

Etteplan

Yhtiöraportti

09/2016

**inde
res.**

IoT kasvattaa potentiaalia

Etteplan on edelläkävijä teollisten laitteistojen suunnittelualalla ja Managed Services, Kiinan hyvin toimiva offshoring sekä vahvat asiakkuudet antavat yhtiölle selkeän kilpailuedun. Viime vuosien kehitys on ollut vakuuttavaa ja yhtiö on luonut omistaja-arvoa myös yritysostoilla. Arvostustaso on edelleen kohtuullinen, joten nostamme tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 5,8 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen.

Viime vuosien kehitys ollut vakuuttavaa, IoT kasvattaa potentiaalia

Etteplan viime vuosien kehitys on ollut vakuuttavaa, sillä yhtiö on pystynyt vahvaan kannattavaan kasvuun yleisesti heikosta markkinatilanteesta huolimatta. Ensi vuonna yhtiö tulee arviomme mukaan ylittämään 200 MEUR:n liikevaihdon (2014: 132 MEUR) ja yli 16 MEUR:n operatiivisen liikevoiton (2014: 7,5 MEUR). Yhtiö osti keväällä Espotelin ja Soikean, minkä myötä se laajensi liiketoimintaansa IoT-alueelle. Sulautetut järjestelmät ja IoT on Etteplanin kolmas palvelualue Suunnittelupalveluiden ja Teknisen dokumentoinnin lisäksi. Q2:lla alueen liikevaihto oli 11,7 MEUR ja operatiivinen liikevoitto 1,2 MEUR (marginaali 10,5 %), joten debyytti oli vakuuttava. Myös näkymät ovat hyvät, ja uskomme palvelualueen pystyvän voimakkaaseen kannattavaan kasvuun.

Strategia on todistanut toimintansa

Strategiassaan Etteplan on keskittynyt kasvattamaan korkeamman lisäarvon Managed Services-palveluita, joiden osuus liikevaihdosta nousi Q2:lla yli tavoitellun 50 %:n. Positiivinen kehitys on heijastunut henkilöstön käyttöasteisiin sekä kannattavuuteen. Pidämme yhtiötä toimialan edelläkävijänä ja näemme MS-mallin huomattavasti perinteistä parempana. MS-palveluiden lisäksi laskemme Etteplanin kriittisiin kilpailuetuihin hyvin toimivan Kiinan offshoring-palvelun. Etteplan aloitti toiminnan Kiinassa 2004, tuntee tavat ja on hionut prosessinsa kuntoon. Lähivuosina Kiinan sisämarkkinoiden voidaan odottaa avautuvan, mikä antaa yhtiölle uuden kasvumahdollisuuden. Lisäksi yhtiö pyrkii Keski-Euroopan markkinoille, joiden näkymät ovat erittäin houkuttelevat. Nyt toimintaa on jo Alankomaissa, Puolassa ja hieman Saksassa. Strategiaan kuuluu oleellisena osana myös yritysostot, jotka ovat tärkeitä konsolidoituvalla toimialalla. Alalla on tiettyä suuruuden ekonomiaa, minkä takia suuret yhtiöt ovat kannattavampia ja kasvavat nopeammin kuin pienet.

Arvostustaso edelleen kohtuullinen, nousuvara tulokasvusta

Etteplanin arvostustaso on vielä voimakkaan kurssinousunkin jälkeen mielestämme kohtuullinen. Tuoreet yritysostot näkyvät kokonaisuudessaan ensi vuoden ennusteissa, joilla P/E on noin 14x, EV/EBITDA noin 8x ja osinkotuotto 3,6 %. Yhtiö on myös edelleen hieman (5-10 %) aliarvostettu suhteessa verrokkiryhmäänsä, mitä emme pidä perusteltuna koska Etteplanin liiketoimintamalli, tulokasvupotentiaali sekä kilpailuetu ovat mielestämme keskimääräistä parempia. Lisäksi näemme yhtiöllä hyvät mahdollisuudet luoda omistaja-arvoa yritysostoilla voimakkaasti konsolidoituvalla toimialalla. Emme kuitenkaan näe kertoimissa enää oleellista nousuvaraa, vaan jatkossa potentiaali tulee tulokasvun kautta. Tässä mielessä suurin aliarvostus on jo purkautunut.

Analyytikko

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

6,0 EUR

Edellinen: 5,8 EUR



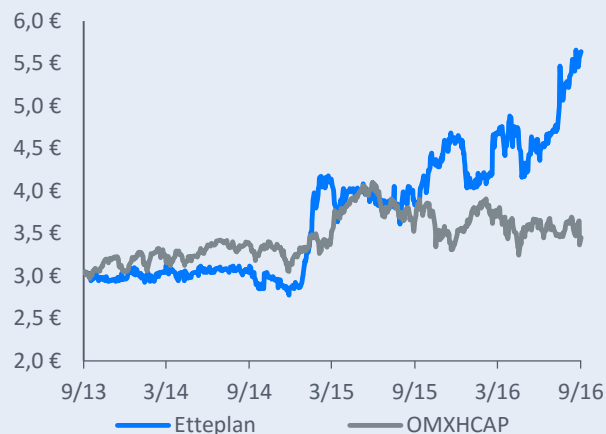
Osakekurssi: 5,57 EUR

Potentiaali: +7,7 %

Avainluvut

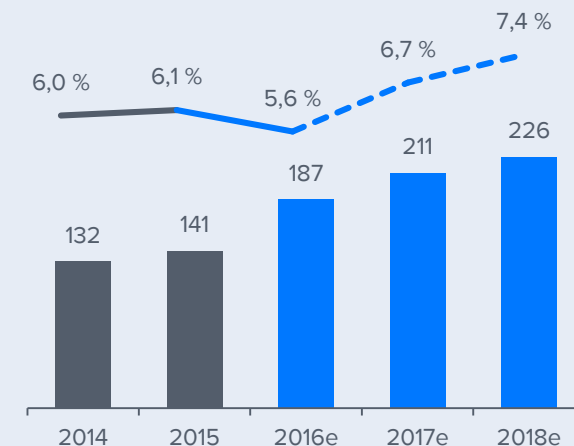
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	141	187	211
<i>kasvu-%</i>	7,0 %	32,8 %	12,7 %
Liikevoitto (oik.)	9,6	11,6	14,2
<i>liikevoitto-%</i>	6,8 %	6,2 %	6,7 %
Tulos ennen veroja	7,9	9,5	13,2
EPS (oik.)	0,36	0,38	0,41
Osinko	0,15	0,15	0,21
EV/Liikevaihto	0,8x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA	8,9x	9,9x	7,6x
EV/EBIT	11,8x	14,3x	10,5x
P/E (oik.)	13,7x	14,9x	13,7x
P/B	2,8x	2,6x	2,3x
Osinko-%	3,1 %	2,7 %	3,6 %

Kurssikehitys



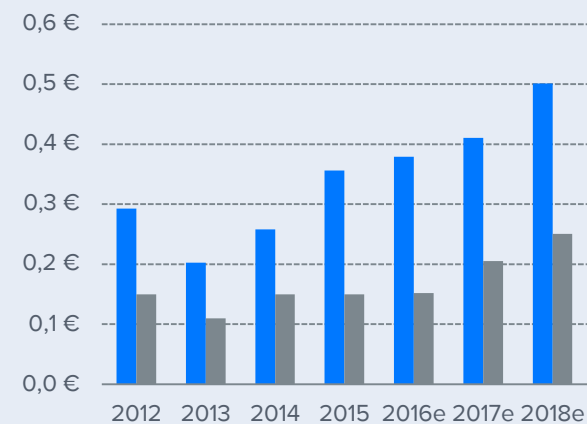
Lähde: Bloomberg

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

P/E (oik.)

14x

2017e

EV/EBITDA

8x

2017e

EV/S

0,7x

2017e

Osinko-%

3,6

2017e



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu
- Kannattavuuden nousu
- Keski-Euroopan laajentuminen
- Kiinan markkinoiden avautuminen
- Yritysostot
- IoT-osaamisen hyödyntäminen ja ristiinmyyntipotentiaali



Riskitekijät

- Asiakkaiden syklisyyteen liittyvät kysynnän vaihtelut
- Kilpailun mahdollinen kiristyminen
- Yritysostojen integraation epäonnistuminen
- Väliinputoajaksi jääminen toimialalla



Arvostus

- Arvostuskertoimet kohtuulliset suhteessa kasvunäkymiin
- Osake edelleen hieman aliarvostettu suhteessa verrokkeihin
- Vahva operatiivinen kassavirta
- Vakaa osinkotuotto

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-10
Liiketoimintamalli	s. 11-12
Etteplanin palvelualueet	s. 13-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 17-19
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 20-23
Kiina - sisämarkkinat ja offshoring	s. 24-25
Taloudellinen tilanne	s. 26-27
Ennusteet	s. 28-30
Arvonmääritys ja suositus	s. 31-33
Taulukot	s. 34-36
Vastuuvapauslauseke	s. 37

Yhtiöesittely

Merkittävä pohjoismainen laitesuunnittelun ja tekninen dokumentoinnin asiantuntija

Etteplan on teollisten koneiden suunnitteluun, sulautettuihin järjestelmiin ja IoT:n ratkaisuihin sekä ja teknisen dokumentoinnin palveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Etteplanin suunnitteluosaaminen ja palvelutuotteet kattavat asiakkaan tuotteen elinkaaren kaikki vaiheet.

