

Orgaaninen kasvu kiihtyi

Suunnitteluyhtiö Etteplanin Q3-raportti oli kokonaisuutena pitkälti odotettu. Liikevaihto kasvoi odotuksiamme nopeammin, mutta toisaalta kannattavuus oli meille pettymys. Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia, eikä iso kuva ole mielestämme muuttunut. Pidämme arvostustasoa suhteellisen neutraalina sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Näin ollen toistamme tavoitehintamme 9,0 euroa. Laskemme kuitenkin suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) osakekurssin nousun syötyä valtaosan aikaisemmasta nousuvarasta.

Q3-tulos jäi hieman odotuksista, taustalla teknologiaprojekteja

Liikevaihto kasvoi Q3:lla reilut 12 % yhteensä 47,1 MEUR:oon (Q3'16: 42,0 MEUR). Vertailukelpoisilla valuuttakursseilla orgaanista kasvua tuli 11,3 %, mikä on erittäin hyvä taso suotuisasta markkinatilanteesta huolimatta. Odotimme liikevaihdon kasvun jäävän hieman alle 10 %:n tason. Operatiivinen liikevoitto nousi 3,4 MEUR:oon (Q3'16: 2,4 MEUR) ja oli 7,1 % liikevaihdosta (Q3'16: 5,8 %). Kertaeristä (-0,1 MEUR) oikaistua liikevoittoa kertyi 3,0 MEUR. Tätä voidaan pitää kohtuullisena kausiluontoisesti heikolle Q3:lle, mutta se jäi kuitenkin odotuksistamme (3,3 MEUR). Tähän suurin syy oli Sulautetut järjestelmät ja IoT-liiketoiminta-alue, jonka tulosta painoi tiettyjen projektien tuntiylitykset. Muuten tuloskehitys oli pääosin odotuksiemme mukaista.

Ohjeistus ennallaan, näkymissä ei yllätyksiä

Etteplan toisti odotetusti ohjeistuksensa, jonka mukaan koko vuoden 2017 liikevaihto ja liikevoitto kasvavat merkittävästi vuoteen 2016 verrattuna. Markkinanäkymät eivät sisältäneet yllätyksiä, vaan olivat pitkälti linjassa aikaisempien kommenttien kanssa: toimintaympäristö kehittyä tällä hetkellä hyvin kaikilla markkina-alueilla, vaikka eri asiakassektoreiden välillä on poikkeamia. Tiettyjä riskitekijöitä on edelleen, mutta loppuvuodelle näkymät ovat kuitenkin vähintään vakaat ja luottamus positiivisen kehityksen jatkoon on edelleen vahva. Näkyvyys ensi vuoden kehitykseen on edelleen heikko, mutta odotukset ovat varovaisen positiiviset. Emme ole tehneet merkittäviä ennustemuutoksia, mutta 2017 tulosen nusteet laskivat 2 % tulospettymyksen takia.

Voimakas kasvu jatkui Kiinassa

Strategisesti tärkeistä elementeistä Johdetettujen palvelumallien (Managed Services) osuus liikevaihdosta ei muuttunut Q3:lla oleellisesti. Alkuvuoden aikana taso on ollut 57 % ja yhtiön tavoitteena on nostaa taso yli 65 %:n vuoteen 2019 mennessä. Malli antaa yhtiölle paremman näkyvyyden ja joustavuuden omien resurssien käyttöön, ja samalla mahdollistaa lisäarvopohjaisen hinnoittelun. Kiinan markkina jatkoi avautumistaan ja yhtiön paikallisille markkinoille myymät tunnit kasvoivat Q3:lla 47 %. Vuosien kuluessa Kiinasta tulee vielä tärkeä muutenkin kuin offshoringin kannalta.

Osake on mielestämme tällä hetkellä lähes oikein hinnoiteltu

Osakkeen arvostustaso on tällä hetkellä mielestämme varsin korkea, mutta hyvin perusteltavissa viime vuosien vahvalla kehityksellä. Kuluvan vuoden P/E-luku on noin 18x ja EV/EBITDA noin 11x, kun historiallisesti kertoimet ovat olleet noin 14x ja 9x. Vuoden 2018 ennusteilla kertoimet (15x ja 9x) ovat mielestämme neutraaleja. Arvostus on tällä hetkellä pitkälti linjassa yhtiön verrokkiryhmän kanssa. Mielestämme osake olisi tavoitehinnallamme oikein hinnoiteltu, mutta nousuvara tähän jää kapeaksi.

