason ollessa erittäin matala (2024: 2 %)
- Kuvastaa yhtiön korkeaa kunnianhimoa tekoälypohjaisten palveluratkaisujen kehittämisessä

Palvelualueiden esittely 1/3

Suunnitteluratkaisut: perusteet

Suunnitteluratkaisulla 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. Etteplanin Suunnitteluratkaisut voidaan siis jakaa 1) tuotesuunnitteluun, 2) laitossuunnitteluun sekä 3) tuotantoratkaisuihin.

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

Vaikka suunnittelupalvelut on selvästi kasvuala, kasvu ei tule olemaan tasaista vaan se vaihtelee investointihyödykkeiden kysyntätilanteen mukana. Viime vuosien pitkittynyt taantuma

Euroopassa on tuonut jälleen esiin segmentin syklisyyden.

Suunnitteluratkaisut ovat 53 % liikevaihdosta

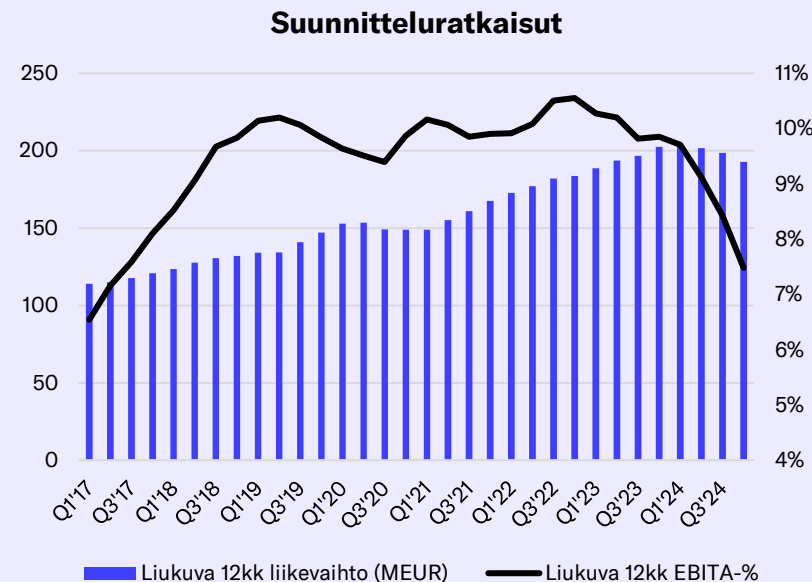
Suunnittelupalvelut ovat muodostaneet Etteplanin ytimen vuodesta 1983, jolloin yhtiö perustettiin. Liiketoiminta nojaa osaavaan henkilöstöön ja resurssivuokraus on edelleen merkittävä osa liiketoimintaa. Vuonna 2024 palvelualueen liikevaihto oli 193 MEUR (-5 %), ja liikevaihdon laskusta huolimatta kyseessä oli selvästi suurin palvelualue noin 53 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta. Historiassa segmentti on ollut kannattavuuden osalta konsernin tasaisin suorittaja, mutta vuonna 2024 kannattavuus heikkeni selvästi heikossa syklissä EBITA-marginaalin heikentyessä 7,0 %:iin (2023: 9,8 %). Kannattavuuden odotamme paranevan selvästi nykyiseltä vauhdista tasolta ja asteittain palaavan takaisin kohti 10 %:n EBITA-marginaalin tasoa, millä tasolla segmentti on historiassa tyypillisesti operoinut.

Etteplanin Suunnittelupalvelujen pidemmän aikavälin kasvua tukee merkittävät kasvuajurit. 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. Laadukkaat yhtiöt jatkavat tuotekehitystä tyypillisesti myös heikommassa syklissä, mutta viime vuosina myös tuotekehityksaktiiviteetti on ollut vauhdissa.

Suunnittelupalvelut ovat kasvaneet historiassa tasaisen maltillisesti orgaanisesti, minkä lisäksi kasvua on kiihdytetty yritysostoilla. Vuoteen 2023 asti kasvu oli vauhdikasta, mutta heikentynyt taloustilanne ajoi kasvun negatiiviseksi vuonna 2024. Etteplan on arviomme mukaan pystynyt voittamaan markkinaosuutta palvelualueella keskipitkällä aikavälillä.

Esimerkkejä suunnitteluratkaisujen kasvuajureista

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



Palvelualueiden esittely 2/3

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut: perusteet

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

Teollinen internet on nykyajan suuria murroksia. Mielestämme digitalisaation, IoT:n, pilviratkaisujen ja laitteiden ”älykkyyden” kasvaminen ovat vahvoja trendejä, jotka tulevat vaikuttamaan voimakkaasti myös suunnittelutoimialaan. Historiassa osaajien saaminen on ollut suurin haaste tällä alalla, mutta heikentyneen talousympäristön myötä kasvun pullonkaula on siirtynyt enemmän asiakaskysyntään. Vahva ja laaja osaaminen tällä alueella on mielestämme kilpailuetu Etteplanille, ja avaa mahdollisuuden ristiinmyynnille. Laajennetulla palvelukonseptilla uskomme yhtiön pystyvän tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa erityisesti huolto- ja kunnossapitoliiiketoiminnan kehittämisessä. IoT-osaamisen yhdistäminen tekniseen viestintään voi myös parantaa kilpailukykyä. Etteplan pyrkii jatkuvasti parantamaan palvelualueiden yhteistyötä, missä yhtiö on kehittynyt, mutta välillä asiakkaat itse aiheuttavat tähän haasteita (eri ostajat osastojen keskittyessä eri kehitysalueisiin).

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut -palvelualue on rakentunut pääosin yritysostoille. Nykyään Etteplan on jo suuri toimija esimerkiksi listattuihin it-palveluyhtiöihin verrattuna.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut ovat 27 % liikevaihdosta

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut on ollut osa Etteplania vuodesta 2016, jolloin sen nimi oli vielä Sulautetut järjestelmät ja IoT -palvelualue. Vuonna 2024 palvelualueen liikevaihto oli 97,4 MEUR (+12 %) eli se vastasi noin 27 % konsernin liikevaihdosta. Palvelualueen EBITA oli 8,1 MEUR (eli 8,3 % liikevaihdosta) vuonna 2024. Palvelualueen kannattavuus on heilunut suhteellisen paljon vuosien varrella, kun se on viimeisen viiden vuoden aikana ollut noin 8-11 % välillä. Viime vuodet kannattavuus on ollut vaisu, kun heikentynyt talousympäristö on vaikuttanut kysyntänäkymään negatiivisesti. Yhtiö onkin joutunut sopeuttamaan palvelualueen toimintaa useaan otteeseen. Paremmassa syklissä palvelualueella on mielestämme potentiaalia selvästi nykyistä parempaan kannattavuuteen (EBITA-% arviolta noin 12 %). Mielestämme palvelualueen merkitys on tulevaisuudessa nykyistä suurempi kasvunäkymän ollessa vahva. Viime vuosina suurin osa yritysostoista on myös kohdistunut tähän palvelualueeseen.

Tekoälyn kehitys on mielenkiintoinen muuttuja palvelualueen kannalta, sillä sen luomien liiketoimintamahdollisuuksien lisäksi se tulee myös muuttamaan työn luonnetta merkittävästi ja siten aiheuttamaan myös tiettyä epävarmuutta kehityksen suhteen. Tekoäly tulee muun muassa todennäköisesti tehostamaan perinteistä ohjelmistokehitystä selvästi. Tuottavuuden parantuessa yhtiön tulee kyetä tarjoamaan enemmän lisäarvoa vähemmillä työtunneilla. Muuten riskinä voi olla hintojen selvä lasku. Tässä vaiheessa onkin vielä epävarmaa miten tekoälyn aiheuttamasta tuottavuuden paranemisesta tuleva hyöty tulee jakautumaan toimittajan ja asiakkaan välillä.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut-alueen palveluesimerkkejä

Sulautetut järjestelmät

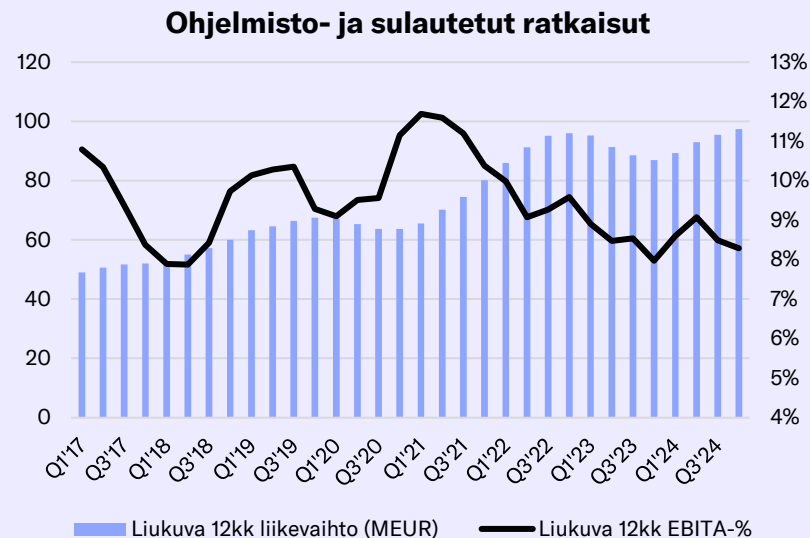
- Antenni-, RF- ja SI-suunnittelu
- Elektroniikka- ja sulautettujen ohjelmistojen suunnittelu
- EM-simulointipalvelut
- Kyberturvallisuuspalvelut

Ohjelmistokehitys ja -testaus

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

Pilviratkaisut ja sovellukset

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



Palvelualueiden esittely 3/3

Tekninen viestintä ja datan ratkaisut: perusteet

Teknisen viestinnän ja datan ratkaisulla tarkoitetaan tuotteen teknisten ominaisuuksien viestintää tuotteen käyttäjille tarkoitetuiksi manuaaleiksi tai oppaiksi sekä tuotetun sisällön hallintaa ja jakelua sähköisessä tai painetussa muodossa. Nykyään alueen palveluihin kuuluu entistä enemmän interaktiiviset digitaaliset sisällöt, digitaalisen informaation jakelujärjestelmät ja datan hallintaan liittyvät palvelut, mistä yhtiö hakeekin merkittävää kasvua. Tekninen viestintä on yleensä teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolinen toiminto, jolla on silti keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja kunnossapitoliiiketoiminnan sujuvuuteen.

Tekninen viestintä ja datan ratkaisut ovat 20 % liikevaihdosta

Teknisen viestinnän ja datan ratkaisut on ollut jo pitkään merkittävä osa Etteplanin liiketoimintaa, ja historiassa palvelualue on kasvanut kannattavasti. Palvelualueen kasvu on kuitenkin tapahtunut hyppäyksittäin pääosin yrityskauppojen seurauksena. Ennen koronaa ja koronan aikana alueen kasvu oli suhteellisen vaisua, mutta vuosina 2021-2022 alue palasi vahvaan kasvuun. Vuonna 2022 kasvua vauhditti erityisesti Cognitas-yrityskauppa. Tämän jälkeen vuosina 2023-2024 kasvu on ollut jälleen hyvin maltillista. Palvelualue on Etteplanin pienin sen vastatessa noin 20 % liikevaihdosta vuonna 2024.

Vuonna 2024 palvelualueen liikevaihto oli 70 MEUR (+1 %) ja EBITA-% oli noin 6,1 %. Kannattavuus oli palvelualueelle varsin heikko, mutta sitä rasitti heikon kysyntätilanteen lisäksi myös merkittävät uudelleenjärjestelyihin liittyvät kertaerät. Mielestämme palvelualueen kannattavuuspotentiaali on yli 12 % (EBITA-%) hyvässä markkinatilanteessa. Historiassa palvelualue onkin yltänyt kaksinumeroiseen kannattavuuteen. Nykyiseltä tasolta kannattavuudessa on siis selvästi

parantamisen varaa. Aiemman kasvua on tukenut erityisesti uudet asiakkuudet ja ulkoistukset, joita Etteplan voittaa vahvalla tarjonnallaan edelleen. Palvelualueen johdettujen palveluiden suuren osuuden (2024: 88 %) vuoksi palvelualue on melko vakaa ja normaalisti hyvin kannattava. Palvelumalli toimii alueella hyvin, koska tekninen viestintä on usein ”erillinen” toiminta asiakkaille ja siten ulkoistettavissa helposti.

Yhtiöllä on laadukas tarjonta teknisessä viestinnässä

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

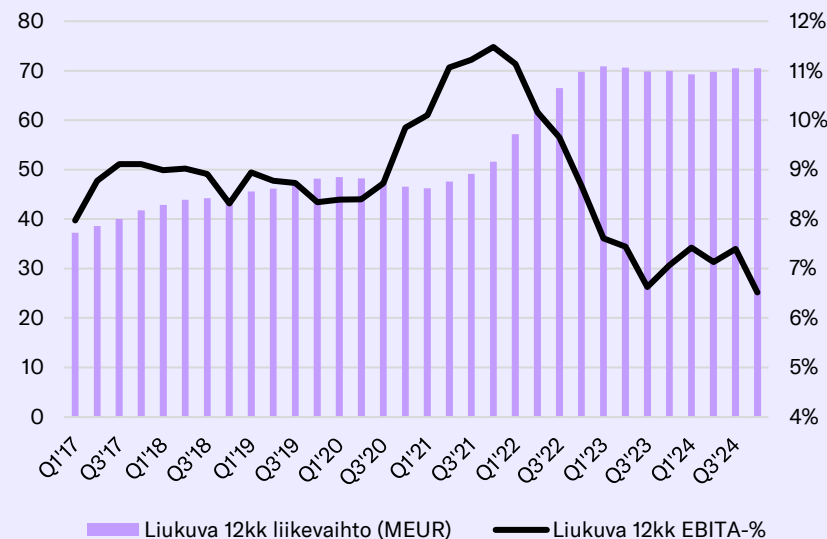
Tekninen viestintä -liiketoimintaan kuuluu myös ohjelmistoliiketoimintaa, minkä tarkka kokoluokka ei kuitenkaan ole tiedossa. Tekoäly tulee myös muovaamaan erityisesti tämän palvelualueen kehitystä. Yhtiö muun muassa lanseerasi hiljattain uuden version HyperSTE-ohjelmistostaan, joka on tekoälypohjainen kirjoittamisen työkalu, joka auttaa teknisiä kirjoittajia tuottamaan yhdenmukaista ja tehokasta sisältöä. Monet palvelualueen prosesseista ovat helposti implementoitavissa tekoälyllä ja siten kilpailukykyyn kannalta tekoälykehityksessä on tärkeä pysyä kilpailukykyisenä.