Etteplan on Suomen suurin kone- ja laitesuunnitteluun erikoistunut yritys ja suurimpien joukossa Ruotsissa. Lisäksi yritys on Euroopan suurimpiin kuuluva teknisen dokumentoinnin ratkaisuihin erikoistunut yritys. Kiinassa yritys on suurin pohjoismaisista suunnittelupalveluja tarjoavista yrityksistä, mutta merkittävämpi Kiinan rooli on strategian ja kilpailukyvyn kannalta (offshoring-mahdollisuus).

Yhtiöllä on toimialalle edistysellinen liiketoimintamalli, jonka ytimessä on korkeamman lisäarvon Managed Services-liiketoimintamalli. Tällä hetkellä hieman yli puolet yhtiön liikevaihdosta tulee Managed Services-palveluista. Kannattavuus on parantunut koko ajan erityisesti Managed Services-strategian edistyessä ja yhdessä Kiinan kanssa nämä tekijät muodostavat yhtiölle merkittävän kilpailuedun.

Yhtiöllä on lähes 2 500 asiantuntijaa Suomessa, Ruotsissa, Alankomaissa, Kiinassa, Saksassa, Puolassa ja Yhdysvalloissa. Yhtiöllä on 33 toimipaikkaa Suomessa, 12 Ruotsissa, kaksi Alankomaissa, kolme Kiinassa, kaksi Saksassa ja yhdet toimipisteet sekä Puolassa että USA:ssa. Lisäksi yhtiöllä on edustusto Venäjällä.

Liiketoimintarakenne

Etteplanin liiketoiminta jakautuu nykyisin kolmeen palvelualueeseen:

1. Suunnittelupalvelut (noin 59 % liikevaihdosta), joilla tarkoitetaan asiakkaan koneen tai laitteen teknisten ominaisuuksien innovointia, suunnittelua ja laskentaa tuotekehitystarpeisiin sekä tuotteen valmistusta varten. Toimeksiannot ovat tyypillisesti uuden tuotteen tuotekehitystä tai toimitussuunnittelua, jossa tuote räätälöidään loppuasiakkaan vaatimusten ja markkina-alueen lainsäädännön mukaiseksi, Normaalityöntekijä tuotekehityksen ja toimitussuunnittelun jakauma on nykyisellä kokoonpanolla noin 60 % ja 40 %.
2. Tekninen dokumentointi (noin 18 % liikevaihdosta), jolla tarkoitetaan tuotteeseen liittyvää dokumentaatiota, kuten manuaaleja ja oppaita tuotteen käyttäjille sekä näiden sisällöntuotantoa ja jakelua. Palvelut sisältävät ohjelmistoliiketoiminnan SaaS-palveluineen. Tekninen dokumentointi on ollut vahvassa kasvussa viimeisen vuoden aikana ja odotamme kasvun jatkuvan mm. ulkoistuksien tukemana.
3. Sulautetut järjestelmät ja IoT (noin 23 % liikevaihdosta), jotka tarkoittavat tuotekehityspalveluja ja teknologia-ratkaisuja, jotka mahdollistavat tuotteen tai koneen ohjausjärjestelmän toteuttamisen ja digitaalisen yhdistettävyyden osaksi esineiden internetiä (IoT). Etteplan laajeni alueelle Espotel ja Soikea yritysostoilla ja odotamme alueelta lähivuosina vahvaa

kasvua. IoT on tällä hetkellä markkinoiden kuumimpia alueita ja osaamisesta alueella on pulaa. Lisäksi IoT-alueen osaamisella voidaan vahvistaa myös muiden palvelualueiden tarjontaa ja ristiinmyyntipotentiaali voi olla huomattava. Näemme mahdollisuuksia erityisesti Teknisessä dokumentoinnissa.

Laaja ja vahva asiakaskunta

Yhtiön asiakkaat ovat alallaan merkittäviä globaaleja yrityksiä, jotka toimivat muun muassa ajoneuvo-, lentokone- ja puolustusväline-teollisuudessa, sähköntuotannossa ja voimansiirrossa sekä materiaalinkäsittelyssä. Valtaosa Helsingin pörssissä listatuista konepajoista on Etteplanin asiakkaita. Yhtiön referenssejä ja pitkäaikaisia asiakkaita ovat mm. Valmet, Kone, Metso, Fortum, Cargotec, Outotec, ABB, Andritz, Atlas Copco, Rolls-Royce, Boeing ja Siemens.

Yritystotot vauhdittaneet kasvua

Etteplanin on palannut viime vuosina vahvaan kasvuun yritysostojen tukemana. Yhtiö on viimeisen reilun vuoden aikana tehnyt kolme merkittävää yritysostoa. Keväällä 2016 Etteplan osti Espotelin ja Soikea Solutionsin, minkä myötä se laajensi liiketoimintaansa sulautetuissa järjestelmissä sekä esineiden internetiin (Internet of Things, IoT). Yritystostojen rahoittamiseksi Etteplan toteutti noin 14,4 MEUR:n merkintätuotoitusannin. Vuonna 2015 Etteplan laajeni myös merkittäväällä SAV-yritystostolla laitossuunnitteluun.

Etteplan lyhyesti

Etteplan on teollisten koneiden suunnitteluun, sulautettuihin järjestelmiin ja IoT:n ratkaisuihin sekä teknisen dokumentoinnin palveluihin erikoistunut asiantuntijayritys.

Suunnittelupalvelut

- SUOMEN SUURIN KONE-JA LAITESUUNNITTELUUN ERIKOISTUNUT YRITYS
- YKSI ALAN SUURISTA RUOTSISSA

Tekninen dokumentointi

- YKSI SUURIMPIA YRITYKSIÄ EUROOPASSA

141 MEUR (+7 % vs. 2014)

LIKEVAIHTO 2015

9,6 MEUR (6,8 % lv:sta)

OIKAISTU LIIKEVOITTO 2015

2500

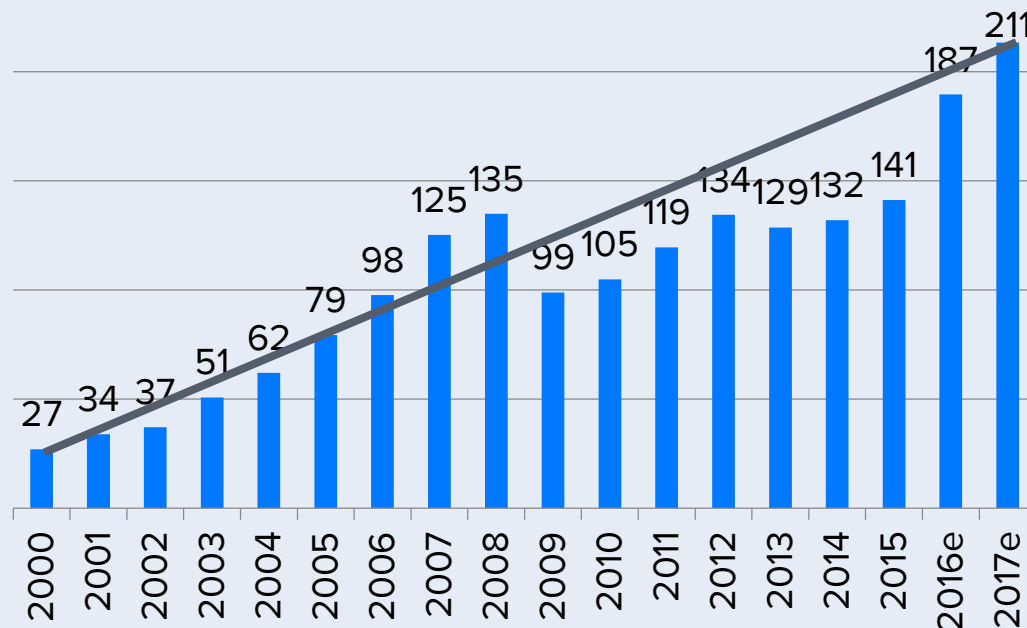
HENKILÖSTÖÄ

IoT-osaaja

Espotel ja Soikea
yritysostojen kautta

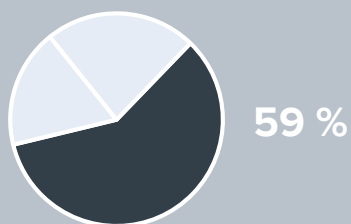
Kasvanut uuteen kokoluokkaan ja laajentanut osaamistaan merkittäväillä yritysostoilla viimeisen reilun vuoden aikana.

Vahva asiakaskunta, joka mahdollistaa voimakkaan orgaanisen kasvun markkinatilanteen salliessa.