Analyytikko

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



Suositus

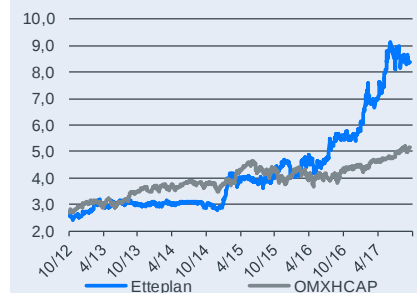
Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 9,00 EUR

Edellinen: 9,00



Lähde: Bloomberg

Ei-lisen päätös 8,76 EUR

12 kk vaihteluväli 5,28-9,49 EUR

Potentiaali 2,7 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	141	8,6	6,1 %	7,9	0,31	0,15	0,8	9,0	11,9	13,8	3,1 %
2016	184	10,1	5,5 %	9,4	0,33	0,16	0,9	10,1	14,2	14,0	2,9 %
2017e	215	16,0	7,4 %	15,2	0,48	0,24	1,1	10,6	13,9	17,4	2,7 %
2018e	235	19,3	8,2 %	18,5	0,58	0,29	0,9	9,0	11,5	15,1	3,3 %
2019e	251	19,6	7,8 %	19,1	0,60	0,30	0,9	8,3	11,0	14,6	3,4 %
Markkina-arvo, MEUR			215	OPO / osake 2017e, EUR			2,46	CAGR EPS, 2016-2019, %			23 %
Nettovelka 2017e, MEUR			16	P/B 2017e			3,6	CAGR kasvu, 2016-2019, %			11 %
Yritysarvo (EV), MEUR			231	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			26,2 %	ROE 2017e, %			20,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			136	Omavaraisuusaste 2017e, %			45,4 %	ROCE 2017e, %			18,8 %

Q3-tulos jäi hieman odotuksistamme

Kohtuullisen hyvä suoritus kausiluontoisesti heikolla jaksolla

Liikevaihto kasvoi Q3:lla reilut 12 % yhteensä 47,1 MEUR:oon (Q3'16: 42,0 MEUR). Vertailukelpoisilla valuuttakursseilla orgaanista kasvua tuli 11,3 %, mikä on erittäin hyvä taso suotuisasta markkinatilanteesta huolimatta. Odotimme liikevaihdon kasvun jäävän hieman alle 10 %:n tason. Operatiivinen liikevoitto nousi 3,4 MEUR:oon (Q3'16: 2,4 MEUR) ja oli 7,1 % liikevaihdosta (Q3'16: 5,8 %). Operatiivinen liikevoitto on vaihtoehtoinen tunnusluku, joka kuvaa yhtiön operatiivista tuloskehitystä. Siihen ei sisälly yritysjärjestelyihin liittyviä erä, kuten aineettomien hyödykkeiden poistoja ja lisäkauppahintojen uudelleenarvostuksia.

Kertaeristä (-0,1 MEUR) oikaistua liikevoittoa kertyi 3,0 MEUR. Tätä voidaan pitää kohtuullisena kausiluontoisesti (lomakausi) heikolle Q3:lle, mutta se jäi kuitenkin odotuksistamme (3,3 MEUR). Tähän suurin syy oli Sulautetut järjestelmät ja IoT-liiketoiminta-alue, jonka tulosta painoi tiettyjen projektien tuntiylitykset. Nämä vaikuttivat jo Q2-tulokseen ja heijastuvat hieman myös Q4:llä, mutta valtaosan tulosvaikutuksista pitäisi olla jo ohi. Muuten tuloskehitys oli pääosin odotuksiemme mukaista ja yhtiö paransi selvästi vertailukaudesta. Laimentamaton osakekohtainen tulos oli Q3:lla 0,08 euroa (Q3'16: 0,05 euroa), mutta poikkeuksellisista eristä oikaistu EPS oli 0,09 euroa. Tämä oli myös ennusteamme.

Rahavirta parantunut selvästi alkuvuonna

Liiketoiminnan rahavirta oli Q3:lle tyypillisesti negatiivinen (-1,2 MEUR), mutta parani kuitenkin merkittävästi vertailukaudesta (Q3'16: -3,6 MEUR). Kolmella vuoden ensimmäisellä neljänneksellä rahavirta on ollut 6,1 MEUR (Q1-Q3'16: -4,2 MEUR), mitä voidaan pitää hyvänä. Yhtiön omavaraisuusaste oli syyskuun lopussa 40,7 % (Q3'16: 39,7 %).