Tekoälyn käytön lisääntyminen myös lisää yritysten tarvetta harmonisoida omaa dataa (tiedon oikeellisuuden merkitys kasvaa). Datan laadun ollessa usein heikko kysyntänäkymä on vahva ja yhtiö hakee datan hallinnan palveluista merkittävää kasvua, mistä myös palvelualueen nimen muutos viestii (aik. vain tekninen viestintä).

Teknisen viestinnän ja datan tarjontaa

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

Teknisen viestinnän ja datan ratkaisut



Kilpailutilanne eri alueilla

Suomessa Etteplanin asema on erittäin vahva

Suomessa Etteplan on arviomme mukaan selkeä markkinajohtaja. Suunnittelusegmentti on edelleen fragmentoitunut ja sektorilla toimii paljon pieniä, paikallisia yhtiöitä. Markkinaosuuksia on vaikea laskea luotettavasti, sillä yhtiöt ovat fokuoituneet eri sektoreihin eikä markkina ole yhtenäinen kokonaisuus. Etteplanin markkina-asema on kuitenkin Suomessa erittäin hyvä ja se on henkilömäärältään (2024: 2114) suurin toimija omilla ydinalueillaan. Pääkilpailijoita Suomen suunnittelumarkkinoilla ovat mielestämme Comatec, Elomatic Consulting sekä tietyillä alueilla Citec, joka kuuluu nykyään Cyient-konserniin. Lisäksi Ruotsista Suomen markkinoille on laajentunut yhtiötä, kuten AFRY (ent. ÅF / Pöry) ja Rejlers. Suomen markkinoille tuli lisäksi ranskalainen suuryhtiö Alten yritystoston kautta vuonna 2014. Lisäksi Etteplan tekee myös laitossuunnittelua, joissa vastaan tulevat myös esimerkiksi AFRY (aik. Pöry) ja Sweco.

Ruotsissa Etteplan on edelleen haastaja

Ruotsissa Etteplan on noussut suurien toimijoiden joukkoon erityisesti lukuisien yhtiön tekemien yritystosten myötä, mutta on menetyksestään huolimatta edelleen haastajan asemassa. Etteplanilla on henkilöstöä Ruotsissa arviolta noin 700. Tällä mittarilla yhtiö jää kauas sen suurimmista kilpailijoista, jotka ovat näkemysemme mukaan AFRY (ÅF Pöry), Semcon, Sweco, Rejlers ja Prevas, jotka on listattu Tukholmassa. Nämä yhtiöt muodostavat Etteplanille hyvän verrokkiryhmän tunnuslukujen vertailua ja osakkeen hinnoittelua ajatellen.

Ruotsissa Etteplanin ajama Managed Services-malli ei ole lyönyt samalla tavalla läpi kuin Suomessa, mutta kehitys on ollut selvästi positiivista. Samalla myös ruotsalaiset kilpailijat ovat alkaneet herätä tilanteeseen ja esimerkiksi AFRY on ottanut käyttöön vastaavaa mallia. Ruotsin markkina on

Suomea suurempi ja perinteisempi, mutta Etteplanin kannalta positiivista kehitystä toimialan dynamiikassa on nähtävissä. Keski-Euroopassa Etteplan on rakentamassa kasvupohjaa pääasiassa yritystosten avulla.

Teknisen viestinnän ratkaisut

Teknisessä viestinnässä Etteplanin pääkilpailijoita ovat ruotsalainen Sigma Technology, Aleido ja yhdysvaltalainen Lionbridge. Sigma on tuotetiedon, ohjelmistojen ja sulautettujen järjestelmien tuottamiseen erikoistunut yhtiö. Danir AB:n omistamalla Sigmalla on noin 3400 työntekijää. Aleido on Semconin Product Information -segmentistä eriytetty yhtiö, joka on selkeä kilpailija alueella hieman poikkeavasta fokuksista huolimatta (enemmän keskittynyt mm. autoteollisuuteen). Lionbridge on suuri Yhdysvalloissa listattu yritys, mutta sen liiketoiminnan fokus on mielestämme enemmän kääntämisessä ja informaation lokalisoinnissa kuin laadukkaan sisällön luonnissa. Arviomme mukaan Etteplanin ratkaisut ovat hyvin kilpailukykyisiä suhteessa muiden tarjontaan.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut- palvelualueella kilpailukenttä on vaikeammin hahmotettava, sillä alalla toimii periaatteessa paljon it-palveluyhtiöitä (kuten listatuista Tietoevry, Vincit, Gofore ja osittain Siili) ja kuumalle sektorille on paljon uusia tulokkaita. Jos ajatellaan Espotelin teknologista osaamista, yhtiö kilpaili varsin suoraan Bittiumin kanssa tietyillä alueilla. Suoria kilpailijoita on kuitenkin vaikea määrittellä, koska toimiala on sirpaloitunut erilaisiin teknologioihin ja niiden sovelluskohteisiin. Yhtiöiden keskittymisalueet vaihtelevat paljon, mutta noin 700 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on myös hyvän kokoinen it-palveluyhtiö.

Yleistietoa toimialasta ja kilpailusta

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

Etteplan ja it-palveluyhtiöt

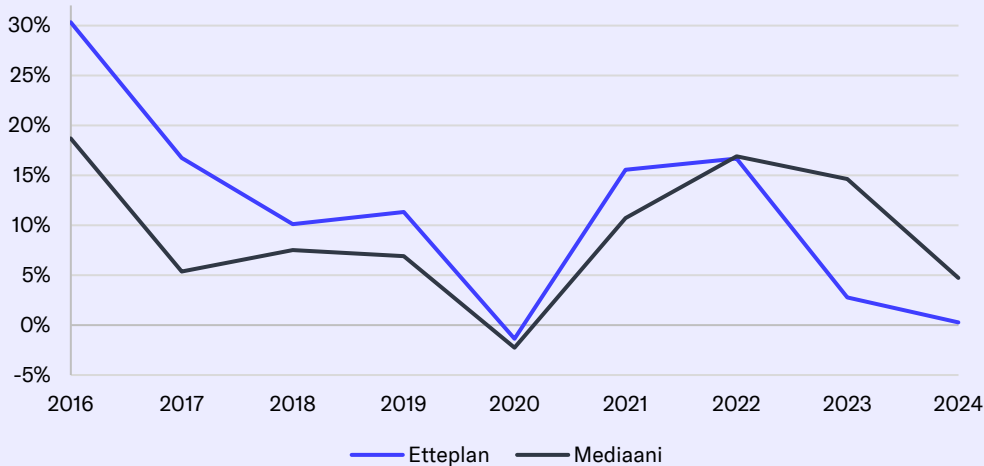
- Noin 700 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on myös keskikokoinen IT-palveluyhtiö.
- Selkein kilpailija Helsingin pörssin listatuista it-palveluyhtiöistä on Gofore, jolla Intelligent Industry on merkittävä strateginen kasvualue.
- Goforella oli 2024 lopussa 1471 työntekijää.

Kilpailijat ja kehitys suhteessa Etteplaniin

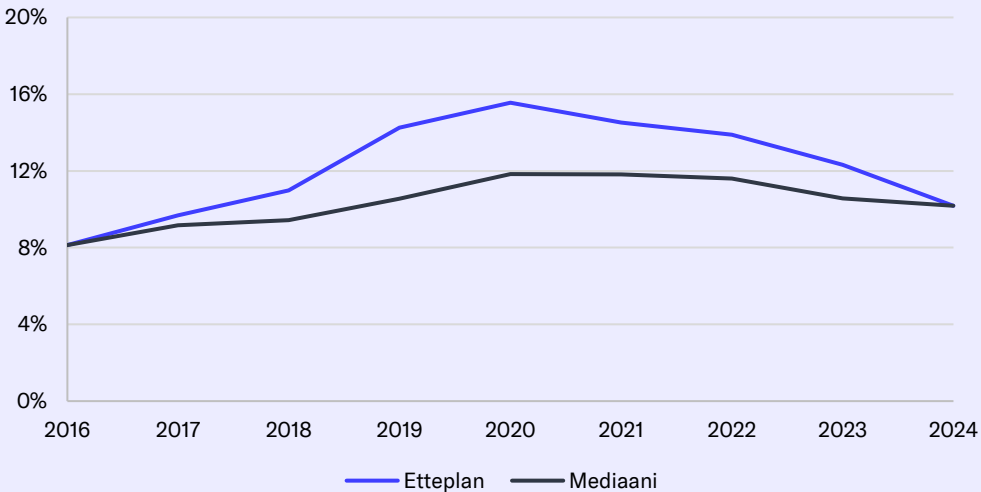
Yhtiö	Suhde Etteplaniin	Markkina-arvo	Liikevaihto (2024)	EBITDA (2024)	EBITDA-% (2024)	Työntekijöiden määrä
Comatec	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~46 (2023)	Ei tietoa	Ei tietoa	~600
Elomatic	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	123 (2023)	Ei tietoa	Ei tietoa	~1300
Citec	Tietyillä alueilla merkittävä Suomessa	Ei listattu	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa
AFRY	Ruotsin suurimpia, Suomessa merkittävä	1746	2476	276	11,10 %	~18000
Aleido*	Merkittävä Ruotsissa	Ei listattu*	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa
Semcon*	Merkittävä Ruotsissa	Ei listattu*	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa
Prevas	Oleellinen Ruotsissa	106	145	12,5	8,70 %	1086
Sweco	Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen	5350	2799	332	11,90 %	~22000
Rejlers	Merkittävä Ruotsissa ja Suomessa	340	404	40	10,00 %	~3200
Alten	Keski-Eurooppa, mutta myös Suomi & Ruotsi	2776	4143	451	10,90 %	~57700
Bertrandt	Oleellinen toimija Keski-Euroopassa	225	1187	-8	-0,70 %	14028

Lähde: Inderes, CapitalIQ (11.03.2025), yhtiöiden omat sivut. Luvut miljoonia euroja.

Liikevaihdon kasvu suhteessa verrokkimediaaniin**



Käyttökate-% suhteessa verrokkimediaaniin**



* Aleido jakautui Semconista vuonna 2023 ja on kilpailija Teknisen viestinnän ja datan ratkaisut -palvelualueella.

** Lähde: Bloomberg. Mukana listatut yhtiöt, joista saa dataa: Rejlers, AFRY, Sweco, Prevas, Bertrandt. Huom. Liikevaihdon kasvu sisältää yritysostot, joka luonnollisesti vaikuttaa vertailukelpoisuuteen.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Yrityskaupat vauhdittaneet kasvua selvästi

Etteplanin liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 10,6 % vauhtia (CAGR) viimeisen kymmenen vuoden ajan. Edellisen kymmenen vuoden orgaanisen kasvun keskiarvo on kuitenkin vain 3,1 %, jota rasittaa luonnollisesti heikko kasvu viime vuosina heikossa syklissä. Epäorgaanisen kasvun vastaava luku on 7,8 %. Siten suurin osa kasvusta on tullut yrityskaupoista. Kasvuvauhti on ollut myös vaihtelevaa, jota on selittänyt erityisesti yrityskauppojen ajoitukset. Lähihistoriasta vuosi 2016 erottautuu joukosta yhtiön kasvaessa tuolloin peräti 30 % Espotel ja Soikea Solutions -yrityskauppojen muodostaessa perustan yhtiön nykyiselle Ohjelmisto ja sulautetut -ratkaisut palvelualueelle.

Etteplan ei tyypillisesti julkaise ostokohteidensa tuloslukuja, ja siten yksittäisten ostokohteiden arvostustasot ovat ajoittain haastava laskea auki ilman täydellisiä tietoja. Yleensä yhtiö kuitenkin pyrkii välttämään maksamaan kohteista itseään korkeampia arvostuskertoimia, mutta poikkeuksiakin voi olla riippuen ostokohteen kasvunäkymistä. Esimerkkinä vuonna 2024 tehdyn Strongit ApS:n EV/S-kerroin (tuloslukuja ei tiedossa) oli laskelmiemme mukaan noin 0,9x (vs. Etteplanin noin 1,1x kaupantekohetkellä). Vaikka yksittäisten kauppojen arvonluontia on vaikea arvioida, huomioiden yrityskauppojen rooli kasvussa sekä yhtiön historiassa vahvalla tasolla olleet pääoman tuottoluvut (oman pääoman tuoton 10 vuoden keskiarvo 19 %) on mielestämme helppo argumentoida, että yrityskaupoilla on luotu historiassa arvoa.

Tuloskasvu on ollut historiassa vauhdikasta

Liikevaihdon kasvun lisäksi myös Etteplanin operatiivinen tulos on kasvanut historiassa tasaiseen tahtiin. Yhtiön tekemistä yrityskaupoista syntyy merkittävästi ei-kassavirtavaikutteisia aineettomien hyödykkeiden poistoja

(PPA-poistot), minkä myötä EBITA on paras mittari yhtiön operatiiviselle kannattavuudelle.

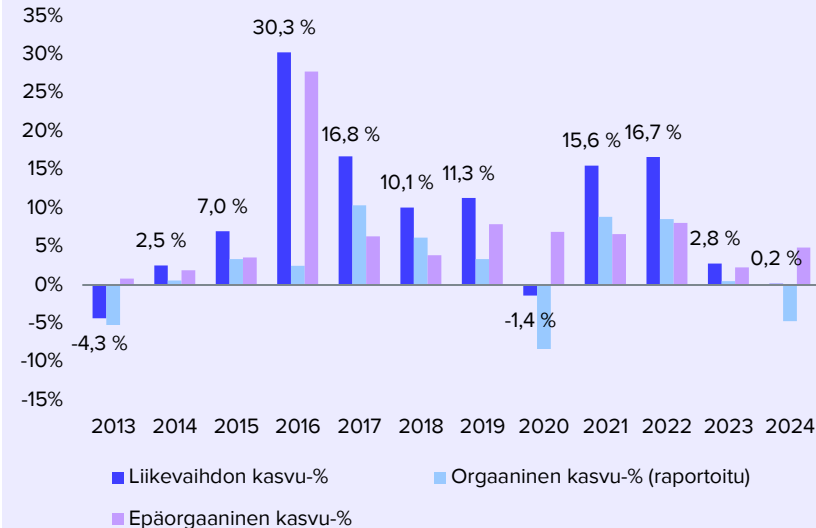
Etteplanin operatiivinen tulos (EBITA) on kasvanut edellisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin 12,6 %. Erityisesti vuodesta 2016 vuoteen 2022 kasvu oli erittäin voimakasta, kun tuloskasvua tuki liikevaihdon kasvun lisäksi kannattavuuden asteittainen paraneminen. Vuonna 2016 EBITA-% oli 6,6 %, mistä kannattavuus nousi noin 10 %:n tasolle vuosien 2019-2022 ajaksi. Kannattavuuden paranemisessa oli nähdäksemme kasvaneen kokoluokan tuomat skaalaedut, johdetut palvelut -mallin tuomat tehokkuushyödyt sekä yleisesti myönteinen taloussykli.