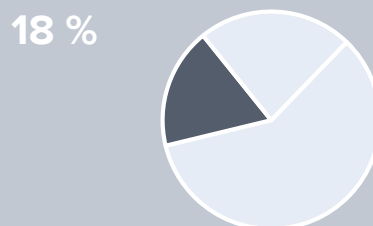
Etteplanin liiketoimintarakenne

Suunnittelupalvelut



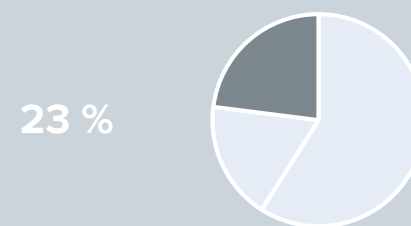
- Koneiden ja laitteiden suunnittelepalvelut
- Jakautuu pääosin tuotekehitykseen ja toimitussuunnitteluun kohtuullisen tasaisesti
- Sisältää laitossuunnittelua (SAV)
- Etteplan on markkinajohtaja Suomessa, merkittävä Ruotsissa ja pieni muualla
- Kilpailuetu rakentuu mielestämme 1) Managed Services-liiketoimintamallin, 2) Kiina-offshoringin tarjoaman kustannustehokkuuden sekä 3) pitkäaikaisien asiakkuuksien varaa
- Kannattavuuspotentiaali noin 10 % operatiivisen liikevoiton tasolla

Tekninen dokumentointi



- Tekninen dokumentointi tarkoittaa mm. manuaalien ja käyttöoppaiden tuottamista huolto- ja palveluliiketoimintaa tukemaan
- Etteplan kuuluu alan suurimpiin yrityksiin Euroopassa
- Pohjalla Tedopres-yritysosto (Alankomaat)
- Erittäin kilpailukykyinen tarjonta, jota voidaan edelleen kehittää lisäämällä IoT-osaamista
- Merkittävä kasvupotentiaali erityisesti ulkoistuksien kautta
- Sisältää ohjelmistoja, mikä nostaa kannattavuuspotentiaalia

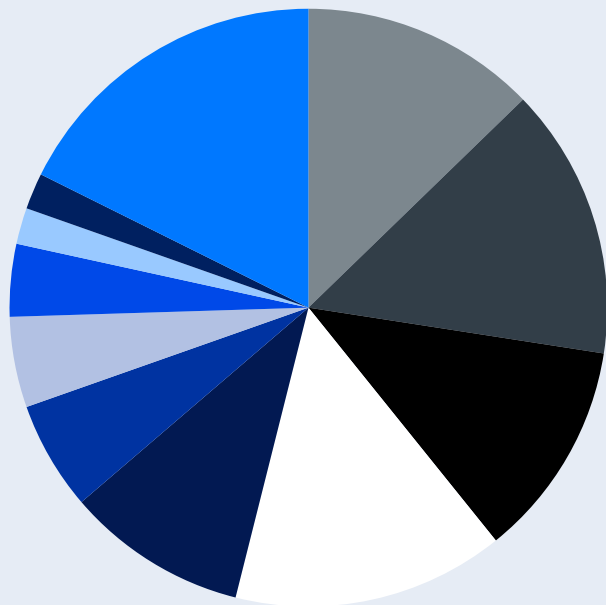
IoT ja sulautetut järjestelmät



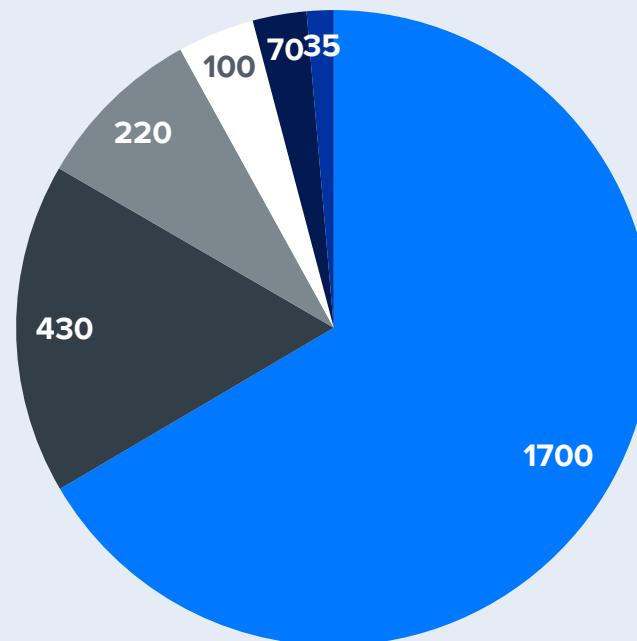
- Liiketoiminta-alue muodostettiin, kun Etteplan osti Espotelin ja Soikea Solutionsin keväällä 2016
- IoT on voimakkaasti kasvava toimiala, jolla on realistiset mahdollisuudet saavuttaa Etteplanin 15 %:n kasvutavoite orgaanisesti
- "Near shoring hub" Puolassa
- Tukee hyvin muita liiketoimintoja ja sisältää jonkin verran suoria synergioita
- Mahdollisuus Suunnittelupalveluita korkeampaan kannattavuuteen
- Onnistuessaan merkittävä tulokasvuajuri tulevaisuudessa

Etteplanin liiketoimintarakenne

Liikevaihto asiakasryhmittäen (H1'16)



Henkilöstö maittain (Inderesin arvio)



Sijoitusprofiili

Laadukas kannattavan kasvun yhtiö

Etteplan on mielestämme laadukas kannattavan kasvun yhtiö voimakkaasti konsolidoituvalla toimialalla. Se on Suomessa markkinajohtaja ja merkittävä toimija Ruotsissa, mutta yhtiön kunnianhimo on huomattavasti korkeammalla Euroopassa. Etteplanin liikevaihto ylitti Q2:lla ensimmäistä kertaa 50 MEUR:n rajapyykin eli yhtiön liikevaihto on vuositasolla yli 200 MEUR. Se on kuitenkin edelleen mahdollinen väliinputoaja markkinoilla, joilla on huomattavasti suurempia yhtiötä. Alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat myös kannattavampia. Näin ollen pidämme yhtiön aggressiivista 15 %:n kasvutavoitetta järkevänä.

Edelläkävijä toimialalla

Mielestämme Etteplanin Managed Services-liiketoimintamalli on selvästi parempi kuin alalla edelleen vallitseva resurssivuokramalli. Yli 50 % yhtiön liikevaihdosta tulee korkeamman lisäarvon MS-palveluista, mikä parantaa henkilöstön käyttöastetta ja sitä kautta kannattavuutta. Lisäksi Etteplanilla on hyvin toimiva Kiina-offshoring, mikä vahvistaa yhtiön kilpailuetua. Selkeiden kilpailuetujen takia pidämme yhtiön menestysmahdollisuuksia myös Euroopassa hyvänä.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yritysostoilla on merkittävä roolissa osaamisen sekä skaalan kasvattamiseksi. Viimeisen reilun vuoden aikana Etteplan on ostanut Espotelin ja Soikean (IoT) sekä SAV:n (laitossuunnittelu). Samalla yhtiö on kasvanut uuteen kokoluokkaan. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä olosuhteet omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Etteplanin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tuloskasvu:** Etteplanin orgaanisen kasvun mahdollisuudet ovat hyvät, mutta riippuvaisia markkinoiden kehityksestä. Tämän takia yritysostot ovat tuoneet valtaosan kasvusta viime vuosina. Samalla yhtiön kilpailuedut ovat kuitenkin mahdollistaneet selkeän kannattavuusparannuksen. Etteplanilla on edelleen potentiaalia kannattavuuden parantamiseen strategian edistymisen ja konsernikulujen skaalautumisen kautta.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Etteplanilla on vahvat näytöt yritysostoista viime vuosilta. Uskomme yhtiön pystyvän jatkossakin kiihdyttämään kasvua, hankkimaan uutta osaamista ja luomaan omistaja-arvoa yritysostoin. Toisaalta yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun ja integrointiin liittyy aina riskejä.
- **Kiina:** Etteplan on toiminut Kiinassa jo 12 vuotta ja luonut samalla vahvan kasvualustan. Maan palvelumarkkinat ovat avautumassa ja niiden kasvupotentiaali on seuraavan 5-10 vuoden aikana massiivinen. Tämä on Etteplanille erinomainen mahdollisuus.
- **Matala pääoman tarve:** Etteplanin liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat pieniä. Tämä mahdollistaa korkean pääoman tuoton.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** Etteplanin palveluiden kysyntä on riippuvainen sen asiakkaiden tilanteesta. Asiakasyhtiöiden kysyntä on syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua.
- **Kilpailun oleellinen kiristyminen:** Yhä globaalimpi kilpailu aiheuttaa jatkuvia hinnoittelupaineita. Uusien haastajien (esim. intialaiset) saapuminen Suomeen ja Pohjoismaihin voisi lisätä hinnoittelupaineita erityisesti resurssivuokramallissa. Tälle puolelle paineita voivat lisätä myös henkilöstövälistystä harjoittavat yhtiöt.
- **Vapaasti vaihdettavien osakkeiden vähyys:** Etteplanilla on selkeä ankkuriomistaja Ingman Group (yli 66 %). Vaikka pidämme tätä positiivisena, näin suuri omistus rajoittaa osakkeiden free floatia. Kun huomioidaan myös muiden suurien ja arviomme mukaan suhteellisen ”pysyvien” omistajien osuus, on vapaan kaupankäynnin kohteena arviomme mukaan selvästi alle 10 % osakkeista. Tämä asettaa rajoitteita likviditeetille.
- **Liikearvo:** Etteplanin taseen ainoa oleellinen riski on mielestämme Ruotsin liiketoimintoihin kohdistuva liikearvo (2015: 26 MEUR), mikä on huomattava suhteessa omaan pääomaan (Q2'16: 49 MEUR). Pidämme oleellisen alaskirjauksen riskiä kuitenkin erittäin pienenä.
- **Väärinkäytöksiin ja tietoturvaan liittyvät riskit:** Kiinan offshoring-mahdollisuus on Etteplanille strategisesti tärkeä. Kiinassa kulttuuri esimerkiksi immateriaalioikeuksien kunnioittamisen suhteen on valitettavan heikko, mutta Etteplanilla ongelmia ei ole ollut emmekä niitä myöskään odota.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Orgaaninen kasvupotentiaali
- Kannattavuuden parannuspotentiaali
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Kiinan markkinan avautuminen
- Matala pääomantarve