Strategisesti tärkeissä elementeissä maltillista kehitystä

Strategisesti tärkeistä elementeistä Johdetettujen palvelumallien (Managed Services) osuus liikevaihdosta ei muuttunut Q3:lla oleellisesti. Alkuvuoden aikana taso on ollut 57 % ja yhtiön tavoitteena on nostaa taso yli 65 %:n vuoteen 2019 mennessä. Malli antaa yhtiölle paremman näkyvyyden ja joustavuuden omien resurssien käyttöön, ja samalla mahdollistaa lisäarvopohjaisen hinnoittelun. Johdetettujen palvelumallien osuuden kasvu parantaa myös yhtiön kannattavuutta.

Kiinan markkina jatkoi avautumistaan ja yhtiön paikallisille markkinoille myymät tunnit kasvoivat Q3:lla 47 %. Yhtiön mukaan suunnittelupalvelujen kysyntä on laajenemassa Kiinassa toimivista länsimaisista yrityksistä myös kiinalaisiin yrityksiin, ja Etteplan käy keskusteluita merkittävien kiinalaisten yhtiöiden kanssa mahdollisen yhteistyön aloittamisesta. Vuosien kuluessa Kiinasta tulee vielä konsernitasolla tärkeä muutenkin kuin offshoring-mahdollisuutena.

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	42,0	47,1	46,1				214,5
Käyttökate	3,2	4,2	4,5				21,1
Liikevoitto (oikaistu)	2,2	3,0	3,3				16,7
EPS (oikaistu)	0,07	0,09	0,09				0,50
Liikevaihdon kasvu-%	31,7 %	12,3 %	9,7 %				16,6 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	5,2 %	6,4 %	7,1 %				7,8 %
Lähde: Inderes							

Ei merkittäviä ennustemuutoksia

Näkymissä ei oleellisia muutoksia

Etteplan toisti odotetusti ohjeistuksensa, jonka mukaan koko vuoden 2017 liikevaihto ja liikevoitto kasvavat merkittävästi vuoteen 2016 verrattuna. Myöskään markkinanäkymät eivät sisältäneet yllätyksiä, vaan olivat pitkälti linjassa aikaisempien kommenttien kanssa: toimintaympäristö kehittyy tällä hetkellä hyvin kaikilla markkina-alueilla, vaikka eri asiakassektoreiden välillä on poikkeamia. Yhtiö itse kertoi, että epävarmuus väheni, mutta vaikeasti ennakoitavat muutokset Etteplanin päämarkkinoilla ja eri asiakasteollisuuksissa jatkuivat kuitenkin edelleen. Tiettyjä riskitekijöitä on edelleen, mutta loppuvuodelle näkymät ovat kuitenkin vähintään vakaat ja luottamus positiivisen kehityksen jatkoon on edelleen vahva. Näkyvyyden ensi vuoden kehitykseen on edelleen heikko, mutta odotukset ovat varovaisen positiiviset.

Vain pientä viilausta ennusteissa

Emme ole tehneet merkittäviä ennustemuutoksia, mutta 2017 tulosennusteet laskivat noin 2 % tulospettymyksen takia. Lähivuosien ennusteissa olemme nostaneet aavistuksen Suunnittelupalveluiden kasvuodotuksiamme hyvän orgaanisen kasvun ja rohkaisevien markkinanäkymien takia, mutta kokonaisuutta maltilliset muutokset eivät heiluttaneet. Ennustemuutokset ovat näkyvissä seuraavalla sivulla. Odotamme edelleen Etteplanilta voimakasta tuloskasvua lähivuosina.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	213	215	1 %	232	235	1 %	248	251	1 %
Käyttökate	21,4	21,1	-1 %	24,5	24,5	0 %	25,4	25,7	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,9	16,7	-1 %	19,2	19,3	0 %	19,4	19,6	1 %
Liikevoitto	16,3	16,0	-2 %	19,2	19,3	0 %	19,4	19,6	1 %
Tulos ennen veroja	15,5	15,2	-2 %	18,4	18,5	0 %	18,9	19,1	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,51	0,50	-1 %	0,58	0,58	0 %	0,59	0,60	1 %
Osakekohtainen osinko	0,24	0,24	-2 %	0,29	0,29	0 %	0,30	0,30	1 %