Vuonna 2023 kannattavuus lähti heikkenemään selvästi kysyntäympäristön heikentyessä ja vuonna 2024 haasteet pahenivat edelleen. Syy heikolle kehitykselle vuosina 2023-2024 oli yksinkertaistaen kaikissa toimintamaissa oleva haastava markkinatilanne, kun yhtiön asiakkaat toimivat säästöliekillä ja olivat haluttomia käynnistämään uusia tuotekehityshankkeita tilauskantojen laskiessa heikentäen henkilöstön käyttöasteita. Heikon markkinatilanteen osalta maantieteellisesti joukosta erottautui vuonna 2024 erityisesti Suomi ja Saksa, jotka muodostavatkin merkittävän osan yhtiön liikevaihdosta. Vaikeista vuosista 2023-2024 kertoi erityisesti se, että yhtiö joutui molempina vuosina antamaan vähintään yhden negatiivisen tulosvaroituksen. Historiassa tulosvaroitukset ovat olleet poikkeuksellisia.

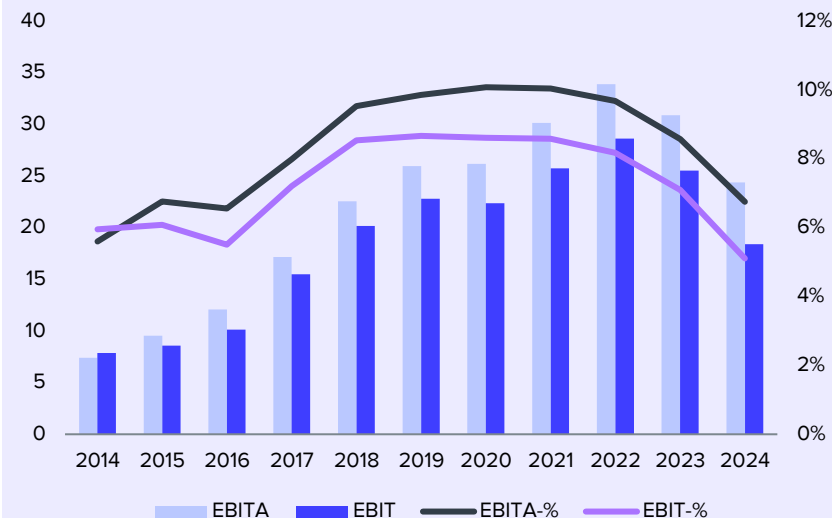
Taseen avainluvut ovat hyvässä kunnossa

Etteplanin taseen perinteiset tunnusluvut ovat hyvässä kunnossa. Vuoden 2024 lopussa omavaraisuusaste oli 40,5 % ja nettovelkaantumisaste 60,0 %, mitkä ovat yhtiölle hyviä tasoja.

Liikevaihdon orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu



Operatiivinen tulos (MEUR) ja kannattavuus (%)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Yhtiö on käyttänyt velkavipua pitkään ja on hyvä huomata, että lukuja nostaa jonkin verran IFRS16-standardin mukaan tuomat vuokravastuut. Nämä eivät ole varsinaisia korollisia velkoja, minkä takia rahoituslaitokset yleensä katsovat niiden yli. Esimerkiksi ilman IFRS16-vaikutuksia vastaava nettovelkaantumisaste olisi arviolta 44 %.

Yhtiöllä ei ole enää tavoitetta taseaseman suhteen, mutta aiemmin tavoite on ollut omavaraisuusasteelle yli 30 % (virallisilla luvuilla), mihin puskuria on selvästi. Tavoite indikoi mielestämme selvästi Etteplanin halun käyttää merkittävää velkavipua kasvutarinassaan oman pääoman tuoton tukemiseksi.

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

Veloista merkittävä osa on tyypillisesti lyhytaikaista

Etteplanin likvidit varat olivat vuoden 2024 lopussa 25,2 MEUR, minkä lisäksi käyttämättömiä luottolimiittejä oli 16,1 MEUR. Likviditeettitilanne on siis hyvä, joskin vuoden 2025 alussa sitä on käytetty Novacon Powertrain -yritysostoon. Etteplanilla oli 2024 lopussa 76,7 MEUR korollista velkaa (ilman vuokravelkoja), josta 27,2 MEUR oli lyhytaikaista velkaa. Yhtiö on aiemminkin suosinut lyhytaikaista velkaa, eikä tilanne

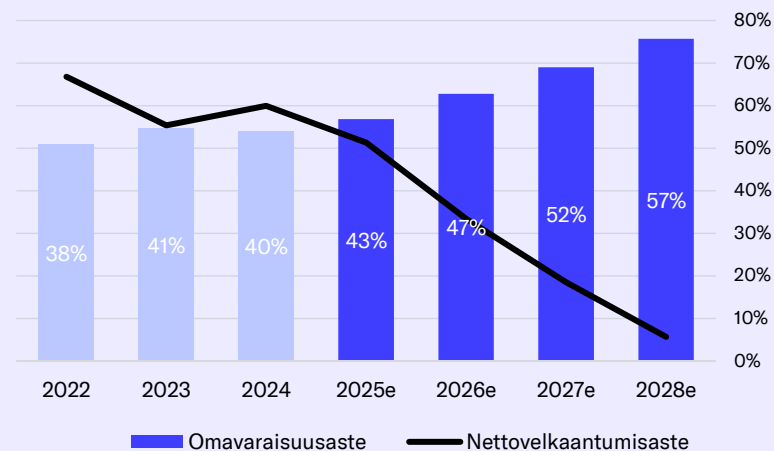
siten herätä huolia. Etteplan pystyy normaalissa markkinatilanteessa helposti uudelleenrahoittamaan velkansa. Poikkeustilanteessa ongelmia voisi teoriassa kuitenkin tulla.

Suuri määrä liikearvoa on taseen suurin riski

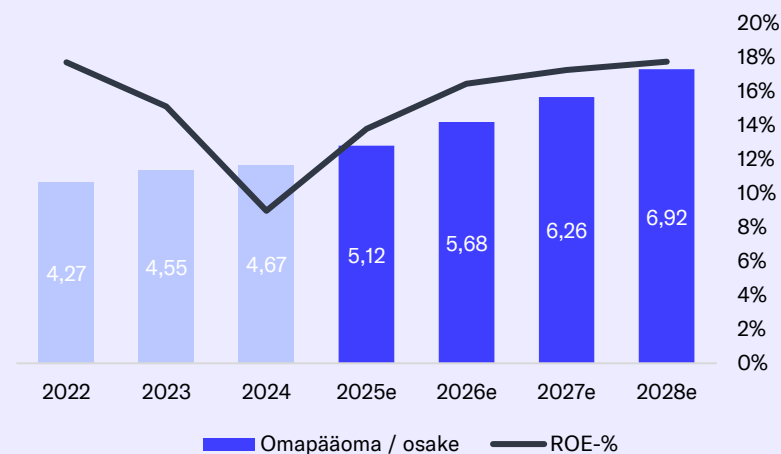
Etteplanin taserakenne, jota avaamme seuraavalla sivulla graafisessa muodossa, on normaali yritysostoja tekeväälle asiantuntijapalveluyhtiölle. Velkavivun käyttöä puoltaa yhtiön vahvat kassavirrat. Merkittävänä taseriskinä näemme ainoastaan erittäin suuren liikearvon (2024: 117,4 MEUR), jota jatkuvat yritysostot ovat kerryttäneet. Toimialalle liikearvon kertyminen on luonnollista osaamisen ollessa aineetonta omaisuutta. Lisäksi yritysostoista syntyy myös poistettavaa aineetonta omaisuutta (PPA-poistot), minkä takia Etteplanin poistot ovat merkittäviä ja EBITA-tunnusluvun käyttö perusteltua.

Valtaosa yritysostoista on onnistunut hyvin, mutta esimerkiksi Cognitas-yritysoston haasteet ja epäonnistunut Semcon-hanke muistuttavat kuitenkin yritysostoihin liittyvistä riskeistä. Mahdolliset liikearvon alaskirjaukset vaatisivat kuitenkin merkittävästi pidempiaikaisia ongelmia. Mahdollisessa kriisitilanteessa taseen merkittävä liikearvo ja velkavipu olisi huolestuttava yhdistelmä, mutta Etteplan on kuitenkin osoittanut useasti pystyvänsä ylläpitämään hyvää kannattavuutta myös hankalammassa markkinatilanteessa. Suhteessa nykyiseen vaisuunkin tulokuntoon nähdessä velanhoitokyky on vielä kohtuullisella tasolla nettovelan suhteen käyttökatteeseen ollessa vuoden 2024 lopussa 1,9x (2023: 1,4x), mihin alaskirjaukset eivät myöskään vaikuttaisi. Yleisesti Etteplanin taloudellinen tilanne on mielestämme tällä hetkellä erittäin hyvä ja taserakenne on perusteltu yhtiölle, jolla on taustalla vahva pääomistaja ja merkittävä fokus omistaja-arvon luonnissa.

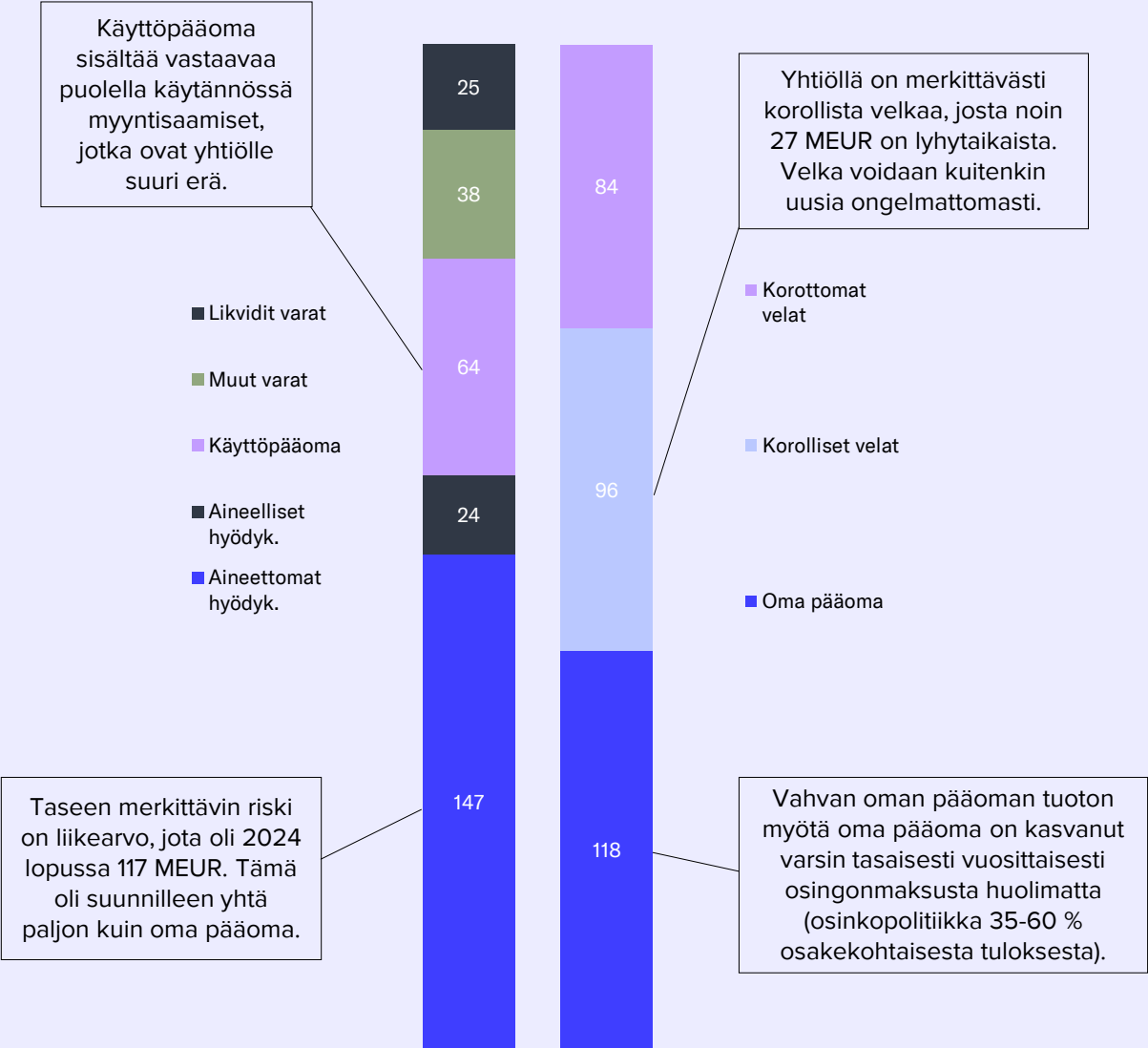
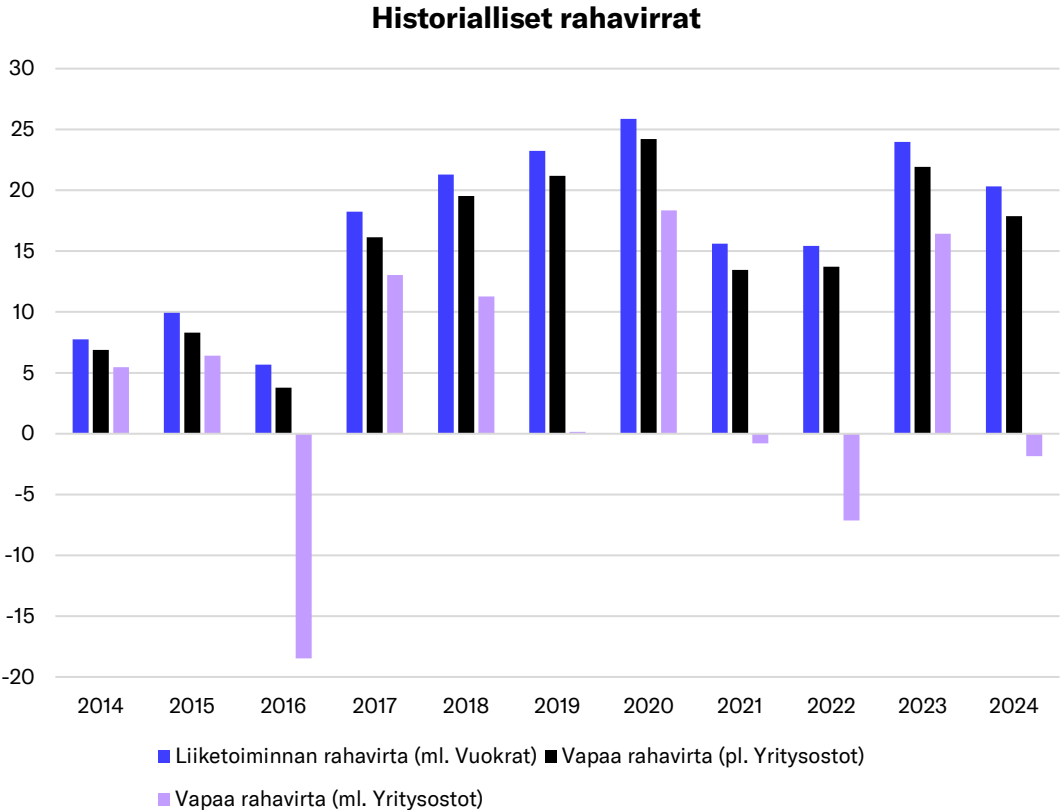
Taseen avainluvut



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Historialliset rahavirrat ja taserakenne



Ennusteet 1/4

Ennusteiden lähtökohdat

Mallinamme Etteplanin liikevaihtoa ja operatiivista tulosta (EBITA) sen raportointien kolmen palvelualueen osalta: Suunnitteluratkaisut, Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut sekä Teknisen viestinnän ja datan ratkaisut.