Riskit

- Markkinoiden heikentyminen
- Kilpailun oleellinen kiristymisen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Osakkeen alhainen free float
- Ruotsin liikearvo
- Mahdolliset väärinkäytökset Kiinassa ja tietoturva

Liiketoimintamalli

Etteplan on toimialansa edelläkävijä

Etteplan on mielestämme toimialallaan selkeä edelläkävijä. Normaali liiketoimintamalli on edelleen resurssivuokrausta tai ns. CV-myyntiä, jossa asiakas vuokraa asiantuntevaa työvoimaa omiin tarpeisiinsa yleensä omiin toimitiloihinsa. Liiketoimintamallilla on mielestämme merkittäviä heikkouksia kuten heikko näkyvyys kysyntään, yleensä tuntipohjainen hinnoittelumalli, kireä kilpailu ja usein korkea henkilöstön vaihtuvuus.

Kestävää kilpailuetua on henkilöstön osaamisen varaan mielestämme hankala rakentaa, jos asiakkaat voivat palkata parhaat osaajat sen sijaan, että ne ostaisivat palvelut esimerkiksi Etteplanilta perinteisessä mallissa. Henkilöstön vaihtuvuus on ollut merkittävä ongelma erityisesti Ruotsissa, jossa Managed Services-malli on harvemmin käytössä. Samalla yhtiö menettää liiketoiminnan, jonka asiakkaan palvelukseen siirtynyt henkilö on yhtiöön tuonut.

Korkeamman lisäarvon Managed Services-palvelut

Etteplan on kehittänyt pitkään liiketoimintamallia, joka on mielestämme huomattavasti perinteistä parempi: korkeamman lisäarvon Managed Services-palvelut. Yhtiön strategisena tavoitteena on ollut saavuttaa 50 %:n taso vuonna 2016 ja yhtiö saavutti tämän tason Q2:lla. Kehitys on ollut viime vuosina nopeaa ja vakuuttavaa. Tarkkoja tietoja MSI:n tasosta yhtiö ei ole kauempaa historiasta julkaissut, mutta arviomme mukaan taso oli noin 25 % vuonna 2013 ja noin 40 % vuonna 2014. Viime vuonna yhtiö lähestyi koko ajan 50 %:n rajapyykkiä.

Managed Services-mallin edut

Managed Services-palveluiden edut ovat selkeät verrattuna perinteiseen malliin, jota myös Etteplan tuki edelleen soveltaa. MS-palveluissa yhtiöllä on mahdollisuus määrittää itse prosessi, siinä käytettävät resurssit, hinnoittelu perustuu enemmän lisäarvoon ja myös näkyvyys kysyntään on huomattavasti resurssivuokrausta parempi. Yhdessä nämä tekijät johtavat parempaan henkilöstön käyttöasteeseen ja parempaan kannattavuuteen. Lisäksi on hyvä huomioida, että Etteplan pystyy hyödyntämään omaa offshoring-toimintoaan Kiinassa palveluiden tuottamisessa, mikä on jälleen yksi oleellinen etu ja parantaa kannattavuutta.

Kun Etteplan esimerkiksi vastaa MS-mallissa asiakkaan tietystä prosessista itsenäisesti, se on asiakkaalle tärkeä yhteistyökumppani eikä vain ”resurssintarjoaja.” Tämä syventää asiakassuhdetta sekä asiakaspysyvyyttä.

Myös hinnoittelu on MS-mallissa vapaampaa, koska se perustuu lähtökohtaisesti yhtiön tarjoamaan lisäarvoon. Tuntipohjaisien hintojen vertailu on asiakkaille helppoa ja differointi vaikeaa. Toki Etteplanin täytyy edelleen pystyä tarjoamaan asiakkaalle säästöjä, jotta konsepti tuottaisi lisäarvoa kaikille osapuolille. Lähtökohtaisesti tehtävään erikoistunut yhtiö pystyy tekemään sen tehokkaammin kuin asiakasyhtiö, jolle kyse on perinteisesti ydinosaamisen ulkopuolisesta toiminnosta.

Managed Services-palvelut voidaan jakaa kolmeen kategoriaan: 1) projektit, 2) jatkuvat palvelut ja 3) palvelutuotteet. Lisätietoja olemme esittäneet seuraavalla sivulla.

Strategian edistyminen on näkynyt myös kannattavuudessa

Managed Services-mallin edistyminen on heijastunut selvästi myös kannattavuuteen, sillä MSI-indeksin nousu on korreloinut varsin hyvin kannattavuuden paranemisen kanssa. Strategian edistyessä Etteplanin kertaeristä oikaistu liikevoitto-% on noussut vuoden 2013 tasolta 4,8 % vuoden 2015 tasolle 6,8 %. Etteplanin liiketoiminnassa, jossa 10 % on erinomainen taso, tämä parannus on merkittävä ja vahvistaa mielestämme strategian toimivuuden. Myös kilpailijat ovat huomanneet Managed Services-mallin vahvuudet, ja viime aikoina alkaneet tehdä samantyyliä kehitystoimenpiteitä.

Liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja

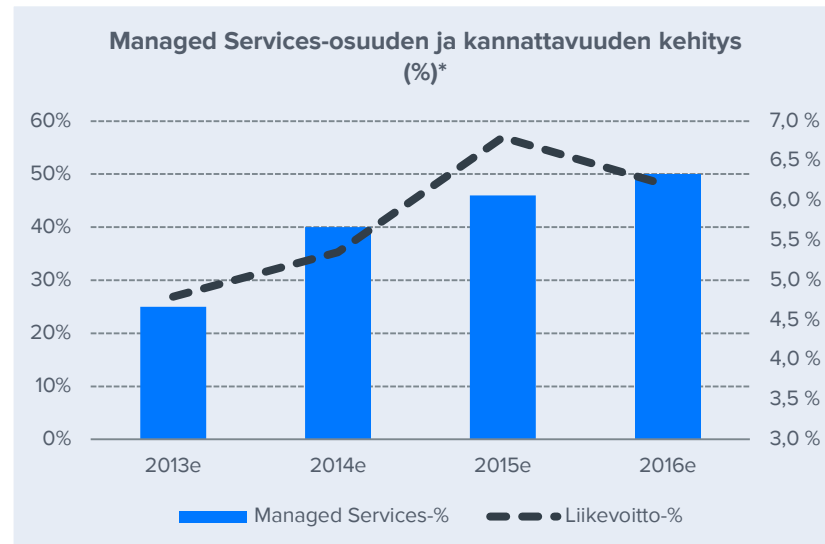
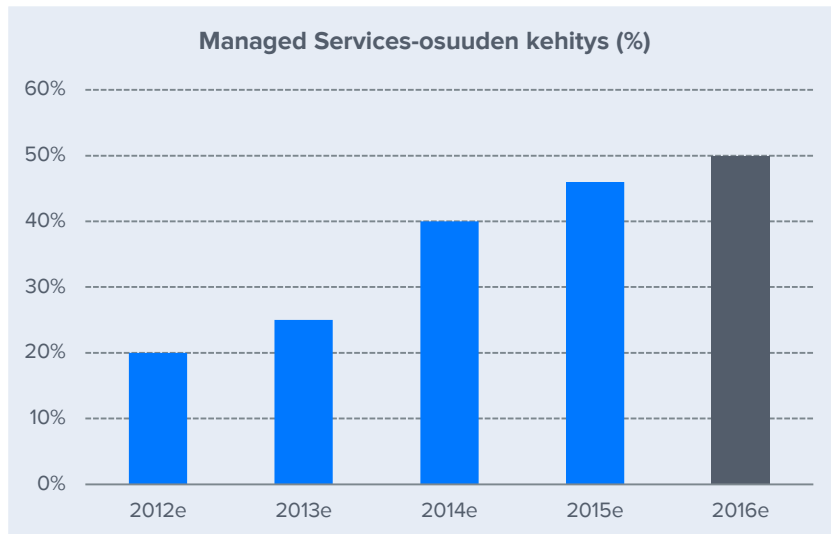
Etteplanin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä kiinteitä investointeja, mikä tekee yhtiön taserakenteesta suhteellisen kevyen (pl. liikearvo). Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin, joiden lisäksi yhtiö investoi nykyään omien ohjelmistotuotteiden kehitykseen (Tekninen dokumentointi). Lisäksi yhtiö investoi suunnitteluohjelmistojen lisensseihin.

Lisäksi liiketoimintamalli on osoittanut olevansa suhteellisen joustavan (erityisesti Suomessa missä lomautukset mahdollisia), mikä mahdollistaa järkevän velkavivun käytön. Tämä tarkoittaa, että Etteplanilla on mahdollisuus saavuttaa keskimäärin korkea oman pääoman tuotto. Etteplanin oman pääoman tuotto on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 20 %. Viime vuosina taserakenne on muuttunut yritysostojen mukana raskaammaksi, mutta tuoreet yritysostot heijastu vielä täysimääräisesti tulokseen.