Lähde: Inderes

Arvostus on haastava, mutta perusteltu

Osakkeen arvostustaso on tällä hetkellä mielestämme varsin korkea, mutta hyvin perusteltavissa viime vuosien vahvalla kehityksellä. Kuluvaan vuoden P/E-luku on noin 18x ja EV/EBITDA noin 11x, kun historiallisesti kertoimet ovat olleet noin 14x ja 9x. Vuoden 2018 ennusteilla kertoimet (15x ja 9x) ovat mielestämme neutraaleja. Arvostus on tällä hetkellä pitkälti linjassa yhtiön verrokkiryhmän kanssa. Lähivuosien kertoimien perusteella Etteplan olisi tällä hetkellä noin 4 % aliarvostettu suhteessa verrokkeihin.

Mielestämme osake olisi tavoitehinnallamme 9,0 euroa oikein hinnoiteltu, mutta nousuvara tähän jää kapeaksi. Tämän takia olemme laskeneet suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Nousuvaraa osakkeelle tulevaisuudessa tarjoaa tulokasvun realisoituminen tai toisaalta markkinakehitykseen liittyvien riskien mahdollinen pienentyminen.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Etteplan	8,76	219	251	15,7	13,4	11,8	10,5	17,8	15,5	2,6	3,1	3,6
ÅF	174,40	1379	1361	12,9	11,0	11,6	9,9	18,1	15,8	2,7	3,0	2,8
Semcon	52,00	98	85	8,2	6,7	7,2	6,0	11,9	9,9	4,4	4,6	1,7
Prevas	16,20	17	23	11,9	10,2	7,5	6,6	14,1	11,9			
Sweco	189,40	2407	2616	16,9	15,4	13,9	12,8	19,9	18,2	2,6	2,9	3,8
Rejlers	61,00	107	117	16,6	10,4	13,8	7,2	16,6	13,4	0,8	3,0	1,5
Pöyry	4,99	309	347	19,0	16,2	16,2	13,2	31,2	20,5	0,3	0,9	2,8
Alten	74,42	2515	2516	13,8	12,2	12,9	11,4	18,8	16,8	1,4	1,4	3,0
Bertrandt	81,37	840	944	15,2	13,3	9,8	8,8	19,1	17,0	2,9	2,7	2,3
Staffline	1139,0	357	391	8,8	8,7	7,9	7,7	10,0	9,7	2,4	2,6	3,0
Ework Group	100,0	175	179	15,9	12,0	15,8	11,7	20,2	15,4	4,6	5,6	11,2
Etteplan (Inderes)	8,76	215	231	13,9	11,5	10,6	9,0	17,4	15,1	2,7	3,3	3,6
Keskisarvo				14,1	11,8	11,7	9,6	18,0	14,9	2,5	3,0	3,6
Mediaani				15,2	12,0	11,8	9,9	18,1	15,5	2,6	2,9	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				-8 %	-4 %	-10 %	-9 %	-4 %	-2 %	5 %	12 %	22 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