Etteplanin liikevaihto on lyhyellä aikavälillä kohtuullisen hyvin ennustettavaa pääosin vakaan liiketoiminnan ja syvien asiakassuhteiden myötä. Kuten viime vuodet ovat osoittaneet, liiketoiminnassa on selvää syklisyyttä. Siten liikevaihto-ennusteisiin voi hakea suuntaviivoja eri taloudellisista indikaattoreista. Suomen konepajat ovat yhtiölle merkittävä asiakasryhmä, ja näiden tilauskertymä osaltaan voi antaa indikaatioita yhtiön kysynnän kehitykseen ja orgaaniseen kasvuun. Etteplanin tapauksessa liikevaihtoennusteissa tulee huomioida yrityskaupat yhtiön tehdessä näitä säännöllisesti. Myös valuuttakurssimuutoksilla on pieni vaikutus liikevaihtokertymään vajaan kolmanneksen liikevaihdosta tullessa muista Skandinavian maista (pääasiassa Ruotsi ja Tanska). Pidemmän aikavälin kasvuennusteisiin vaikuttaa muun muassa yhtiön tavoitteet, markkinoiden kasvunäkymät sekä oletuksemme yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukyvyistä.

Etteplanin kaltaisessa asiantuntijaliiketoiminnassa selvästi suurin kuluerä on henkilöstö ja sitä kautta myyntikate sekä asiantuntijoiden laskutusasteet ajavat pitkälti kannattavuutta. Oman henkilöstön lisäksi yhtiö käyttää jonkin verran alihankkijoita (erityisesti Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut - palvelualueella), joiden palkkiot näkyvät materiaalit ja palvelut -kuluerässä. Asiakashintojen ja palkkainflaation suhteen kehityksellä on myös olennainen rooli kannattavuuskehityksessä. Liiketoiminnan pyörittämiseen liittyy myös luonnollisesti tietty määrä kiinteitä kuluja (esimerkiksi hallinto), jotka tyypillisesti skaalautuvat

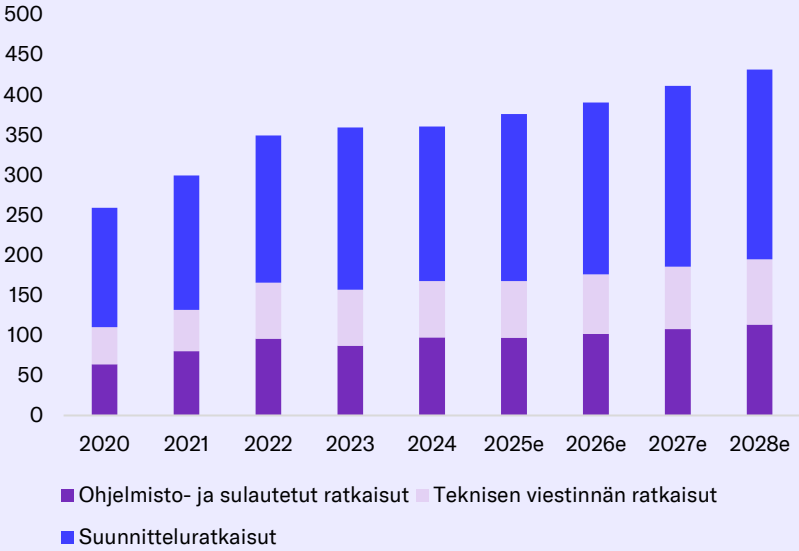
liikevaihdon kasvun mukana. Nämä Etteplan on pitänyt historiassa hyvin hallinnassa.

Kysyntänäkymä on lyhyellä aikavälillä erittäin sumea, mutta pidemmälle katsoessa löytyy myös positiivisia ajureita

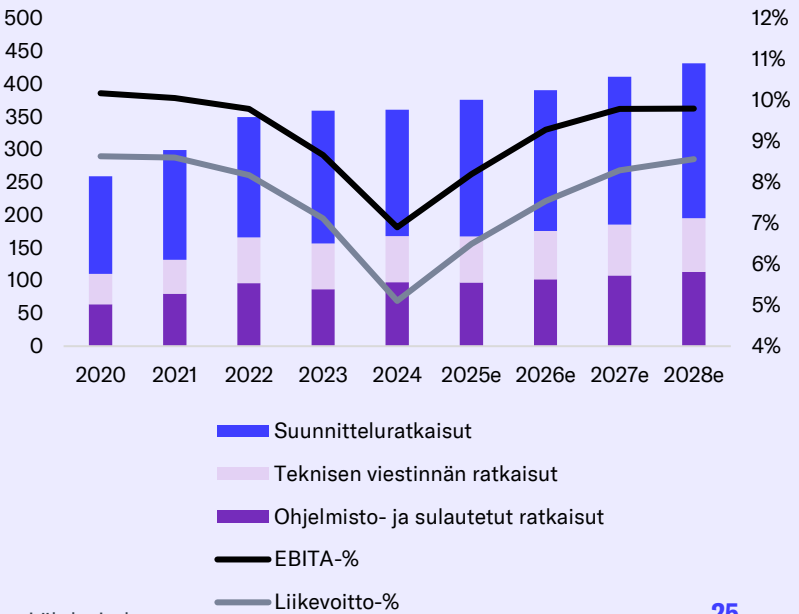
Etteplanin kysyntään vaikuttaa keskeisimmin globaali kone- ja metalliteollisuuden kehitys, jossa kysyntänäkymä on edelleen heikolla tasolla yhtiön päämarkkina-alueilla. Myös muiden yhtiölle tärkeiden toimialojen kysyntää yhtiö kuvaili 2024 tilinpäätöksen yhteydessä heikoksi. Ajoneuvoteollisuuden ja energiateollisuuden osalta yhtiö kommentoi kysynnän olevan ”kohtuullisella” tasolla. Ainoa toimiala, jossa kysyntä oli hyvällä tasolla, oli puolustusvälineteollisuus. Tämän taustalla on luonnollisesti Ukrainan sota ja sen myötä kasvaneet puolustusinvestoinnit Euroopassa. Kyseisen toimialan (puolustus ja ilmailu) merkitys Etteplanille on vielä kohtuullisen pieni sen vastatessa vuonna 2024 6 % yhtiön liikevaihdosta, mutta osuus on kuitenkin kasvanut selvästi (2023: 4 %). Ilmeisesti osaltaan toimialan kehitystä on jarruttanut ”ilmailu”-osa-alue ja itse ”puolustus”-alueen kehitys on ollut selvästi vahvempaa. Odotamme kyseisen toimialan kehityksen jatkuvan vahvana myös jatkossa.

Markkinoilla on useampaan kertaan viime vuosien aikana nähty varovaisen toiveikkaita merkkejä paremmasta, mutta elpyminen on lopulta jäänyt piippuun. Tilanne ei ole tällä hetkellä varsinaisesti kirkastunut, sillä toimintaympäristö muuttuu erittäin nopeaan tahtiin geopolittisten jännitteiden mukana. 2024 tilinpäätöksen jälkeen (noin 2kk sitten) on muun muassa kuultu Saksan suurista infrastruktuuri- ja puolustusinvestointisuunnitelmista, jotka voisivat tukea Etteplanin näkymiä merkittävästi suoraan yhtiön Keski-Euroopan liiketoiminnan sekä puolustussektori-asiakkuuksien kautta.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Liikevaihdon kehitys (MEUR) ja kannattavuus (%)



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/4

Toteutuessaan merkittävällä elvytyspaketilla voisi myös olla positiivisia heijastevaikutuksia Etteplaniin sen eurooppalaisten teollisuusasiakkaiden kautta. Lyhyelle aikavälille elvytyspaketti ei tuo merkittävää tukea, mutta keskipitkällä aikavälillä se on mielestämme yhtiölle selkeä positiivinen ajuri.

Vastapainoksi näille positiivisille näkymille Yhdysvaltojen tuontitullien kautta aloittama kauppasota aiheuttaa toteutuessaan hallaa globaalille talouskasvulle, eikä Etteplan olisi tälle immuuni asiakaskentän koostuessa isoilta osin kansainvälistä kauppaa käyvistä teollisuusyrityksistä. Tullit ovat aiheuttaneet shokinomaisia reaktiota globaalisti ja nykytiedon valossa on vaikea nähdä, että toimintaympäristö ja Etteplanin kysyntänäkymä piristyi yhtäkkiä merkittävästi.

Vuoden 2025 ennusteet

Etteplan on ohjeistanut vuoden 2025 liikevaihdon olevan 365-400 MEUR (2024: 361,0 MEUR) ja liikevoiton (EBIT) olevan 23-30 MEUR (2024: 18,4 MEUR). Ohjeistus vaikutti aluksi erityisesti alalaitojen kohdalla mielestämme erittäin varovaiselta, sillä pelkästään Novacon-yritysosto tuo liikevaihtoa arviolta noin 20 MEUR (vuoden 2023 liikevaihto 18 MEUR), minkä lisäksi yritys on käsityksemme mukaan ollut hyvin kannattava. Tulosoheistuksen osalta on hyvä huomata, että yhtiö ohjeistaa raportoitua liikevoittoa ja viime vuonna tätä rasitti merkittävästi kertaluonteiset uudelleenjärjestelyihin liittyvät kulut (2024 kertaerät yhteensä -3,0 MEUR). Siten tänä vuonna merkittävä tulosparannus raportoiduin luvuin pitäisikin olla selvää.

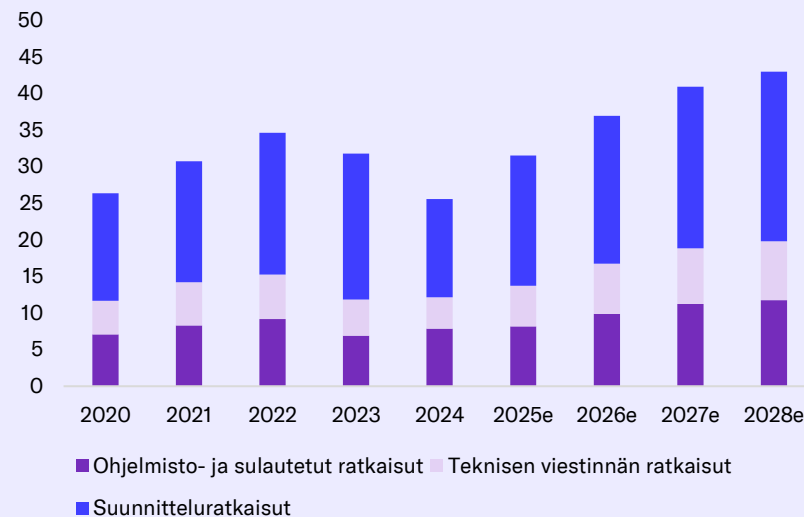
Viime vuosien negatiivisten tulosvaroitusten jälkeen Etteplan on kuitenkin varmasti ollut varovainen ohjeistuksen kanssa ja haluaa välttää negatiiviset yllätykset viimeiseen asti. Varovaisuus on toisaalta perusteltua, kun markkinatilanteessa ei näy edelleenkaan selkeää piristymistä.

Tilanne on elänyt ohjeistuksen antamisen jälkeen ja Yhdysvaltojen käynnistämän kauppasodan ja sen aiheuttaman epävarmuuden myötä mielestämme ohjeistuksen alalaita vaikuttaakin mielestämme nykytilanteessa realistisemmalta skenaariolta. Mikäli markkinatilanteen heikkeneminen jatkuisi edelleen voisi yhtiö myös joutua tekemään uusia tehostamistoimia ja kirjaamaan jälleen kertaluonteisia kuluja (rasittaen raportoitua liikevoittoa).

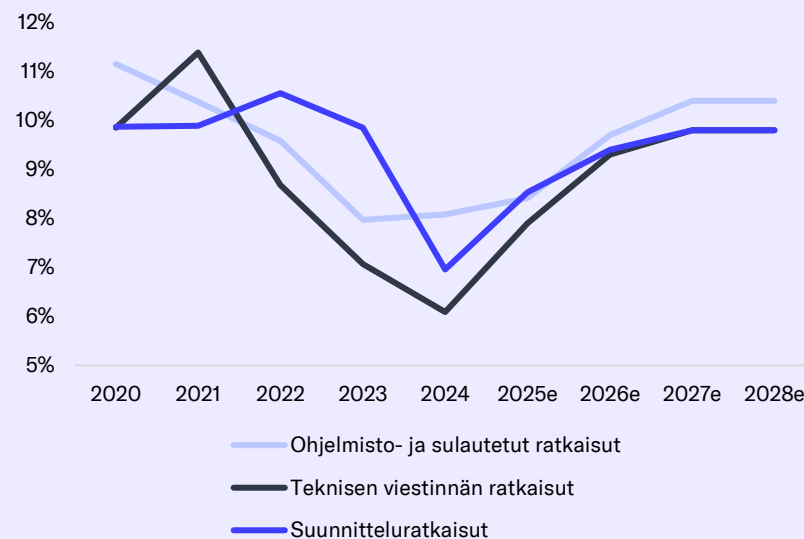
Ennustamme Etteplanin vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan 4 % yhteensä 376 MEUR:oon. Ennusteissamme kasvua ajaa etenkin Suunnitteluratkaisut -palvelualue, jonne Novacon Powertrain -yritysosto sisältyy. Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut sekä Teknisen viestinnän ratkaisut -palvelualueiden liikevaihtojen odotamme pysyvän suunnilleen viime vuoden tasolla. Kuluven vuoden kasvuennusteemme on täysin Novacon Powertrain -yritysoston varassa ja orgaanisen kasvun ennusteemme on aavistuksen negatiivinen. Etteplanilla oli joulukuun 2024 lopussa lomautettuna 178 henkilöä (2023: 72), mikä viestii edelleen vaisusta kysyntätilanteesta ja siitä, että orgaaninen kasvu on etenkin alkuvuonna vielä selvän negatiivista huomioiden vielä kohtuulliset vertailuluvut.