Liiketoimintamalli

Perinteisen resurssivuokrausmallin ja Managed Services-mallin tärkeimmät erot

Avaintekijät	Perinteinen malli	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



Lähde: Inderes. Vanhemmat Managed Services-osuudet ovat Inderesin arvioita, tarkkoja tietoja ei saatavilla. 2016e lukuihin vaikuttaa huomattavasti myös yritysostot.

Etteplanin palvelualueet (1/2)

Etteplanin kolme palveluallueta

Etteplanilla on kolme palveluallueta: 1) Suunnittelupalvelut, 2) Tekninen dokumentointi ja 3) Sulautetut järjestelmät ja IoT, joista viimeinen syntyi tuoreiden yritysostojen seurauksena. Suunnittelupalvelut ovat yhtiön perinteistä kone- ja laitesuunnitteluliiketoimintaa, mutta Etteplan on johtavia teknisen dokumentoinnin palveluiden ja ratkaisujen tarjoajia. Yhtiön tarjonta alueella on erittäin kilpailukykyinen, minkä takia liiketoiminta on lähtenyt vahvaan kasvuun ja omaa mielestämme huomattavan potentiaalin. Lisäksi uusi Sulautetut järjestelmä ja IoT on tällä hetkellä mahdollisesti voimakkaimmin kasvava alue ja tarjoaa merkittävän kasvumahdollisuuden yritysostojen luotua liiketoiminnalle vahvan pohjan.

Suunnittelupalvelut (59 % liikevaihdosta)

Suunnittelupalvelut ovat muodostaneet Etteplanin ytimen vuodesta 1983, kun yhtiö perustettiin. Liiketoiminta nojaa vahvasti osaavaan henkilöstöön. Suunnittelupalvelut on palveluallueta perinteisin, ja siellä ns. resurssivuokraus on edelleen merkittävä osa liiketoimintaa (noin 50 %).

Suunnittelupalvelut kasvavat tällä hetkellä hitaasti, koska investointihyödykkeiden kysyntä-tilanne on vauu. Takana on kuitenkin merkittävät kasvuajureita, joita ovat muun muassa tuotteiden monimutkaisuuden kasvu, lyhentyneet elinkaaret sekä teollinen internet (IoT, Etteplanin uusin liiketoiminta). Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset, mutta lyhyellä tähtäimellä kysyntään vaikuttaa erityisesti asiakkaiden markkinatilanne.

Suunnittelualluetaiden orgaaninen kasvu on ollut viime vuosina kohtuullisen hidasta, mutta kasvua on tuonut mm. SAV-yritysosto. Kannattavuus (operatiivinen liikevoitto-%) on ollut keskimäärin kohtuullisen hyvällä vajaan 6 %:n tasolla, mikä on mielestämme varsin hyvä nykyisessä tilanteessa. Mielestämme nykyisessä toimintaympäristössä 3-5 %:n kasvu olisi hyvä suoritus, ja tarkoittaa markkinaosuuksien voittamista. Kannattavuuden liiketoiminnan potentiaali on arviomme mukaan noin 7-8 %:n tasolla, vaikka jotkut yksiköt tekevät toki jo nyt paljon parempaa (>10 %). Palveluallueta MSI oli Q2'16 49 %, mikä on jo hyvällä tasolla.

Tekninen dokumentointi (18 % liikevaihdosta)

Etteplan on johtavia teknisen dokumentoinnin palveluiden ja ratkaisujen tarjoajia. Yhtiö siis tuottaa esimerkiksi käyttöohjekirjoja, tuotemanuaaleja, varaosaluetteloita ja muita vastaavia asiakkailleen. Tekninen dokumentointi on useimmiten teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolella oleva toiminto, jolla on kuitenkin keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja liiketoiminnan sujuvuuteen ja tehokkuuteen. Tämän takia alueella on nähty monia merkittäviä ulkoistuksia, joiden odotamme jatkuvan tulevaisuudessa.

Yhdessä yhtiön suunnitteluosaamisen kanssa Etteplan pystyy tuottamaan tuotespesifikaatioista korkealaatuista teknistä dokumentaatiota. Pidämme yhtiön tarjontaa alueella erittäin kilpailukykyisenä. Laadukkaat tekniset dokumentit ovat erityisen tärkeitä huolto- ja kunnossapitoliiiketoiminnassa, joiden merkitys on koko ajan kasvussa Etteplanin asiakassektoreilla.

Tekninen dokumentointi-liiketoimintaan kuuluu myös ohjelmistoliiketoimintaa. Käytännössä asiakas voi myös ostaa Etteplanin kehittämät ja käyttämät työkalut omaan käyttöön. Lähtökohtaisesti Etteplan kuitenkin pyrkii tuottamaan palvelut itse (Managed Services-mallilla). Kilpailijoille ohjelmistoja ei myydä.

Tekninen dokumentointi on hyvässä kasvussa

Vuonna 2014 liiketoiminnan liikevaihto oli 25,2 MEUR ja operatiivinen liikevoitto 2,0 MEUR (noin 8,1 % liikevaihdosta). Tänä vuonna odotamme liikevaihdon nousevan noin 34,3 MEUR:n tasolle, mikä tarkoittaa viime vuosien kasvun olleen noin 17 %. Vuonna 2015 operatiivinen kannattavuus oli erittäin hyvällä 9,5 %:n tasolla, mutta tänä vuonna taso näyttää jäävän selvästi alhaisemmaksi (ennuste 8,1 %) lähinnä Saksan arvato-liiketoimintakaupan takia. Tilanne on kuitenkin jo korjaantumassa, sillä Etteplan ilmoitti vasta merkittävästä tilauksesta Saksasta.

Kasvun taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti uudet asiakkuudet ja ulkoistukset, joita Etteplan voittaa vahvalla tarjonnallaan tasaista tahtia. Odotamme merkittäviä ulkoistamissopimuksia myös jatkossa. Managed Services-malli toimii erityisen hyvin teknisessä dokumentaatiossa, joka on monesti asiakkaan ydinosaamisen ulkopuolinen toiminto. MS-indeksi onkin Teknisessä Dokumentoinnissa poikkeuksellisen korkea (Q2'16: 71 %).

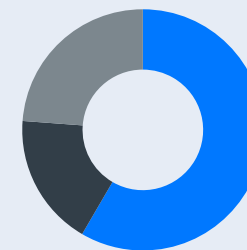
Valitettavasti Etteplanin asiakkaat eivät monesti anna yhtiölle lupaa tiedottaa järjestelyistä. Odotamme kasvua toki myös asiakkuuksien sisällä ja mielestämme Etteplanilla on hyvä mahdollisuus laajentaa myös muihin palveluihin, kun on päässyt yhtiöön sisään.

Suunnittelupalvelut ja Tekninen dokumentointi

Avainluvut: Suunnittelupalvelut

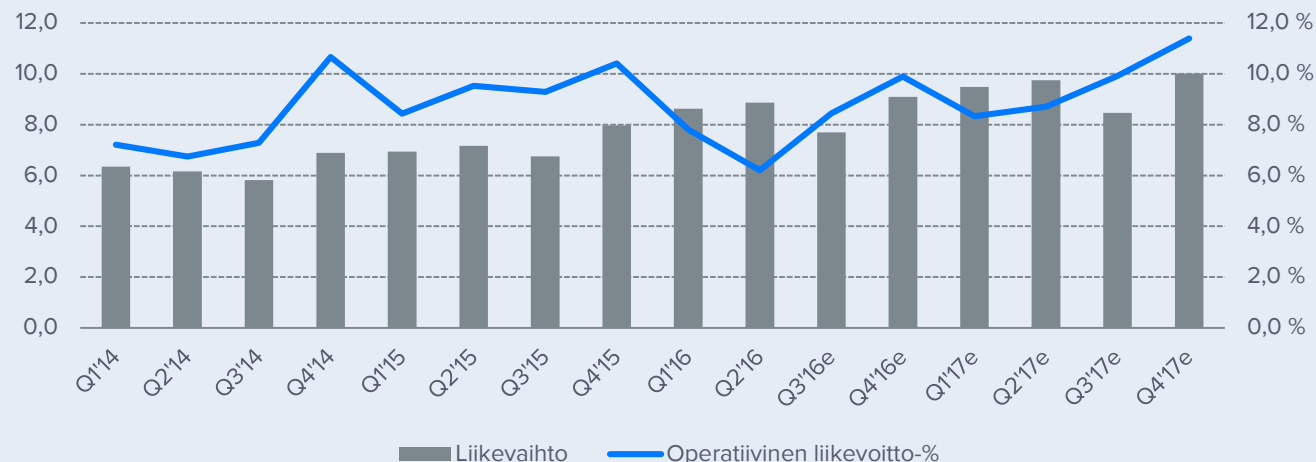


Liikevaihdon jakautuminen (2017e)

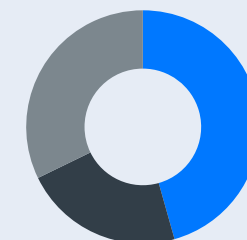


- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentointi
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Avainluvut: Tekninen dokumentointi



Operatiivisen liikevoiton jakautuminen (2017e)



- Suunnittelupalvelut
- Tekninen dokumentointi
- Sulautetut järjestelmät ja IoT

Etteplanin palvelualueet (2/2)

Sulautetut järjestelmät ja IoT

Etteplan teki huhtikuun alussa kaksi yrityskauppaa, joilla se hankki Espotel Oy:n ja Soikea Solutions Oy:n. Näin Etteplan vastaa asiakkaidensa digitalisoitumishaasteisiin vahvistamalla osaamistaan sulautetuissa järjestelmissä ja teollisen internetin ratkaisuisissa.