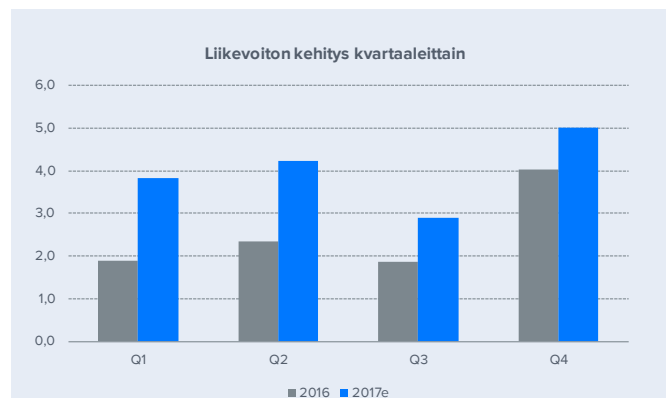
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	141,1	38,6	50,2	42,0	53,1	183,9	54,8	54,3	47,1	58,3	214,5	234,6	251,0
<i>Konsemi</i>	<i>141,1</i>	<i>38,6</i>	<i>50,2</i>	<i>42,0</i>	<i>53,1</i>	<i>183,9</i>	<i>54,8</i>	<i>54,3</i>	<i>47,1</i>	<i>58,3</i>	<i>214,5</i>	<i>234,6</i>	<i>251,0</i>
Käyttökate	11,7	2,8	3,7	3,2	5,2	14,9	5,2	5,5	4,2	6,2	21,1	24,5	25,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,1	-0,9	-1,3	-1,3	-1,2	-4,8	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-5,2	-5,3	-6,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,6	2,1	3,3	2,2	4,2	11,8	4,2	4,4	3,0	5,0	16,7	19,3	19,6
Liikevoitto	8,6	1,9	2,4	1,9	4,0	10,1	3,8	4,2	2,9	5,0	16,0	19,3	19,6
<i>Konsemi</i>	<i>9,6</i>	<i>2,1</i>	<i>3,3</i>	<i>2,2</i>	<i>4,2</i>	<i>11,8</i>	<i>3,8</i>	<i>4,2</i>	<i>2,9</i>	<i>5,0</i>	<i>16,0</i>	<i>19,3</i>	<i>19,6</i>
<i>Kertaluontoiset erät</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,8	-0,5
Tulos ennen veroja	7,9	1,8	2,1	1,8	3,8	9,4	3,6	4,1	2,7	4,8	15,2	18,5	19,1
Verot	-1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,9	-1,8	-0,7	-0,9	-0,7	-1,0	-3,4	-4,1	-4,2
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	6,1	1,5	1,7	1,4	2,9	7,4	2,9	3,1	2,1	3,7	11,7	14,2	14,7
EPS (oikaistu)	0,36	0,08	0,12	0,07	0,14	0,40	0,13	0,13	0,09	0,15	0,50	0,58	0,60
EPS (raportoitu)	0,30	0,07	0,07	0,06	0,13	0,30	0,12	0,13	0,08	0,15	0,48	0,58	0,60

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	7,0 %	11,4 %	46,6 %	31,7 %	31,6 %	30,3 %	42,0 %	8,2 %	12,3 %	9,7 %	16,6 %	9,3 %	7,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	36,0 %	-3,6 %	34,0 %	13,2 %	40,1 %	23,3 %	102,5 %	31,8 %	38,5 %	18,8 %	40,8 %	15,7 %	1,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	8,3 %	7,3 %	7,3 %	7,6 %	9,9 %	8,1 %	9,4 %	10,2 %	8,9 %	10,7 %	9,9 %	10,5 %	10,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,8 %	5,4 %	6,7 %	5,2 %	8,0 %	6,4 %	7,7 %	8,1 %	6,4 %	8,6 %	7,8 %	8,2 %	7,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	4,3 %	3,8 %	3,4 %	3,3 %	5,4 %	4,0 %	5,2 %	5,7 %	4,4 %	6,3 %	5,4 %	6,0 %	5,9 %

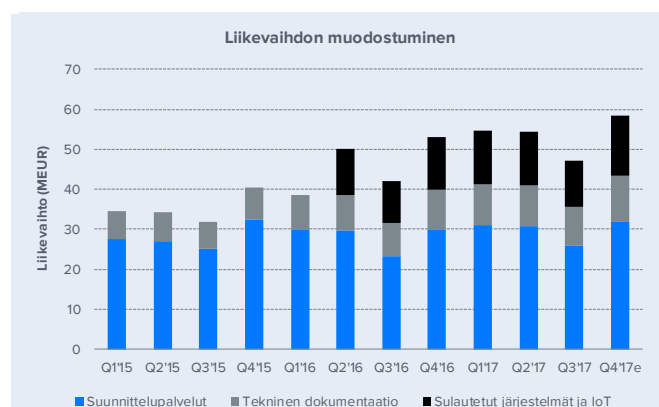
Lähde: Inderes



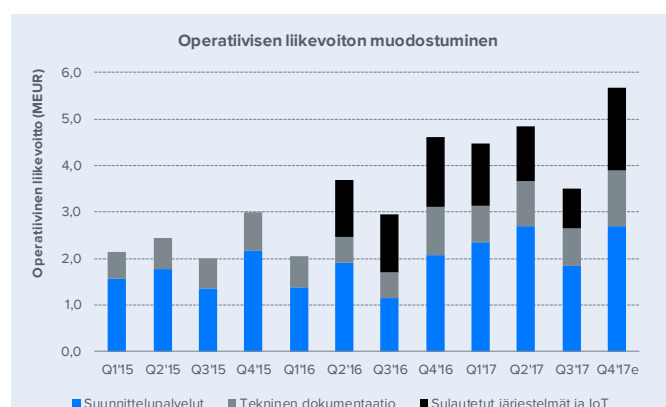
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