Raportoidun liikevoiton odotamme nousevan 24,2 MEUR:oon ollen hieman ohjeistushaarukan alalaidan yläpuolella. Operatiivista kannattavuutta paremmin kuvaavan oikaistun EBITAn odotamme paranevan 30,8 MEUR:oon (2023: 27,4 MEUR), mikä vastaisi 8,2 %:n EBITA-marginaalia (2024: 7,6 %). Tulostason paranemisessa kriittistä on etenkin henkilöstön laskutusasteiden parantaminen, jossa tärkeää on luonnollisesti kysyntäympäristön paraneminen. Uskomme yhtiön ylläpitävän kiinteissä kuluissa tiukkaa kulukuria, joka on kuitenkin yhtiölle pitkälti normaali toimintatapa eikä sinänsä markkinatilanteen aiheuttama poikkeus.

EBITA-tuloksen kehitys palvelualueittain (MEUR)



EBITA-marginaalin kehitys (%)



Ennusteet 3/4

Keskipitkällä aikavälillä näkymä on hyvä, jos kauppasota ei eskaloitu ja jatku pitkään

Näkyvyys ensi vuoteen on vielä varsin heikko. Odotamme kuitenkin markkinatilanteen normalisoituvan asteittain, mutta vuoden 2026 suorituksen jäävän vielä jonkin verran yhtiön täydestä potentiaalista. Tässä taustalla on kauppasodan aiheuttama epävarmuus taloudessa. Näkyvyys sen aiheuttaman epävarmuuden mittaluokkaan ja kestoon on kuitenkin tässä vaiheessa varsin heikko. Odotamme yhtiön kuitenkin palaavan tuolloin orgaanisesti selvään kasvuun ja liikevaihdon kasvavan noin 4 % 391 MEUR:oon. Ennuste nojaa puhtaasti orgaaniseen kasvuun, sillä yhtiö ei ole tehnyt yritysostoja 2025 alkuvuoden Novacon -kaupan jälkeen.

Vuonna 2026 odotamme tulokseen varsin voimakasta parannusta. Oikaistun EBITAn odotamme paranevan 36,3 MEUR:oon, mikä vastaisi 9,3 %:n EBITA-marginaalia. Siten odotamme yhtiön palaavan tuolloin jo lähes yhtiön edellisen hyvän syklin ”normaalille” kannattavuustasolle. Ennusteemme vaatii pientä tukea markkinatilanteen elpymiseltä, mutta tämän tapahtuessa ennuste on mielestämme realistinen yhtiön todistettua usean vuoden ajan pääsevänsä kaksinumeroiselle kannattavuustasolle (myös hieman pienemmässä kokoluokassa). Syklin kääntyessä parempaan on kannattavuudella nähdäksemme myös edellytykset parantua varsin nopeasti, kun asiantuntijoita saadaan ”penkiltä” laskutettavaan työhön. Nähdäksemme yhtiöllä on potentiaalia myös tätä hieman parempaan tasoon (potentiaali arviolta noin 12 %:n EBITA-marginaali), mutta tämä olisi nähdäksemme jo optimistinen skenaario emmekä usko tätä vielä ensi vuonna mahdolliseksi huomioiden mm. kauppasodan aiheuttama epävarmuus.

Vuosina 2027-2028 odotamme yhtiön jatkavan orgaanista

kasvuun ja liikevaihdon kasvavan noin 5 %:n vauhtia. Keskipitkän aikavälin näkymä on mielestämme vahva ja suotuisassa kysyntäympäristössä yhtiöllä on potentiaalia ripeämpäänkin kasvuun. Ajoittaisia markkinoiden aiheuttamia vastatuulia varmasti tulee jatkossakin, minkä myötä pidemmän aikavälin ennusteissa on syytä pitää malttia. Oikaistun EBITA-marginaalin odotamme nousevan noin 10 %:n tasolle, mikä on myös ennusteperiodimme korkein taso.

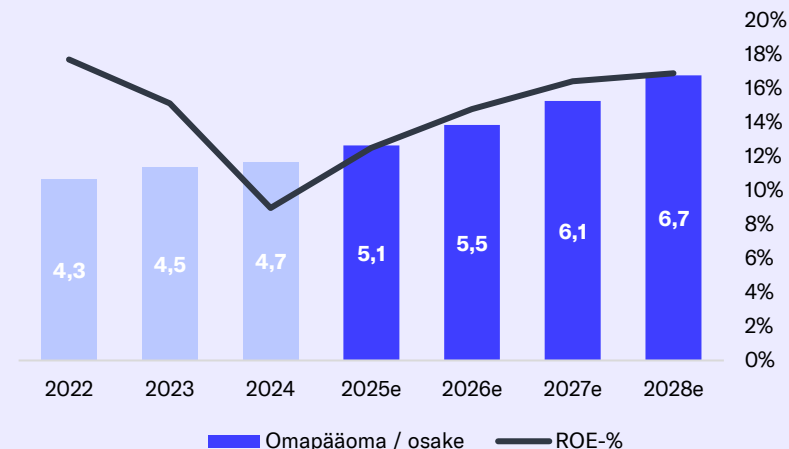
Tuloskasvunäkymä on vahva

Etteplanin keskipitkän aikavälin tuloskasvupotentiaali on kokonaisuudessaan mielestämme hyvä, joskin tämän hetkiset korkeat ennusteriskit tulee huomioida. Tuloskasvunäkymiä parantaa luonnollisesti kannattavuuden heikko lähtötaso, minkä elpyminen yhdistettynä liikevaihdon kasvun kanssa mahdollistaa voimakkaan tuloskasvu. Ennusteillamme osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin noin 16 %:n tahtia vuosina 2025-2028 (2024 lähtötaso). Operatiivisen tuloskasvun lisäksi EPS-kasvu saa tukea rahoituskulujen laskusta korkojen laskun ja laskevan velkataakan myötä (mallin oletus, mikäli pääomia ei allokoita uusiin yrityskauppoihin). Tämän lisäksi yhtiö todennäköisesti tulee kiihdyttämään tuloskasvuun yritysostoin. Odotamme tuloskasvun olevan myös arvoa luovaa, kun Etteplanin oman pääoman tuotto palaa ennusteissamme ensi vuodesta alkaen 15-17 %:n tasolle, joka olisi kuitenkin hieman kymmenen vuoden keskiarvoa maltillisempi taso (19 %).

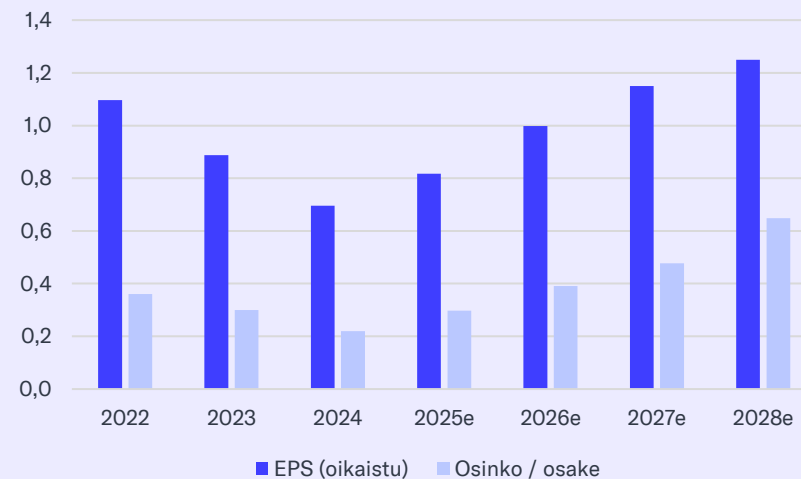
Pitkän aikavälin ennusteet

Odotamme Etteplanin kasvun tasaantuvan vuoteen 2034 mennessä terminaalikasvuoletuksemme tasolle (2,2 %). Ennusteidemme osalta on hyvä huomata, että ne eivät pidä sisällään yrityskauppoja, joilla yhtiö todennäköisesti kiihdyttää kasvuun jatkossakin.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Oik. EPS ja osinkoennusteet



Ennusteet 4/4

Raportoidun liikevoittomarginaalin odotamme paranevan 8,8 %:iin vuonna 2028, mistä odotamme sen laskevan asteittain terminaalioletuksemme 8,0 %:n tasolle. EBITA:lla mitattuna odotamme kannattavuuden saavuttavan noin 10 %:n tason vuosina 2027-2028, minkä jälkeen odotamme sen heikkenevän asteittain. Jo tehdyistä yritysostoista syntyneiden PPA-poistojen häntä on terminaalissa hyvin alhainen ja terminaalin liikevoittomarginaali vastaa pitkälti EBITA-marginaalia.

Ennusteisiin negatiivisia tarkennuksia

Teimme raportin yhteydessä negatiivisia tarkennuksia sekä lyhyen että pitkän aikavälin kasvuennusteisiimme. Lyhyen päään ennustemuutosten taustalla on erityisesti kauppasota, jonka aiheuttaman epävarmuuden odotamme väkisinkin hidastavan Etteplanille tärkeiden asiakassegmenttien kysynnän elpymistä.

Samalla teimme myös negatiivisia ennustemuutoksia

lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuusennusteisiimme, jotka kuitenkin odottavat kuitenkin edelleen selvää kannattavuuden elpymistä lähivuosina. Pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat kuitenkin ennallaan.

Leikkasimme raportin myötä orgaanisia investointiennusteitamme (emme mallinna yrityskauppoja) Etteplanin orgaanisten investointitarpeiden ollessa tyypillisesti hyvin matalat. Huomautamme, että vuokravelkojen lyhennykset näkyvät mallissamme edelleen investointien kautta. Leikattujen investointiennusteidemme myötä pidemmän aikavälin poistoennusteemme laskivat myös selvästi.

Eroittelimme myös yrityskaupoista syntyvät ja muut aineettomat hyödykkeet, jotta yrityskaupoista syntyviä PPA-poistoja (yrityshankintojen käyvän arvon poistot) on helpompi seurata ja mallintaa. Suurin osa aineettomista hyödykkeistä ovat peräisin yrityskaupoista.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	382	376	-2 %	407	391	-4 %	431	411	-5 %
Käyttökate	46,4	44,2	-5 %	56,3	49,8	-12 %	60,9	54,0	-11 %
EBITA (ilman kertaeriä)	33,0	30,8	-7 %	41,1	36,3	-12 %	44,4	40,3	-9 %
Liikevoitto	26,4	24,2	-8 %	34,7	29,4	-15 %	38,0	34,1	-10 %
Tulos ennen veroja	21,8	19,7	-10 %	30,3	25,3	-16 %	34,2	30,9	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,88	0,82	-8 %	1,14	1,00	-12 %	1,26	1,15	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,33	0,30	-10 %	0,47	0,39	-16 %	0,53	0,48	-10 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	360	97,1	92,6	80,0	91,3	361	96,2	96,7	85,0	98,0	376	391	411	432
Suunnitteluratkaisut	202	52,3	49,6	42,0	48,9	193	54,4	53,6	46,2	54,3	208	215	225	237
Ohjelmistot- ja sulautetut ratkaisut	86,9	26,3	24,9	21,7	24,4	97,4	24,4	25,2	22,1	25,2	96,9	102	108	113
Teknisen viestinnän ratkaisut	70,0	18,5	17,9	16,2	17,9	70,5	17,4	17,9	16,7	18,6	71	74	78	82
Konserni / Muut	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	44,4	11,6	9,7	6,1	9,5	36,8	10,6	11,5	10,1	12,1	44,2	49,8	54,0	56,4
Poistot ja arvonalennukset	-18,8	-4,9	-4,4	-4,6	-4,5	-18,4	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-20,0	-20,3	-19,9	-19,4
EBITA (ilman kertaeriä)	32,6	8,4	7,3	4,3	7,4	27,4	7,4	8,1	6,7	8,7	30,8	36,3	40,3	42,3
Liikevoitto	25,5	6,7	5,3	1,4	5,0	18,4	5,6	6,5	5,1	7,1	24,2	29,4	34,1	37,0
Suunnitteluratkaisut	19,9	4,7	3,9	1,2	3,6	13,4	4,4	4,7	3,9	4,9	17,8	20,2	22,1	23,2
Ohjelmistot- ja sulautetut ratkaisut	6,9	2,4	1,9	1,5	2,1	7,9	2,0	2,2	1,8	2,3	8,2	9,9	11,2	11,8
Teknisen viestinnän ratkaisut	4,9	1,4	1,2	0,6	1,1	4,3	1,2	1,4	1,3	1,7	5,6	6,9	7,6	8,0
Konserni / Muut	0,8	0,0	0,2	1,0	0,6	1,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
PPA-poistot ja kertaluontoiset erät	-7,1	-1,7	-1,9	-2,9	-2,4	-9,0	-1,8	-1,6	-1,6	-1,6	-6,6	-6,8	-6,2	-5,3
Nettorahoituskulut	-4,7	-1,1	-1,2	-1,2	-1,4	-4,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,6	-4,1	-3,2	-2,0
Tulos ennen veroja	20,8	5,6	4,1	0,3	3,6	13,6	4,4	5,4	4,0	5,9	19,7	25,3	30,9	35,0
Verot	-4,2	-1,7	-0,7	-0,3	-0,5	-3,2	-1,0	-1,2	-0,9	-1,3	-4,3	-5,6	-6,8	-7,7
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	16,6	4,0	3,4	0,0	3,1	10,4	3,4	4,2	3,1	4,6	15,3	19,8	24,1	27,3
EPS (oikaistu)	0,89	0,21	0,20	0,09	0,20	0,70	0,19	0,22	0,17	0,23	0,82	1,00	1,15	1,25
EPS (raportoitu)	0,66	0,16	0,13	0,00	0,12	0,41	0,14	0,17	0,12	0,18	0,61	0,78	0,95	1,08