Suunnittelutalo Espotel on erikoistunut sulautettujen järjestelmien ja teollisen internetin ratkaisuihin. Soikea on digitaalisen tiedonsiirron ja -käsittelyn asiantuntija. Yhdessä yhtiöiden tuote- ja palvelukokonaisuus vastaa teollisuuden digitalisoitumiseen. Liittämällä nämä osaamisalueet laitesuunnitteluun Etteplan pystyy luomaan mielestämme erittäin mielenkiintoisen palvelukokonaisuuden IoT-alueella.

Teollinen internet on tämän hetken tärkeimpiä murroksia ja uusi kokonaisuus avaa Etteplanille kasvumahdollisuuksia voimakkaasti kasvavilla teollisen internetin sovellusten markkinoilla. Laajennutella palvelukonseptilla uskomme yhtiön pystyvän tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa erityisesti huolto- ja kunnossapito-liiketoiminnan kehittämisessä. IoT-osaamisen yhdistäminen tekniseen dokumentointiin voi parantaa alueen kilpailukykyä huomattavasti, mutta tämä kehitys vaatii toki aikaa.

Uusi liiketoimintakokonaisuus vastaa 23 % Etteplanin liikevaihdesta

Sulautetut järjestelmät ja IoT-palvelualue on ollut osana Etteplania käytännössä yhden kvartaalin eli Q2:n. Liikevaihto oli 11,7 MEUR eli 23 % Etteplanin liikevaihdesta. Operatiivinen liikevoitto oli 1,2 MEUR eli 10,5 % liikevaihdesta, mikä tarkoittaa merkittävää tulokontribuutiota

jo ensimmäisellä neljänneksellä. Luvut eivät sisällä vielä synergioita eikä Etteplan ehtinyt vielä toistaiseksi hyödyntää esimerkiksi liiketoimintojen ristiinmyyntimahdollisuuksia, jotka voivat arviomme mukaan olla merkittäviä pidemmällä tähtäimellä. Korkean lisäarvon MS-palveluiden osuus liikevaihdesta oli 49 %, missä lienee myös nousuvaraa yhtiöiden integroitua Etteplan järjestelmiin.

Yritystojen arvostustaso oli kohtuullinen

Espotel-Soikea-yritysjärjestelyn arvo (EV) on noin 29 MEUR, minkä lisäksi tulee mahdollinen lisäkauppahinta tiettyjen tulostavoitteiden toteutuessa. Uskomme lisäkauppahinnan vaativan huomattavaa tuloskasvua, jolloin tästä hyötyvät molemmat osapuolet. Ilman lisäkauppahintaa tämä tarkoittaa EV/EBIT noin 10x (operatiivisella liikevoitolla) ja EV/S 1x kertoimia. Mielestämme arvostuskertoimet ovat kohtuullisia. Huomioiden teollisen internetin erittäin vahvat näkymät ja yhtiöiden muodostama kokonaisuus, uskomme yritysjärjestelyn luovan omistaja-arvoa. Suurin potentiaali liittyy mielestämme syntyvän palvelukokonaisuuden kilpailukykyyn ja kysyntään, mitä on tässä vaiheessa hankala arvioida. Paperilla kokonaisuus näyttää kuitenkin erittäin lupaavalta.

Uusi askel kohti Keski-Eurooppaa

Yksi mielenkiintoinen tekijä yritysjärjestelyssä on myös Espotelin Puolan liiketoiminta, joka vahvistaa jälleen Etteplanin asemaa Keski-Euroopassa. Vaikka 70 henkilön ”near shoring hub” on vain pieni askel tätä kohti, alkaa Etteplanilla olla hiljalleen mielenkiintoinen

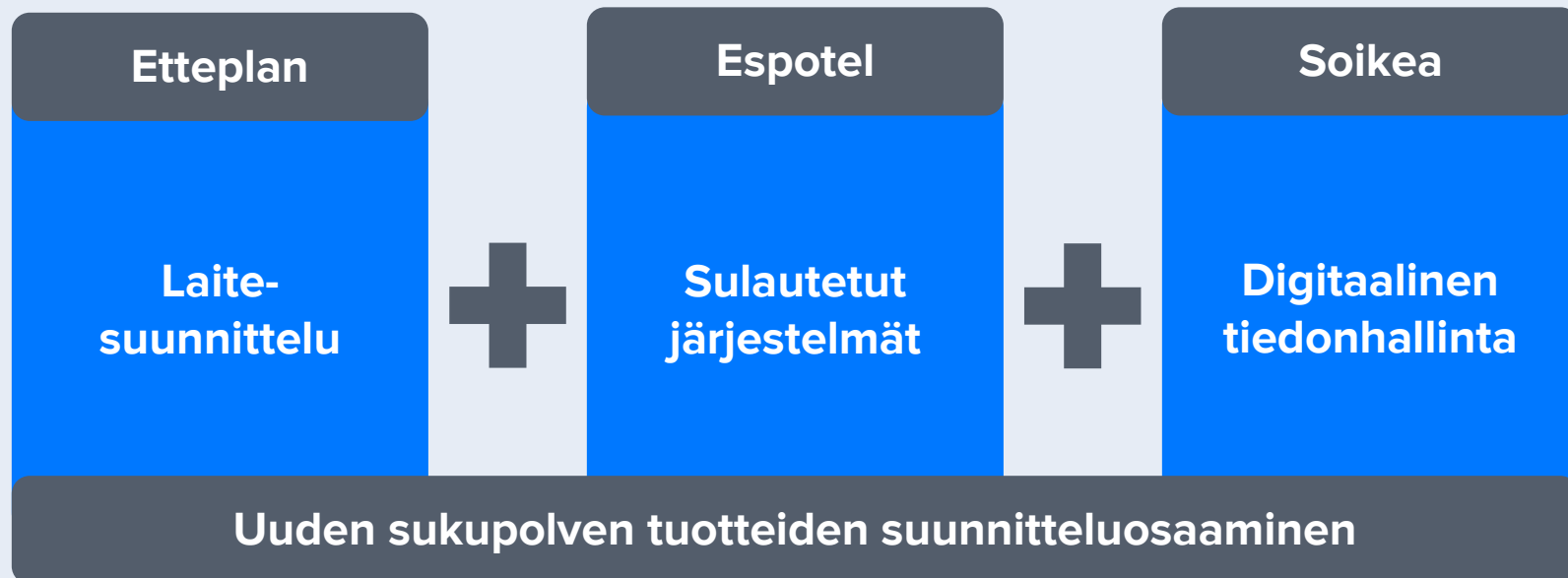
kokoelma toimipisteitä Euroopassa. Teknisen dokumentoinnin ydin eli vuonna 2012 ostettu Tedopres sijaitsee Alankomaissa, minkä lisäksi vuoden 2016 vaihteessa hankittu arvato toi mukanaan pienen toiminnan Saksassa.

Keski-Eurooppa, erityisesti Saksa, on ollut Etteplanin laajentumissuunnitelmissa jo pitkään. Saksaan odotetaan jo lähivuosina merkittävää insinöörivajetta, ja Etteplanin offshoring-ratkaisut olisivat mielestämme erittäin hyvä ratkaisu tähän ongelmaan. Uskomme nyt laajentuneen osaamispohjan tukevan kasvua Keski-Euroopassa, mutta pidemmällä aikavälillä Etteplan tulee laajentamaan tällä hetkellä erikoistuneiden toimipisteiden palveluita myös perinteisempään suunnitteluun. Merkittävän aseman saavuttaminen Saksan markkinoilla vaatii kuitenkin uusia yritystojen tulevaisuudessa.

Etteplan rahoitti yritystojen merkintäoikeusannilla

Etteplan rahoitti Espotel-Soikea-järjestelyn noin 14 MEUR:n merkintäoikeusannilla. Ennen annin toteutumista Ingman Group myönsi Etteplanille noin 10 MEUR:n väliaikaisrahoituksen, joka on muutettiin osakkeiksi osakeannissa. Tässä näkyy ankkurinomistajan tärkeys Etteplanin kaltaiselle yhtiölle, joka hakee aggressiivisesti kasvua myös yritystoin. Näkemyksemme mukaan Ingman on valmis rahoittamaan merkittäviä järjestelyitä, mutta on kuitenkin tarkka omistaja-arvon luomisen suhteen. Lisäksi Etteplan luovutti 221365 kpl yhtiön hallussa olevaa osaketta Espotelin ja Soikean avainhenkilöomistajille. Loput rahoituksesta saatiin pankkilainasta sekä olemassa olevista pankkirahoitusfasiliteeteista.