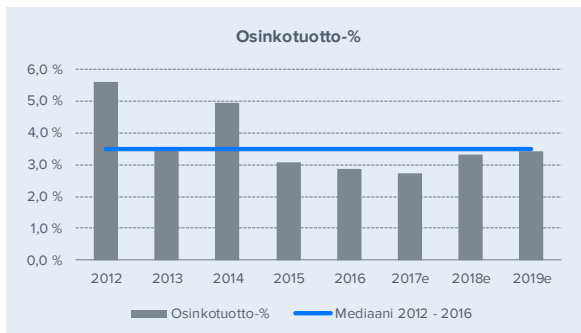
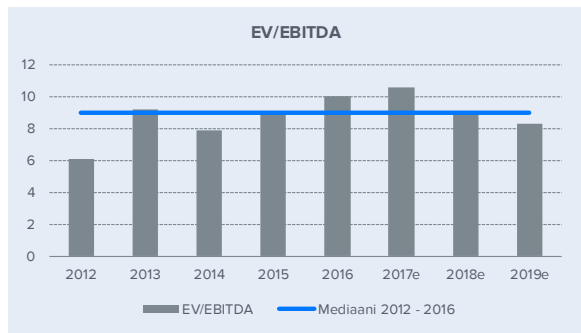
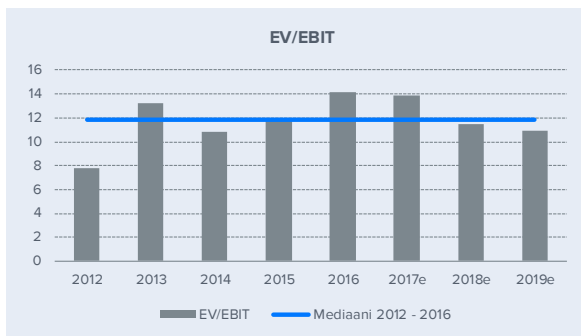
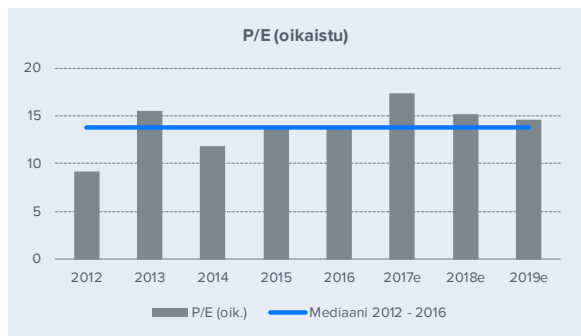


Lähde: Inderes

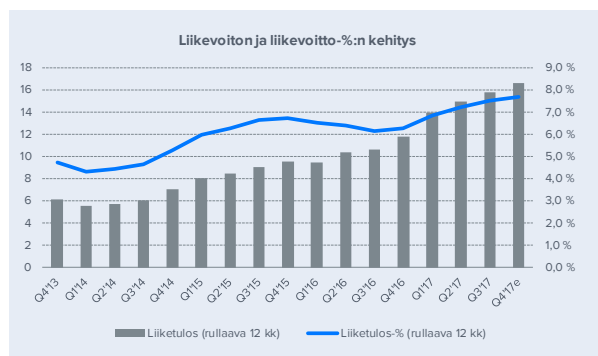
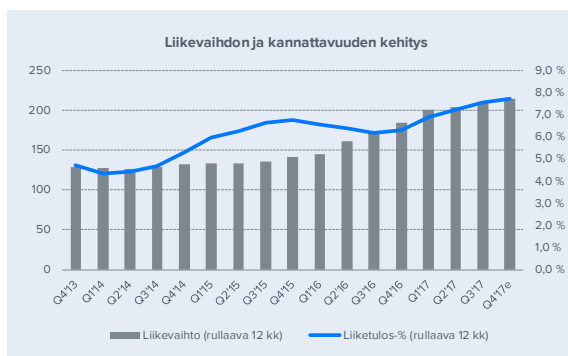
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,68	3,14	3,04	4,90	5,58	8,76	8,76	8,76
Markkina-arvo	53	63	60	100	137	215	215	215
Yritysarvo (EV)	68	81	77	114	167	231	221	214
P/E (oik.)	9,2	15,5	11,8	13,8	14,0	17,4	15,1	14,6
P/E	9,2	14,8	10,2	16,0	17,1	18,4	15,1	14,6
P/Kassavirta	14,9	73,0	10,2	37,4	-5,5	11,7	12,9	14,9
P/B	2,1	2,5	2,1	2,9	2,6	3,6	3,1	2,8
P/S	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,6	0,8	0,9	1,1	0,9	0,9
EV/EBITDA	6,1	9,2	7,9	9,0	10,1	10,6	9,0	8,3
EV/EBIT	7,8	13,2	10,8	11,9	14,2	13,9	11,5	11,0
Osinko/tulos (%)	51,3 %	51,7 %	50,3 %	49,8 %	53,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	3,5 %	4,9 %	3,1 %	2,9 %	2,7 %	3,3 %	3,4 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