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	2,8 %	2,3 %	3,1 %	0,0 %	-4,1 %	0,3 %	-1,0 %	4,4 %	6,3 %	7,4 %	4,1 %	3,9 %	5,3 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-6,7 %	-0,8 %	-7,4 %	-31,7 %	-25,9 %	-16,1 %	-12,6 %	11,2 %	55,7 %	17,6 %	12,7 %	17,6 %	11,0 %	5,1 %
Käyttökate-%	12,3 %	11,9 %	10,5 %	7,6 %	10,3 %	10,2 %	11,0 %	11,9 %	11,9 %	12,3 %	11,8 %	12,7 %	13,1 %	13,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,1 %	8,7 %	7,9 %	5,4 %	8,1 %	7,6 %	7,6 %	8,4 %	7,9 %	8,8 %	8,2 %	9,3 %	9,8 %	9,8 %
Nettotulos-%	4,6 %	4,1 %	3,7 %	0,0 %	3,4 %	2,9 %	3,6 %	4,3 %	3,7 %	4,7 %	4,1 %	5,1 %	5,9 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	168	181	190	184	178
Liikearvo	110	117	124	124	124
Aineettomat hyödykkeet	30,3	29,1	31,3	25,1	19,3
Käyttöomaisuus	24,0	23,6	23,4	23,6	24,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	2,4	9,5	9,5	9,5	9,5
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	117	117	119	123	130
Vaihto-omaisuus	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8
Muut lyhytaikaiset varat	30,7	28,4	29,6	30,7	32,3
Myyntisaamiset	62,1	62,6	63,9	66,4	69,9
Likvidit varat	23,4	25,2	24,4	25,4	26,7
Taseen loppusumma	285	298	309	307	308

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	114	118	128	140	154
Osakepääoma	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kertyneet voittovarot	87,0	89,9	99,7	112	126
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	22,1	22,9	22,9	22,9	22,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	63,9	72,5	70,0	60,5	50,6
Laskennalliset verovelat	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	48,7	57,8	55,4	45,8	35,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,6	5,1	5,1	5,1	5,1
Lyhytaikaiset velat	107	107	111	107	104
Korolliset velat	37,9	38,0	36,6	29,9	23,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	63,0	62,8	67,7	70,3	74,0
Muut lyhytaikaiset velat	5,8	6,7	6,7	6,7	6,7
Taseen loppusumma	285	298	309	307	308

Arvonmääritys (1/3)

Laadukas arvonluoja, joka kärsinyt väliaikaisista haasteista

Etteplan on ollut edellisen 15 vuoden aikana menestystarina yhtiön sijoittajille. Yhtiö on muuntautunut insinööri-toimistosta monipuoliseksi teknologiapalveluyhtiöksi, kun tarjoomaan on tullut suunnittelupalveluiden lisäksi mukaan myös teknistä viestintää ja datan ratkaisuja sekä ohjelmisto-ratkaisuja. Samalla yhtiö on onnistunut kansainvälistymään ilman suurempia kasvukipuja, mikä ei ole ollut itsestäänselvyys suomalaisessa yritys-kentässä. Kasvu on luonut merkittävästi arvoa, sillä merkittävästä määrästä yritys-kauppoja huolimatta pääoman tuottoluvut ovat säilyneet korkeina.

Viime vuosina kannattavan kasvun tarina on kuitenkin ollut tauolla, kun orgaaninen kasvu ja kannattavuuskehitys ovat kääntyneet väärään suuntaan vaikeassa markkinaympäristössä. Tuloskehitys onkin ollut vuosina 2023-2024 negatiivista. Samaan aikaan myös korkojen nousun myötä hyväksyttävät arvostustasot pörssissä ovat laskeneet. Näiden yhteisvaikutuksena yhtiön osake onkin ollut viime vuosina selvässä paineessa. Euroopassa ja etenkin Suomessa koettu taantuma on ollut poikkeuksellisen syvä ja pitkäkestoinen, ja elpymisen käynnistymistä on jo ennustettu useaan otteeseen. Nyt viimeisimpänä käänteenä Yhdysvaltojen käynnistämä kauppasota voi hyvin lykätä jälleen odotettua elpymistä.

Isossa kuvassa pidämme Etteplania edelleen laadukkaana yhtiönä ja hyvänä omistaja-arvon luojana, mutta viime vuodet ovat toimineet jälleen muistutuksena yhtiön liiketoiminnan syklisyydestä. Arvostus on tällä hetkellä maltillinen ja puoltaa pysymään osakkeen kyydissä, mutta toimintaympäristö voi hyvin aiheuttaa vielä vastatuulta ja odottamattomia käännteitä lähitulevaisuudessa.

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavia tekijöitä

Mielestämme seuraavat tekijä tulee ottaa huomioon tarkastellessa Etteplanin arvostusta.

Etteplanin pääosin hyvä kannattavan kasvun track-record.

Etteplanin liikevaihto on kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin 10,6 % (mukana epäorgaanista kasvua) ja EBITA-tulos 12,6 % vuodessa. Tietystä syklisyydestä huolimatta yhtiö on selvinnyt suuremmilta liikevaihdon romahduksilta ja yhtiö tekee selvästi kannattavaa liiketoimintaa heikommassakin syklissä.

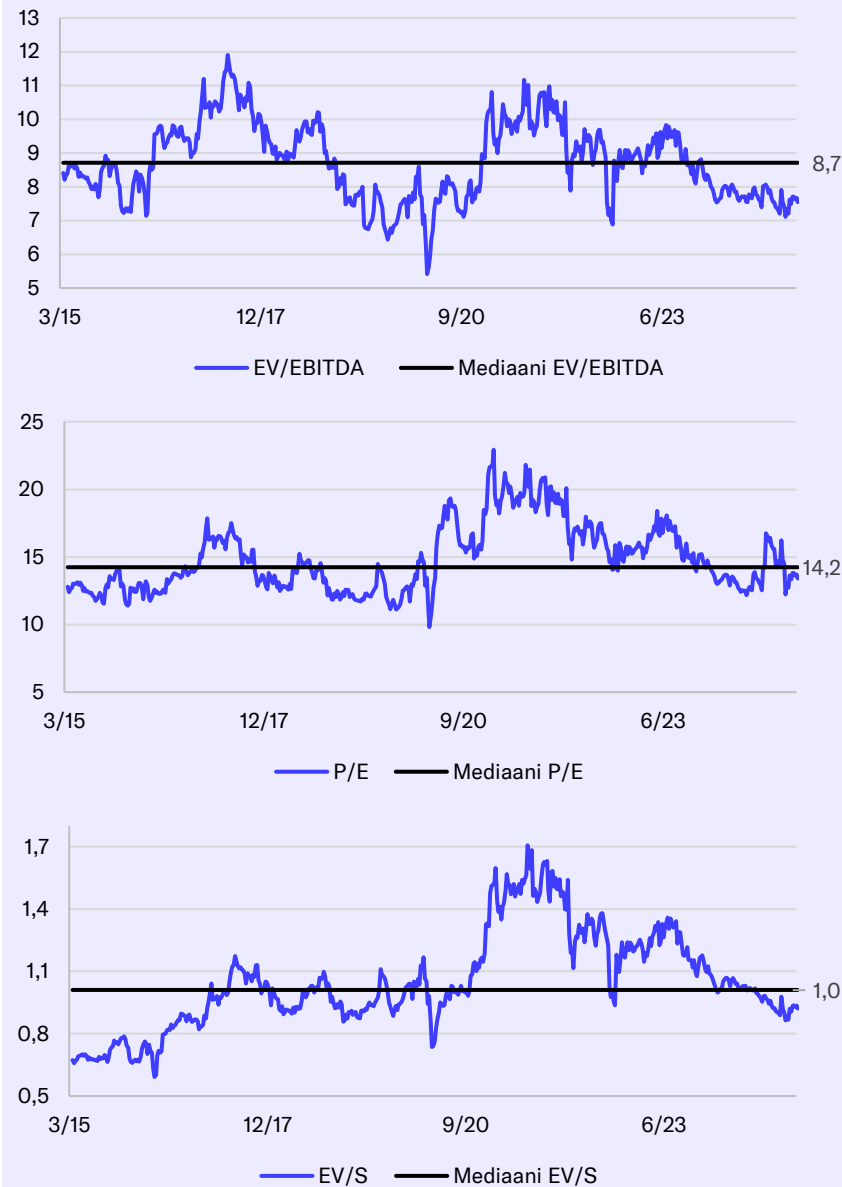
Myös näytöt yritysostoista on mielestämme hyvät, mistä kertoo aktiivisesta yritys-kauppastrategiasta huolimatta vahvat pääoman tuottoluvut. Yhtiö on ollut kurinalainen yritysostojen arvostustasoissa, eikä ole suostunut maksamaan ostokohteista ylihintaa, mikä on omistajan kannalta positiivista. Hyvät historialliset näytöt tukevat hyväksyttävää arvostusta.

Etteplanin orgaaninen liiketoiminta on pääomakevyttä.

Etteplanin liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja kasvaakseen orgaanisesti. Liiketoiminta ei myöskään sido käyttöpääomaa merkittävästi. Siten yhtiön liiketoiminta tuottaakin hyvää kassavirtaa ja yhtiön pääoman tuottoluvut ovat normaalisti vahvoja, joka tukee hyväksyttävää arvostusta. Matalan investointitarpeen myötä orgaaninen kasvu on selvästi arvoa luovaa. Suurimmat pääomatarpeet kohdistuvatkin yritysostoihin.

Liiketoiminnan syklisyys. Etteplanin menestys on aina riippuvaista sen asiakkaiden menestyksestä. Suomalaisten vientivetoisten teollisuus-yhtiöiden ollessa merkittävä asiakasryhmä on kysynnässä selvää vaihtelua taloussykleistä riippuen.

Etteplanin edellisen kymmenen vuoden historiallinen arvostus



Arvonmääritys (2/3)

Osakkeen heikko likviditeetti. Pääomistaja Ingman Group omistaa yhtiöstä noin 66 % ja toiseksi suurin omistaja Fincorp omistaa yli 10 %. Tämän lisäksi omistajina on mm. suuria eläkeyhtiöitä. Vapaasti vaihdettavien osakkeiden ("free float") määrä onkin suhteellisen pieni, mikä jossain määrin rajaa hyväksyttävää arvostustasoa (ts. korkea likviditeettipreemio).

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme Etteplanin arvostusta muun muassa lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotuksella (tulokasvu + osinko + odotettu arvostuskertoimien muutos). Etteplanin suhteellisen vakaan liiketoimintaprofiilin vuoksi DCF-mallin käyttö Etteplanin arvonmäärityksessä on myös hyvin käyttökelpoinen.

Arvostuksen tarkasteluun sopii hyvin eri tulospohjaiset kertoimet voitollisen tuloksen takia. Kertoimien osalta on hyvä huomioida, että olemme oikaisseet niistä yrityskaupoista syntyvät PPA-poistot, sillä nämä eivät synny jatkuvista liiketoimintaan tehtävistä investoinneista. Lisäksi oikaisemme yhtiön kirjaamat kertaluonteiset kulut, joskaan emme ennusta näitä tulevaisuuteen kulujen ollessa normaalisti varsin pieniä.

Etteplanille on saatavilla varsin hyvä verrokkiryhmä pääasiassa ruotsalaisista listatuista toimialan yhtiöistä. Siten suhteellinen arvostus onkin yksi tapa tarkastella yhtiön arvostusta, mutta sokeasti sitä ei kannata seurata sillä sen myötä käsitys absoluuttisesta arvostuksesta voi hämärtyä ja se on myös aina riippuvainen verrokkien konsensusennusteille.

Kerroin pohjainen arvostus

Mielestämme Etteplanille hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat P/E-kertoimella mitattuna tällä hetkellä noin 12x-16x ja EV/EBIT-kertoimella noin 10x-14x. Etteplanin vuosien 2025-

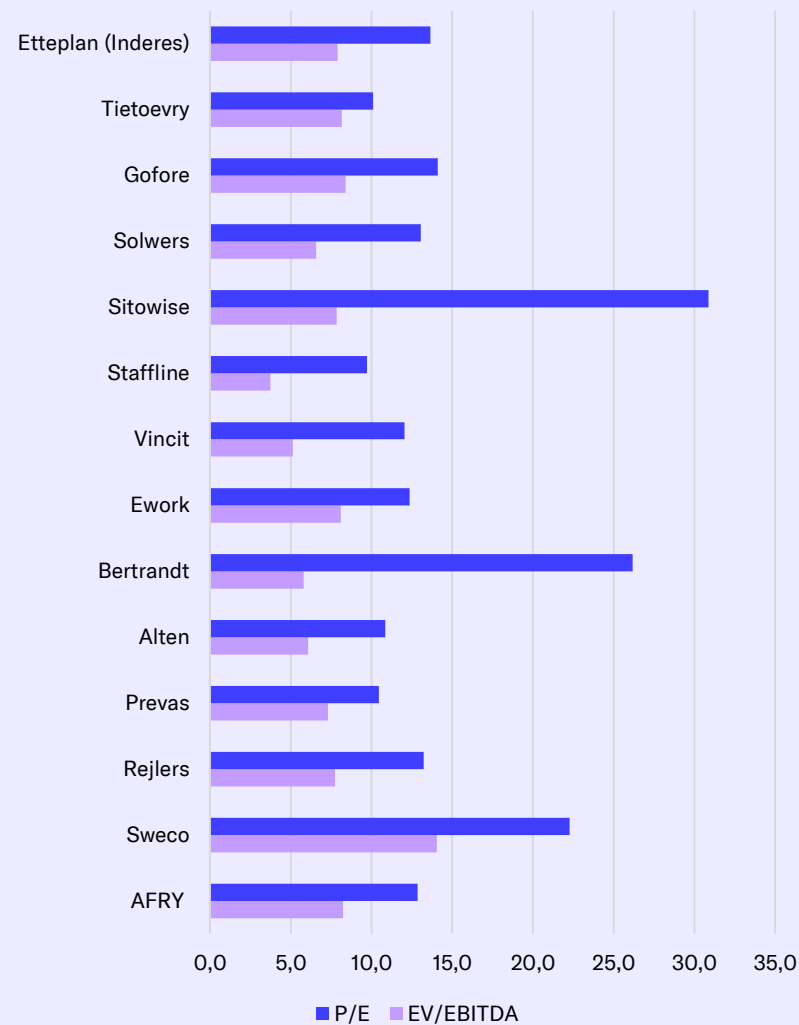
2026 oikaistut P/E-kertoimet ovat 14x-11x. Vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat 11x-9x. Kuluven vuoden kertoimet ovat hyväksymämme arvostushaarukan sisällä, mutta lähempänä alalaitaa. Vaikka viime vuoden tulos oli lähemmäksi "pohjatulos", jää kuluven vuoden tulos edelleen merkittävästi yhtiön potentiaalista ja tulokasvunäkymä on siten edelleen vahva kuluven vuoden jälkeen. Ensi vuonna kertoimet tippuvat jo selvästi hyväksymiemme arvostushaarakoiden alapuolelle. Tulokasvuennusteisiin liittyy tällä hetkellä erittäin paljon epävarmuutta ja pidämme perusteltuna, että osaketta hinnoitellaan nykytilanteessa lähempänä haarukan alalaitaa kuin ylälaitaa eikä arvostusta nojata kaukana tulevaisuudessa odotetun tulokasvun varaan.