Sulautetut järjestelmät ja IoT



Etteplanin palveluratkaisut

- Tekninen dokumentoinnin kehittäminen IoT:lla
- Suunnitteluosaamisen ja tarjonnan vahvistaminen
- Ristiinmyyntimahdollisuuksien hyödyntäminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Tavoitteena kasvupotentiaalin hyödyntäminen

Etteplanin strategian tavoitteena on kasvattaa yhtiön arvoa hyödyntämällä liiketoimintaympäristössä tapahtuvia muutoksia ja sen tarjoamia mahdollisuuksia. Strategian neljä kulmakiveä ovat asiakaskeskeisyys, palveluratkaisut, suunnittelumenetelmät ja yksi Etteplan. Liiketoiminnan painopistealueet ovat avainasiakkuuksien kasvu, korkean lisäarvon palveluiden (Managed Services) liikevaihdon kasvattaminen, teknisen dokumentoinnin myynnin kasvattaminen, Kiinan liiketoiminnan kasvattaminen ja IoT-palveluiden kehittäminen ja kasvattaminen.

Strategian ydin

Mielestämme Etteplanin strategian ytimessä on halu hyödyntää murroksessa olevan toimialan tarjoamat mahdollisuudet. Globalisaatio on jo muuttanut Etteplanin asiakaskunnan toimintaympäristön, johon myös Etteplanin täytyy muuntautua. Asiakkaita täytyy pystyä palvelemaan kaikkialla ja kaikkiin aikoihin, minkä takia Etteplanin missio on (käännettynä) ”Asiakkaamme saavat parhaita palveluratkaisuja kaikkialla kaikkiin aikoihin”.

Kehitys on johtanut toimialan voimakkaaseen konsolidaatioon, jossa Etteplan on mielestämme joko aktiivisesti mukana tai siitä tulee väliinputoaja ja siten yritysostokohde. Vaikka Etteplan on Suomessa markkinajohtaja ja Ruotsissa merkittävä toimija, on se edelleen erittäin pieni toimija Euroopan mittakaavassa. Toimialalla suuret ovat menestyneet pienempiä paremmin, minkä takia kasvu on myös Etteplanille mielestämme kriittistä.

Kilpailuetu

Yhtiön kilpailuedun voi mielestämme tiivistää seuraavaan kolmeen tekijään:

Managed Services-liiketoimintamalli, joka on todistettavasti parantanut yhtiön kapasiteetin käyttöastetta ja sitä kautta kannattavuutta. Samalla se tarjoaa asiakkaalle normaalia mallia enemmän lisäarvoa ja mahdollisuuden hinnoitella palvelukokonaisuuksia tältä pohjalta. Nyt kun MSI on noin 50 %, alkavat hyödyt näkyä selkeämmin. Lukua voitaneen edelleen nostaa hieman, mutta tietyn pisteen jälkeen hyödyt alkavat suhteellisesti pienentyä.

Kiinan offshoring, joka parantaa yhtiön kustannustehokkuutta ja mahdollistaa yksinkertaisempien asioiden tekemisen erittäin kilpailukykyisesti. Toimiva offshoring on erittäin haastavaa rakentaa, ja Etteplan on onnistunut tässä pitkän kokemuksensa ansiosta. Etteplan on ollut Kiinassa jo vuodesta 2004 lähtien, mikä mielestämme antaa sillä selkeän edun ainakin Pohjoismaalaisia kilpailijoita vastaan.

Pitkät asiakassuhteet johtavien yhtiöiden kanssa. Monesti kymmeniä vuosia jatkunut yhteistyö esimerkiksi Suomen johtavien konepajojen kanssa luo Etteplanille vahvan asiakaskunnan, mikä tarjoaa paitsi jatkuvuutta niin myös kasvumahdollisuuksia asiakaskunnan menestyessä.

Eurooppaan laajentuminen

Etteplan on kertonut olevansa kiinnostunut laajenemisesta Keski-Euroopan markkinoille, joista todennäköisesti houkuttelevimpia ovat Saksa ja Alankomaat. Näillä markkinoilla on jo pulaa insinööreistä ja maiden demografisen

kehityksen takia markkinoille on muodostumassa selkeä insinööripula. Eri arvioiden mukaan Saksassa on noin 230 000 insinööriä vaje vuonna 2020, kun väestö ikääntyy ja eläköityy, mitä uusien koulutus ei korvaa. Alankomaista on esitetty samansuuntaisia, joskin toki kokoluokaltaan paljon pienempiä lukuja. Ennusteisiin liittyvästä korkeasta epävarmuudesta huolimatta on mielestämme selvää, että Keski-Euroopan markkinoilla tulee olemaan lähivuosina erittäin mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

Etteplanin ratkaisu Keski-Euroopan insinöörivajeeseen olisi offshoring, joka tulisi lähtökohtaisesti Kiinasta ja myöhemmin mahdollisesti myös muualta. Offshoring ei kuitenkaan toimi ilman uskottavaa paikallista toimintaa, minkä luominen vaatii huomattavia investointeja (lähtökohtaisesti yritysostoja).

Vaikka Etteplanilla on nyt toimintaa Alankomaissa, Puolassa ja hieman myös Saksassa, ovat nämä toistaiseksi liian pieniä uskottavan organisaation rakentamiseen. Ne ovat kuitenkin mahdollisia rakennuspalikoita kasvupohjalle. Mielestämme Tedopresin luoma pohja mielenkiintoisen mahdollisuuden rakentaa liiketoimintaa myös orgaanisesti Alankomaissa, koska Etteplanilla on maassa jo liiketoimintaa ja asiakkaita. Tällä hetkellä Alankomaissa on käytännössä vain teknistä dokumentointia.

Merkittävän jalansijan saaminen Euroopassa vaatisi mielestämme merkittävää yritysostoa (vähintään >200 henkilöä), jonka pohjalle liiketoiminnan voisi rakentaa. Yritysostoja on käsittääksemme kartoitettu, mutta ainakaan hinnoista ei ole päästy yhteisymmärrykseen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Taloudelliset tavoitteet

Etteplanin tavoitteena on kasvattaa liikevaihtoa keskimäärin 15 % vuodessa. Yhtiön strategia rakentuu vahvuuksille ja mahdollisuuksiin hyödyntää suunnittelualaan vaikuttavia trendejä. Orgaaninen kasvu pohjautuu seuraaviin liiketoiminnan painopistealueisiin:

- 1) avainasiakkuuksien kasvu,
- 2) liikevaihdon kasvu korkean lisäarvon palveluiden avulla,
- 3) Teknisen dokumentoinnin myynnin kasvu ja
- 4) Kiinan liiketoiminnan kasvu.

Aggressiiviseen kasvutavoitteeseen kuuluu oleellisena osana yritysostot, joita yhtiö on myös tehnyt viime vuosina.

Yhtiön aikaisemmat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat olleet:

- **Kasvu:** Liikevaihdon vuotuinen kasvu keskimäärin vähintään 15 %. Tässä avainasioita ovat kasvu avainasiakkuuksissa, vahvan markkina-aseman hyödyntäminen orgaanisessa kasvussa sekä yritysostot.
- **Kannattavuus:** Operatiivinen liikevoittomarginaali 10 %. Operatiivinen liikevoitto lasketaan ilman yritysjärjestelyihin liittyviä eriä kuten aineettomien poistoja ja lisäkauppahintojen uudelleenarvostuksia. Kannattavuutta pyritään parantamaan liiketoimintamallin muutoksella ja markkinajohtajuudella.

- **Kassavirta:** Etteplan on keskittynyt liiketoiminnan rahavirran parantamiseen taseen vahvistamiseksi. Tätä yhtiö on ajanut esimerkiksi hinnoittelumalleja kehittämällä sekä myyntisaamisten myynnillä.
- **Managed Services**-osuuden kasvu yli 50 %:n tason vuoteen 2016 mennessä. Tavoite on toteutunut, eikä siten ole enää relevantti.
- **Osingonjako (ei-virallinen):** Yhtiö on maksanut osinkoina 50 % nettotuloksesta useita vuosia ja uskomme tämän jatkuvan taloustilanteen tämän salliessa.

Yritysostot tärkeä osa strategiaa

Pidämme Etteplanin liikevaihdon kasvutavoitetta haastavana saavuttaa orgaanisesti, mutta tavoite sisältää yritysostot ja niiden merkitys on erittäin suuri. Etteplanin on tehnyt viimeisen kahden vuoden aikana ainakin viisi yritysostoa ja yhtiöllä on hyvät näytöt yritysostojen onnistuneesta toteutuksesta. Viimeisen reilun vuoden aikana yhtiö on tehnyt kolme merkittävää yritysostoa.

Etteplan hakee yrityskaupoilla erityisesti kokonaisuutta täydentävää osaamista, mutta myös maantieteellistä peittoa sekä skaalaetuja. Suunnittelutoimiala on voimakkaasti konsolidoituva ja yhtiöiden kannattavuudet vaikuttavat korreloivan kokoluokan kanssa. Suurilla yhtiöillä hallintakulut saadaan painettua alas, minkä lisäksi osaamispääomaa- ja henkilöstöä voidaan todennäköisesti paremmin leveroida isoissa yhtiöissä. Suurien yhtiöiden kannattavuus on joka tapauksessa pienempiä yhtiöitä parempi, joskin poikkeuksia niche-alueilla varmasti on.