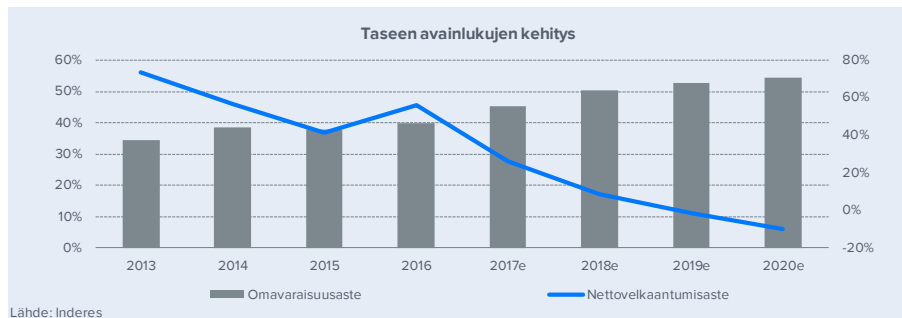


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	47	55	80	78	76
Liikearvo	39	43	58	58	58
Aineettomat oikeudet	6	9	18	15	13
Käyttöomaisuus	2	2	3	3	4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	28	37	54	58	64
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	26	28	49	51	56
Likvidit varat	3	9	5	6	7
Taseen loppusumma	75	93	134	136	140

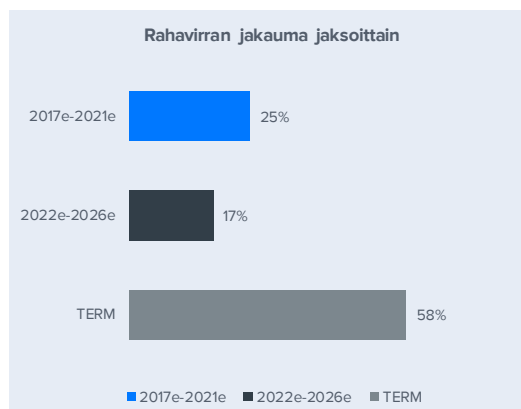
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	29	35	53	60	69
Osakepääoma	5	5	5	5	5
Kertyneet voittovarot	17	20	25	32	41
Omat osakkeet	-1	-1	-2	-2	-2
Uudelleenarvostusrahasto	7	7	7	7	7
Muu oma pääoma	1	4	19	19	19
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	10	10	28	21	15
Laskennalliset verovelat	1	2	3	3	3
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	9	8	24	17	11
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	36	48	54	55	56
Lainat rahoituslaitoksilta	10	15	10	6	2
Lyhytaikaiset korottomat velat	27	33	43	49	54
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	75	93	134	136	140