DCF-malli osoittaa nousuvaraa

Kassavirtamallimme (DCF) indikoima arvo Etteplanin osakkeelle on 12,5 MEUR eli euroa osakkeelta. Nähdäksemme DCF-mallimme on rakennettu suhteellisen maltillisilla oletuksilla terminaalikasvun ollessa 2,2 % ja liikevoittomarginaalin ollessa terminaalissa 8,0 %.

Olemme nostaneet DCF-mallimme tuottovaatimustamme kauppasodan aiheuttaman osakkeiden riskipreemioiden nousun myötä. Tämä on osaltaan seurausta ennusteisiin liittyvästä kasvaneesta epävarmuudesta. Keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) mallissamme on nyt 9,1 % (aik. 8,7 %) ja oman pääoman tuottovaade 10,2 % (aik. 9,7 %). Ennustemallin seuraavan 10 vuoden kassavirrat muodostavat 48 % yhtiön velattomasta arvosta. Terminaalien painoarvo on siten 52 %, mikä on mielestämme kohtuullinen taso. DCF-mallin herkkyyslaskelmat löytyvät liitetiedostoista.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet 2025e



Arvonmääritys (3/3)

Suhteellinen arvostus

Etteplanin verrokkiryhmä koostuu pääasiassa ruotsalaisista listatuista suunnittelualan yhtiöistä. Täydellisiä verrokkeja nämäkään eivät ole, sillä eroja Etteplaniin löytyy muun muassa palvelualueissa ja asiakasvertikaaleissa, mutta isossa kuvassa liiketoimintamallit ovat kuitenkin suhteellisen samankaltaisia Etteplanin kanssa. Lisäksi joukossa on Suomesta IT-palveluyhtiöt Vincit, Gofore ja Tietoevry sekä konsultointi-/suunnitteluyhtiö Solwers. Verrokkiryhmä on varsin moninainen ja eri yhtiöitä hinnoitellaan myös hyvin erilaisin kertoimin. Esimerkiksi Etteplanin useita ruotsalaisia suunnittelualan yhtiöitä hinnoitellaan suomalaisia IT-palveluyhtiöitä selvästi korkeammilla kertoimilla. Joukosta erottautuu erityisesti Sweco, jonka kertoimet (2025e P/E 22x) ovat omassa luokassaan.

Etteplania hinnoitellaan tällä hetkellä lievällä preemiolla vuosien 2025-2026 tulokertoimia tarkastellessa (~2-12 %). Historiassa yhtiön suhteellinen arvostus on vaihdellut preemion ja alennuksen välillä tilanteesta riippuen. Historiassa yhtiö on kasvanut verrokkejaan vauhdikkaammin sekä omannut paremman kannattavuuden, mitkä puoltaisivat preemiohinnoittelua tai vähintään mediaanitasoa. Viime vuosina yhtiön kehitys on kuitenkin ollut relevantteimpia verrokkeja heikompaa niin orgaanisen kasvun kuin kannattavuuskehityksen osalta. Moni yhtiön kilpailijoista muun muassa onnistui parantamaan kannattavuuttaan viime vuonna, kun taas Etteplanilla trendi oli vielä selvästi heikompaan suuntaan. Siten viime vuosien verrokkeja heikompia suoriutuminen on vienyt perustelut ainakin selvältä preemiohinnoittelulta. Tiettyä alennusta suhteessa verrokkeihin puoltaa yhtiön pienempi koko ja osakkeen heikko likviditeetti sekä Suomen edelleen suhteellisen suuri paino liiketoiminnassa, joka on taloutena varsin herkkä

ulkomaailman shokeille. Nykyinen hinnoittelu suhteessa verrokkeihin on kuitenkin mielestämme kohtuullinen, eikä sinänsä vaikuta ratkaisevasti näkemyksemme. Preemiohinnoittelu kuitenkin osoittaa ettei kertomien noususta tule merkittävää tukea tuotto-odotukseen.

Tuotto-odotus hyvällä tasolla tulokasvun realisoituessa

Etteplanin tuotto-odotus nojaa nähdäksemme pääasiassa tulokasvuun. Ennusteissamme yhtiön oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin noin 16 % vuodessa vuosien 2025-2028 aikana (2024 vuoden luku pohjalukuna).

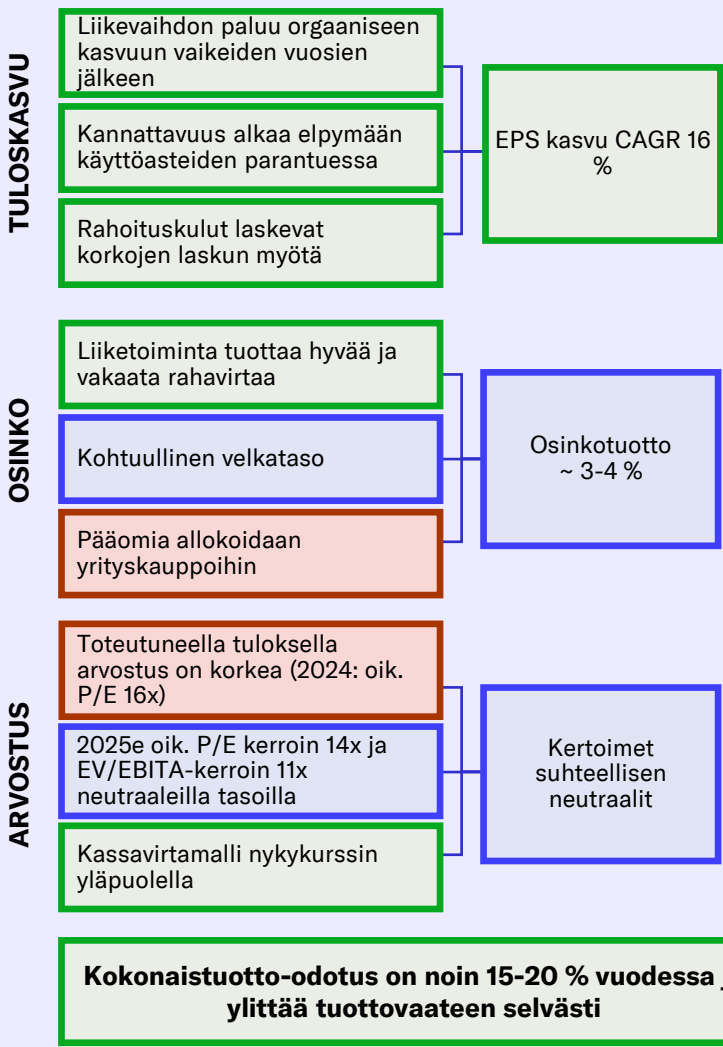
Osinkotuotto on ennusteissamme lähivuosina noin 3-4 %, minkä myötä se tukee osakkeen tuotto-odotusta, mutta ei yksinään ole merkittävä tuottoajuri yhtiön allokoitessa pääomia pääasiassa kasvuun yritysostojen kautta.

Toteutuneella vuoden 2024 tuloksella oikaistu P/E-kerroin on 16x, mikä on korkeahko taso. Vuoden 2025 oikaistu P/E on 14x, joka on mielestämme jo suhteellisen neutraali taso. Vuosina 2026-2028 odotamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan keskimäärin 15 % vuodessa ja toteutuessaan tämä tulokasvu sekä osinko arviomme mukaan heijastelee varsin hyvin sijoittajan tuotto-odotusta.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus lähivuosille on arviomme mukaan noin 15-20 %. Tuotto-odotus on nähdäksemme hyvin houkutteleva, mutta samalla on myös hyvä huomioida ennusteriskien merkittävä kasvu markkinan käänteiden ollessa tällä hetkellä erittäin vaikea ennustaa (heijastuu myös kohonneessa tuottovaatimuksessamme). Riski/tuotto-suhde kallistuu kuitenkin nähdäksemme selvästi positiiviselle puolelle. Toistamme 12,5 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) pienen kurssinousun jälkeen.

Osaketuoton ajurit 2024-2028e

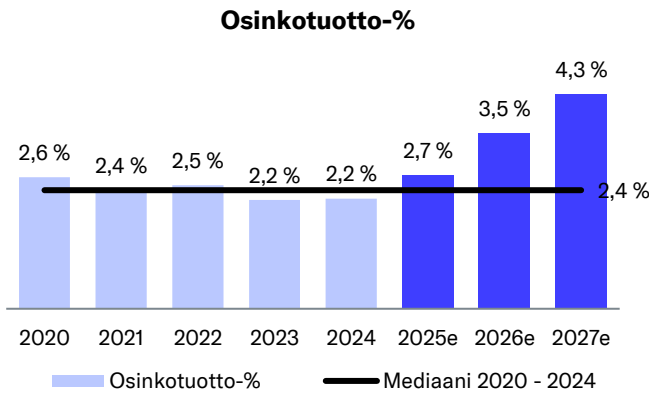
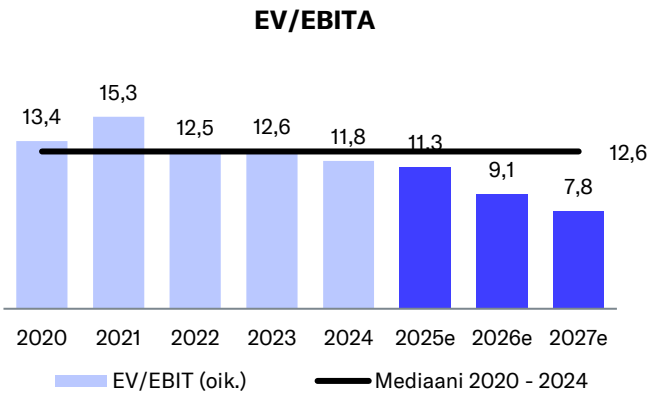
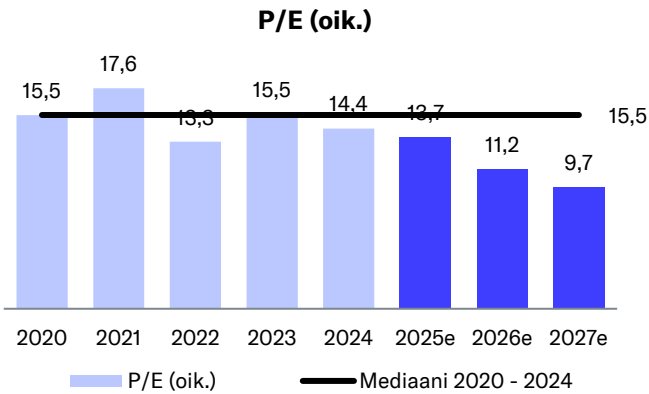
Positiivien Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,0	16,9	14,6	13,8	10,0	11,2	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	24,9	25,1	24,9	25,1	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Markkina-arvo	322	424	366	346	252	282	282	282	282
Yritysarvo (EV)	363	472	437	410	323	349	332	314	295
P/E (oik.)	15,5	17,6	13,3	15,5	14,4	13,7	11,2	9,7	8,9
P/E	18,9	21,1	20,0	20,8	24,3	18,3	14,2	11,7	10,3
P/B	3,7	4,3	3,4	3,0	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7
P/S	1,2	1,4	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,4	1,6	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,0	10,8	9,0	9,2	8,8	7,9	6,7	5,8	5,2
EV/EBIT (oik.)	13,4	15,3	12,5	12,6	11,8	11,3	9,1	7,8	7,0
Osinko/tulos (%)	49,5 %	50,1 %	49,7 %	45,2 %	53,4 %	49,0 %	50,0 %	50,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,4 %	2,5 %	2,2 %	2,2 %	2,7 %	3,5 %	4,3 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
AFRY	1746	2293	11,6	9,9	8,2	7,2	12,9	10,4	4,1	5,0	1,4
Sweco	5350	5818	18,1	16,6	14,0	13,0	22,3	20,0	2,3	2,6	4,5
Rejlers	340	395	12,7	10,9	7,7	6,9	13,2	11,3	3,3	3,9	1,8
Prevas	106	138	10,1	8,2	7,3	6,2	10,5	8,3	5,4	6,1	1,7
Alten	2776	2858	7,6	7,0	6,1	5,6	10,9	9,7	2,2	2,4	1,1
Bertrandt	225	409	18,7	5,9	5,8	3,5	26,2	4,8	3,4	7,9	0,6
Ework	197	205	9,5	8,1	8,1	7,0	12,4	10,2	6,0	7,2	6,1
Vincit	27	18	6,3	4,3	5,1	3,7	12,0	8,3	7,4	8,0	1,1
Staffline	48	64	5,0	4,6	3,7	3,4	9,7	7,9			
Sitowise	86	159	16,7	10,4	7,8	6,1	30,9	12,3	4,2	5,8	0,7
Solwers	22	45	13,8	11,1	6,6	5,8	13,1	10,0	1,8	2,1	0,5
Gofore	287	239	9,8	8,6	8,4	7,4	14,1	13,4	2,8	2,9	2,3
Tietoevry	1819	2481	9,0	8,8	8,2	7,4	10,1	9,3	8,5	8,6	1,6
Etteplan (Inderes)	282	349	11,3	9,1	7,9	6,7	13,7	11,2	2,7	3,5	2,2
Keskiarvo			11,5	8,8	7,5	6,4	15,2	10,4	4,3	5,2	1,9
Mediaani			10,1	8,6	7,7	6,2	12,9	10,0	3,7	5,4	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			12 %	6 %	2 %	8 %	6 %	12 %	-29 %	-35 %	49 %