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	10,1	16,0	19,3	19,6	21,3	22,4	22,4	22,6	23,3	24,2	25,0	
+ Kokonaispoistot	4,8	5,2	5,3	6,1	6,0	6,4	6,7	7,0	7,2	7,5	7,7	
- Maksetut verot	-0,5	-3,4	-4,1	-4,2	-4,6	-4,9	-4,9	-4,9	-5,1	-5,3	-5,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-10,4	3,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,9	21,3	20,1	21,2	22,5	23,7	24,0	24,5	25,3	26,2	27,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-29,5	-3,0	-3,4	-6,8	-7,1	-7,3	-7,5	-7,7	-8,0	-8,2	-8,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-25,1	18,3	16,7	14,4	15,4	16,4	16,6	16,8	17,4	18,0	18,6	
+/- 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	-25,1	18,3	16,7	14,4	15,4	16,4	16,6	16,8	17,4	18,0	18,6	342,7
Diskontattu vapaa kassavirta		18,0	15,1	12,0	11,7	11,5	10,6	9,9	9,4	8,9	8,5	156,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	272,2	254,1	239,0	227,1	215,3	203,9	193,2	183,3	173,9	165,0	156,5	
Velaton arvo DCF	272,2											
- Korolliset velat		-34,3										
+ Rahavarat		4,8										
- Vähemmistöosuus		-0,6										
- Osinko/pääomapalautus		-3,9										
Oman pääoman arvo DCF	238,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	9,70											

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	131,9	141,1	183,9	214,5	234,6
EBITDA	10,5	11,7	14,9	21,1	24,5
EBITDA-marginaali (%)	7,9	8,3	8,1	9,9	10,5
EBIT	7,9	8,6	10,1	16,0	19,3
Voitto ennen veroja	7,2	7,9	9,4	15,2	18,5
Nettovoitto	5,9	6,1	7,4	11,7	14,2
Kertaluontoiset erät	0,8	-1,0	-1,7	-0,7	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	75,5	92,5	134,5	136,2	139,7
Oma pääoma	28,8	34,6	52,8	60,5	68,9
Liikearvo	38,6	42,7	58,1	58,1	58,1
Korolliset velat	18,8	23,2	34,3	22,3	12,9

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	10,5	11,7	14,9	21,1	24,5
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	3,4	-10,4	3,7	-0,2
Operatiivinen kassavirta	10,2	13,8	3,9	21,3	20,1
Vapaa kassavirta	5,9	2,7	-25,1	18,3	16,7

Yhtiökuvaus
Etteplan on teollisten laitteistojen suunnitteluun ja teknisen tuoteinformaation ratkaisuihin ja palveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Etteplanin suunnitteluosaaminen ja palvelutuotteet kattavat asiakkaan tuotteiden elinkaaren kaikki vaiheet. Yhtiön asiakkaat ovat globaaleja yrityksiä, jotka toimivat esimerkiksi ajoneuvo-, lentokone- ja puolustusvälineiteollisuudessa, sähköntuotannossa ja voimansiirroissa sekä materiaalinkäsittelyssä.
Etteplanilla on laaja osaaminen elektroniikan ja sulautettujen järjestelmien kehittämisessä,

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,30	0,31	0,33	0,48	0,58
EPS oikaistu	0,26	0,36	0,40	0,50	0,58
Operat. kassavirta per osake	0,52	0,69	0,17	0,87	0,82
Tasearvo per osake	1,45	1,73	2,30	2,46	2,80
Osinko per osake	0,15	0,15	0,16	0,24	0,29
Voitonjako, %	50	50	53	50	50
Osinkotuotto, %	4,9	3,1	2,9	2,7	3,3

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	10,2	16,3	18,5	18,4	15,1
P/B	2,1	2,9	2,6	3,6	3,1
P/Liikevaihto	0,5	0,7	0,7	1,0	0,9
P/CF	5,9	7,2	35,4	10,1	10,7
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,9	1,1	0,9
EV/EBITDA	7,3	9,8	11,2	10,9	9,0
EV/EBIT	9,7	13,3	16,5	14,5	11,5

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.10.2015	Lisää	5,00 €	4,50 €
12.2.2016	Osta	5,00 €	4,31 €
16.3.2016	Lisää	5,40 €	4,78 €
29.4.2016	Lisää	5,40 €	4,76 €
11.8.2016	Lisää	5,80 €	5,33 €
27.9.2016	Lisää	6,00 €	5,57 €
28.10.2016	Lisää	5,80 €	5,45 €
11.1.2017	Vähennä	5,80 €	5,85 €
10.2.2017	Lisää	6,80 €	6,45 €
7.3.2017	Vähennä	7,50 €	7,58 €
10.4.2017	Lisää	7,50 €	6,66 €
4.5.2017	Lisää	8,00 €	7,62 €
26.7.2017	Vähennä	8,50 €	8,79 €
11.8.2017	Vähennä	9,00 €	8,90 €
26.9.2017	Lisää	9,00 €	8,29 €
26.10.2017	Vähennä	9,00 €	8,76 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>