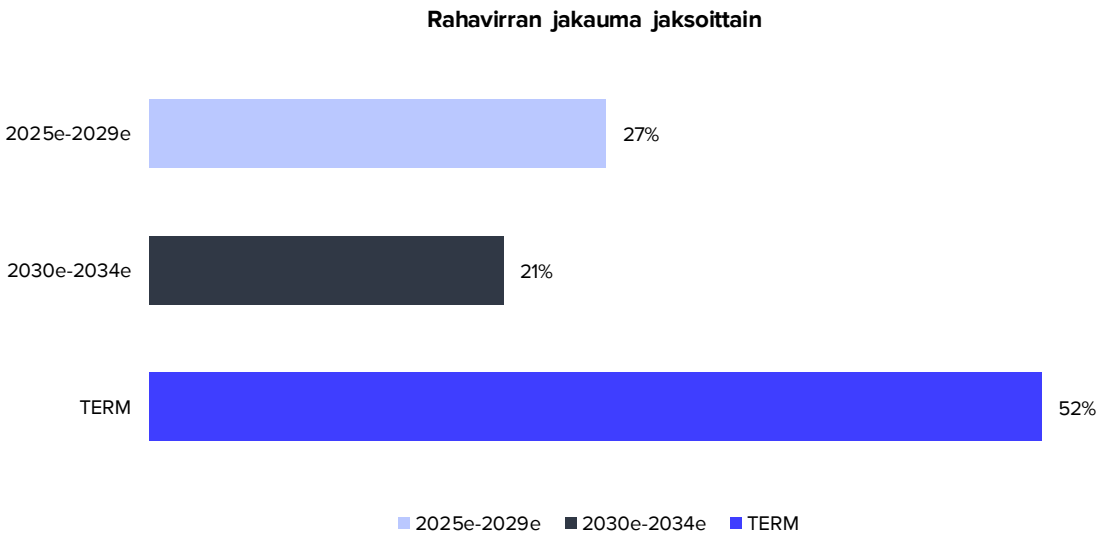
Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,3 %	4,1 %	3,9 %	5,3 %	5,0 %	4,0 %	3,8 %	3,6 %	3,5 %	3,3 %	2,2 %	2,2 %
Liikevoitto-%	5,1 %	6,4 %	7,5 %	8,3 %	8,6 %	8,5 %	8,5 %	8,3 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	18,4	24,2	29,4	34,1	37,0	38,2	39,6	40,1	40,0	41,3	42,2	
+ Kokonaispoistot	18,4	20,0	20,3	19,9	19,4	18,5	17,9	17,1	16,8	16,8	17,0	
- Maksetut verot	-3,2	-4,3	-5,6	-6,8	-7,7	-8,1	-8,6	-8,8	-8,7	-9,0	-9,2	
- verot rahoituskuluista	-1,2	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	
- Käyttöpääoman muutos	2,5	2,3	-1,0	-1,5	-1,5	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,1	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	35,0	41,2	42,3	45,1	46,8	47,0	48,0	47,2	46,8	47,9	49,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-31,6	-29,0	-14,3	-14,6	-15,0	-15,4	-15,8	-16,2	-16,6	-17,0	-17,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,9	12,2	28,0	30,5	31,8	31,6	32,2	31,0	30,2	30,9	32,1	
+/- 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	2,9	12,2	28,0	30,5	31,8	31,6	32,2	31,0	30,2	30,9	32,1	473
Diskontattu vapaa kassavirta		11,5	24,0	24,0	23,0	20,9	19,5	17,2	15,4	14,4	13,7	202
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		386	374	350	326	303	282	263	245	230	216	202
Velaton arvo DCF		386										
- Korolliset velat		-95,9										
+ Rahavarat		25,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		315										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,5										

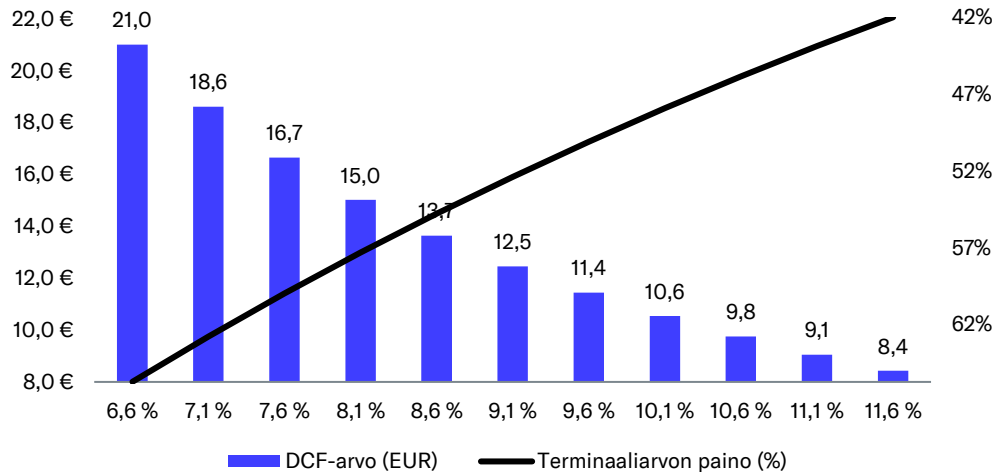
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,4 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

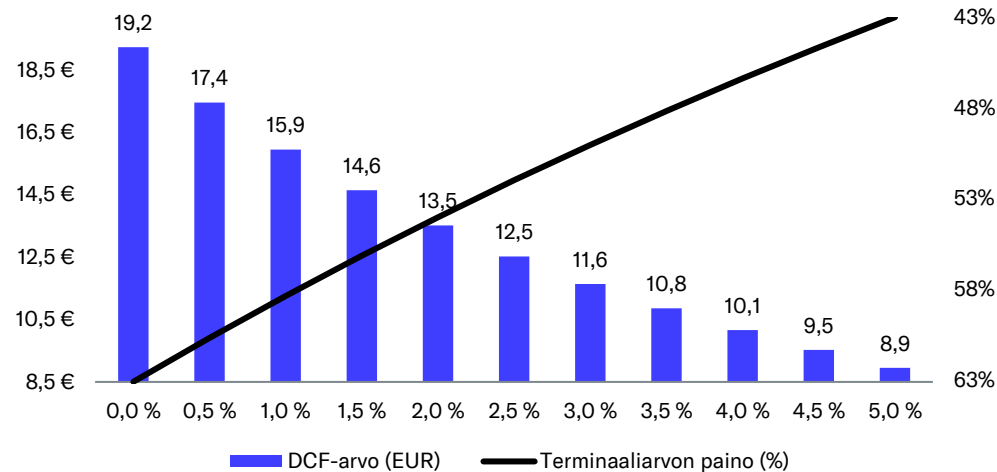


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

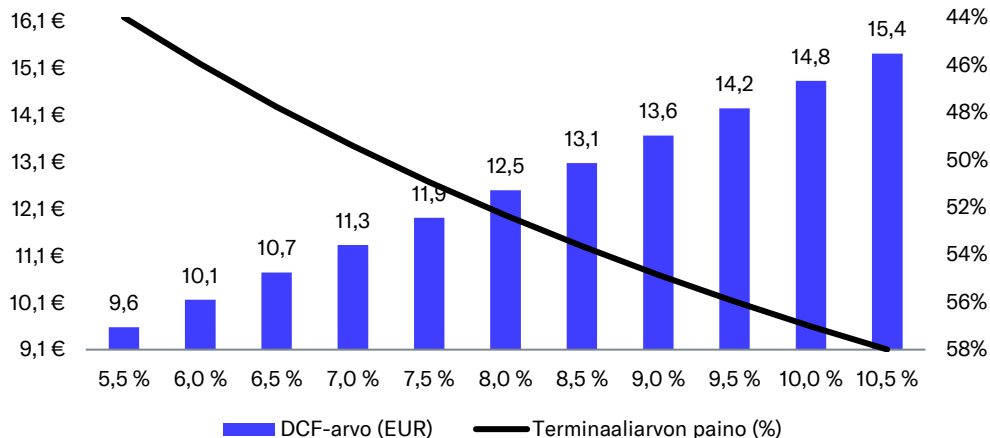
DCF-arvon herkkyyksille WACC-%:ssa



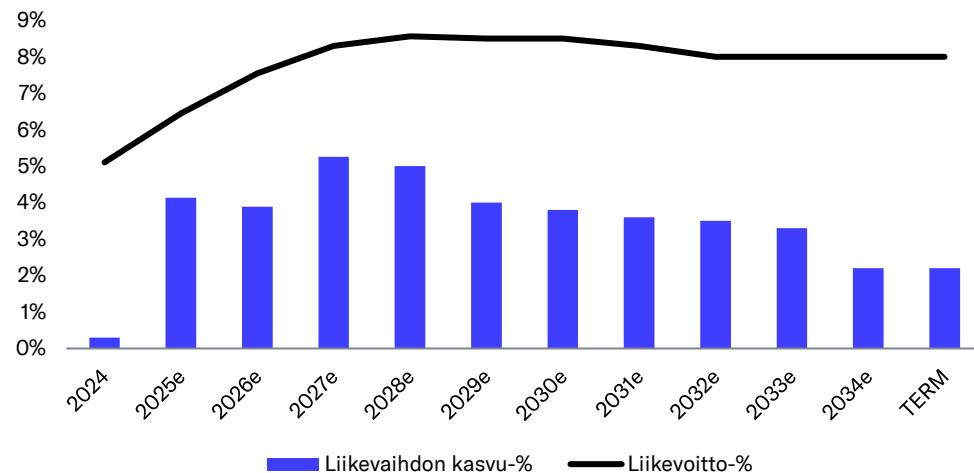
DCF-arvon herkkyyksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyyksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	350,2	360,0	361,0	376,0	390,6	EPS (raportoitu)	0,73	0,66	0,41	0,61	0,78
Käyttökate	48,6	44,4	36,8	44,2	49,8	EPS (oikaistu)	1,10	0,89	0,70	0,82	1,00
Liikevoitto	28,6	25,5	18,4	24,2	29,4	Operat. kassavirta / osake	1,16	1,58	1,38	1,63	1,67
Voitto ennen veroja	22,4	20,8	13,6	19,7	25,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,28	0,82	0,11	0,49	1,11
Nettovoitto	18,2	16,6	10,4	15,3	19,8	Omapääoma / osake	4,27	4,55	4,67	5,05	5,54
Kertaluontoiset erät	-6,3	-7,1	-9,0	-6,6	-6,8	Osinko / osake	0,36	0,30	0,22	0,30	0,39
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	281,1	284,6	297,8	308,5	307,1	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	3 %	0 %	4 %	4 %
Oma pääoma	106,3	114,1	117,8	127,6	139,8	Käyttökatteen kasvu-%	11 %	-9 %	-17 %	20 %	13 %
Liikearvo	105,4	109,7	117,4	124,4	124,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	-7 %	-16 %	13 %	18 %
Nettovelat	71,0	63,1	70,6	67,5	50,3	EPS oik. kasvu-%	14 %	-19 %	-22 %	17 %	22 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	13,9 %	12,3 %	10,2 %	11,8 %	12,7 %
Käyttökate	48,6	44,4	36,8	44,2	49,8	Oik. Liikevoitto-%	10,0 %	9,1 %	7,6 %	8,2 %	9,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-16,9	0,3	2,5	2,3	-1,0	Liikevoitto-%	8,2 %	7,1 %	5,1 %	6,4 %	7,5 %
Operatiivinen kassavirta	28,8	39,7	35,0	41,2	42,3	ROE-%	17,7 %	15,1 %	9,0 %	12,5 %	14,8 %
Investoinnit	-40,0	-19,8	-31,6	-29,0	-14,3	ROI-%	15,3 %	13,1 %	9,1 %	11,4 %	13,8 %
Vapaa kassavirta	-7,1	20,5	2,9	12,2	28,0	Omavaraisuusaste	38,2 %	40,9 %	40,5 %	42,3 %	46,6 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	66,8 %	55,3 %	60,0 %	52,9 %	35,9 %
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8						
EV/EBITDA	9,0	9,2	8,8	7,9	6,7						
EV/EBIT (oik.)	12,5	12,6	11,8	11,3	9,1						
P/E (oik.)	13,3	15,5	14,4	13,7	11,2						
P/B	3,4	3,0	2,1	2,2	2,0						
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,2 %	2,2 %	2,7 %	3,5 %						

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.10.2019	Lisää	9,40 €	8,60 €
1.11.2019	Lisää	9,80 €	9,34 €
14.1.2020	Vähennä	10,50 €	10,70 €
12.2.2020	Vähennä	10,50 €	10,95 €
26.3.2020	Vähennä	6,50 €	6,66 €
6.5.2020	Vähennä	7,80 €	8,04 €
12.8.2020	Lisää	9,50 €	8,94 €
30.10.2020	Vähennä	10,00 €	9,80 €
25.11.2020	Lisää	11,00 €	10,40 €
18.12.2020	Lisää	12,50 €	11,80 €
15.1.2021	Vähennä	15,00 €	15,75 €
12.2.2021	Vähennä	15,00 €	15,50 €
6.5.2021	Vähennä	16,80 €	16,90 €
12.8.2021	Vähennä	17,50 €	17,90 €
29.10.2021	Vähennä	17,00 €	16,80 €
23.11.2021	Vähennä	17,00 €	17,90 €
11.2.2022	Vähennä	17,00 €	16,95 €
30.3.2022	Lisää	17,00 €	15,75 €
6.5.2022	Lisää	17,00 €	16,10 €
11.8.2022	Vähennä	15,50 €	16,00 €
24.8.2022	Lisää	17,50 €	16,35 €
29.9.2022	Vähennä	13,00 €	12,40 €
1.11.2022	Vähennä	13,00 €	13,10 €
20.2.2023	Vähennä	14,00 €	14,95 €
15.5.2023	Vähennä	16,00 €	15,70 €
11.8.2023	Vähennä	15,00 €	16,20 €
19.9.2023	Vähennä	14,00 €	14,40 €
1.11.2023	Vähennä	13,50 €	13,85 €
22.1.2024	Vähennä	13,50 €	13,60 €
9.2.2024	Lisää	15,00 €	14,00 €
10.5.2024	Lisää	15,00 €	13,60 €
9.8.2024	Vähennä	13,00 €	12,55 €
29.8.2024	Lisää	13,00 €	11,95 €
16.10.2024	Osta	12,50 €	10,35 €
1.11.2024	Osta	12,50 €	10,55 €
13.2.2025	Osta	12,50 €	10,55 €
Analyytikko vaihtuu			
9.4.2025	Lisää	12,50 €	11,15 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**