Ankkuriomistaja Ingman Group on yritysostojen kannalta erittäin hyvä omistaja. Sillä on riittävät taloudelliset resurssit, joiden ansiosta se pystyy tarjoamaan esimerkiksi siltarahoitusta kuten Espotel- ja Soikea-järjestelyssä. Lisäksi se pystyy kantamaan perustellut riskit, mutta keskiössä on kuitenkin omistaja-arvon kasvattaminen.

Pidämme todennäköisenä, että Etteplan jatkaa pienten yritysostojen tekemistä kohtuullisen tiuhaan tahtiin. Näillä Etteplan pystyy vahvistamaan tarjontaansa ja osaamistaan hyvin rajatuilla riskeillä. Lisäksi odotamme pidemmällä tähtäimellä myös suurempia yritysostoja, joilla yhtiö esimerkiksi laajenee Keski-Euroopan markkinoilla tai uuteen osaamisalueeseen.

Kannattavuus saavutettavissa, mutta vaatii aikaa

Etteplanin kannattavuus on noussut viime vuosina kohtuullisen tasaisesti nykyiseen noin 7 %:n operatiivisen liikevoiton marginaaliin. Yhtiön 10 %:n operatiivisen liikevoittomarginaalin saavuttaminen on edelleen kaukana emmekä pidä sitä realistisena lähivuosina, mutta pitkällä tähtäimellä se on saavutettavissa. Ennustamme operatiivisen liikevoittomarginaalin olevan ensi vuonna noin 7,7 % ja pidämme 8-9 %:n tasoa realistisena lähivuosina.

Keskeinen tekijä kannattavuustavoitteen saavuttamisessa on mielestämme kasvu sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti, mikä mahdollistaisi kiinteiden kulujen ja osaamisen tehokkaamman skaalautumisen. Yritysostojen kautta tavoite voi toki muuttua ”helpommaksi” myös hyvin kannattavien yrityksien hankinnalla.

Etteplanin strategia



Toimiala ja kilpailukenttä (1/2)

Globaalisti valtava toimiala

Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan noin 30 miljardin euron toimiala globaalisti. Globaalin markkinan koolla ei ole kuitenkaan Etteplanin kannalta relevanssia, vaan oleellista on erityisesti Euroopan markkinan kehitys ja toisaalta Kiinan avautuminen. 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 vastaamaan monesti globaalien asiakkaiden tarpeisiin.

Suunnittelumarkkinoiden näkymät ja ajurit

Suunnittelupalvelut kasvavat tällä hetkellä hitaasti, koska investointihyödykkeiden kysyntä-tilanne on vaisu. Takana on kuitenkin merkittäviä kasvuajureita, joita ovat muun muassa:

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

Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja pidämme selvänä, että kasvu ylittää pitkällä aikavälillä globaalin bkt:n kasvun. Seuraavalla sivulla olemme esittäneet graafin, jolla Etteplan on itse jakanut suunnittelumarkkinat sekä indikoinut yhtiön avainalueet.

Ulkoistuskehitys tärkeää toimialalla

Suunnittelupalveluiden kasvua merkittävämpää voi olla ulkoistamiskehitys, sillä suuri osa toiminnasta on luonnollisesti asiakkaiden omassa organisaatiossa. Arviomme mukaan erilaiset ulkoistukset vuosien 1998-2007 aikana toivat noin 400 henkilöä Etteplanille. Ulkoistuksien vaikutus Etteplanin kasvuun on ollut siis todella suuri. Ulkoistamiset vaikuttavat voimakkaasti myös Etteplanin liiketoimintaan ja tulevat tarjoamaan yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia.

Yksi merkittävä tulevaisuuden trendi onkin asiakkaiden ulkoistamiskehitys. Tällä hetkellä keskittyminen ydinliiketoimintoihin jatkuu voimakkaana ja muita toimintoja ulkoistetaan näihin erikoistuneille yhtiöille. Tämä on mielestämme kriittistä ajatellen erityisesti Tekninen dokumentointi-alueella. Tämä on ala, jossa Etteplanilla on vahva tarjonta, mutta se harvemmin kuuluu asiakkaiden ydinasamiseen.

Markkina-asema vaihtelee paikoittain

Etteplan on selkeä markkinajohtaja toimialallaan Suomessa ja sen asiakaskuntaan kuuluu suuri osa Helsingin pörssin konepajoista. Ruotsissa yhtiö on edelleen haastajan asemassa suuryhtiöiden rinnalla.

Etteplanilla on laaja osaaminen elektroniikan ja sulautettujen järjestelmien kehittämisessä, automaatio- ja sähkösuunnittelussa, mekaniikkasuunnittelussa ja teknisen tuoteinformaation ratkaisuissa ja palveluissa. SAV-yritystoston kautta Etteplan vahvisti selvästi myös laitossuunnittelun osaamista, mikä nostaa yhtiön Suomen markkinoilla merkittäväksi tekijäksi. Espotel- ja Soikea-yritystostoilla Etteplan nousi vahvaksi toimijaksi IoT-alueella.

Toimiala konsolidoituu voimakkaasti

Toimialan konsolidointi on jatkunut jo pitkään ja tulee todennäköisesti yhä voimistumaan tulevaisuudessa. Taustalla ovat tietyt skaalaedut ja suurien asiakkaiden kasvavat tarpeet, jotka eivät rajoitu esimerkiksi Suomen markkinoille. Kyse on globalisaatiosta, jossa Etteplanin asiakkaat ovat mukana.

Paikallisten toimijoiden kannalta pidämme kehitystä ongelmallisena, sillä ne ovat vaarassa jäädä palvelemaan ainoastaan paikallisia asiakkaita. Kilpailukentän muuttuessa globaaliksi, tämä markkina ei vaikuta mielestämme houkuttelevalta pitkällä aikavälillä. Alan pienemmät (mutta kuitenkin laadukkaita) yritykset ovat luonnollisia ostokohteita suuremmille muuttuvassa markkinassa. Alalla suuret toimijat kasvavat markkinoita nopeammin ja merkittävä osa kasvusta erityisesti viime vuosien on tullut yritysostoista, joita on nähty alalla paljon. Etteplan on tällä hetkellä keskisuuri toimija Pohjoismaissa, mutta edelleen pieni Euroopassa.

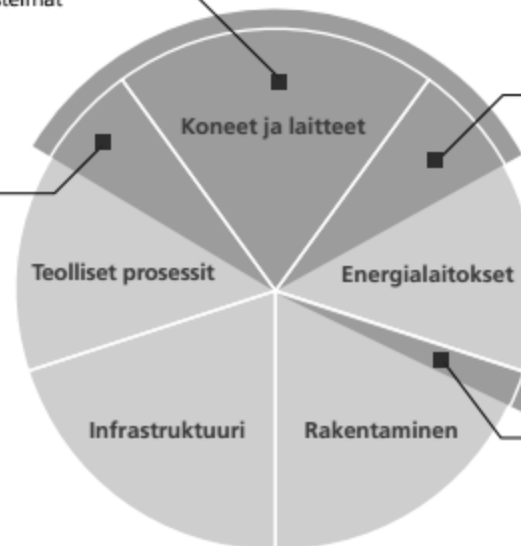
Toimiala ja Etteplanin ydinalueet

Suunnittelumarkkinat

- Paperikoneet
- Liikkuvat työkoneet
- Hissit ja nostolaitteet
- Puolustusvälineiteollisuuden laitteet
- Ilmailuteollisuuden järjestelmät
- Kuljetusvälineet

- Teollisuuden automaatiojärjestelmät
- Prosessilaitteet

■ Etteplanin pääasiallinen markkina-alue



Etteplanin osaaminen ja palvelutarjonta suunnittelun ja teknisen dokumentaation alueella on monipuolista ja kattaa kaikki asiakkaan kone- ja laitesuunnittelun tarpeet.

- Generaattorit
- Jakelujärjestelmät
- Tuuliturbiinien komponentit
- Sähkönjakeluautomaatio
- Taajuusmuuttajat

Laitosrakentaminen

- Putkisto- ja teräsrakennesuunnittelu
- Sähkö- ja automaatio-suunnittelu
- LVIP-suunnittelu

Toimiala ja kilpailukenttä (2/2)

Suomessa Etteplanin asema on erittäin vahva

Suomessa Etteplan on arviomme mukaan selkeä markkinajohtaja. Suunnittelusegmentti on edelleen Suomessa fragmentoitunut ja sektorilla toimii paljon pieniä, paikallisia yhtiöitä. Markkinaosuuksia on käytännössä mahdotonta laskea luotettavasti, sillä yhtiöt ovat fokuksituneet eri sektoreihin eikä suunnittelumarkkina ole yksi kokonaisuus. Etteplanin markkina-asema on kuitenkin Suomessa erittäin hyvä ja se on henkilömäärältään selvästi suurin toimija omilla ydinalueillaan. Etteplan työllisti Suomessa noin 1700 henkilöä Q2'16:n lopussa.

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

Ruotsissa Etteplan on haastaja

Ruotsissa Etteplan on selkeästi haastajan asemassa, vaikka yhtiö kuuluu markkinoilla suuriin toimijoihin. Etteplanilla on henkilöstöä Ruotsissa tällä hetkellä noin 430, millä yhtiö jää kauas sen pääkilpailijoista. Näitä ovat näkemysmme mukaan ÅF, Semcon, Prevas, Sweco ja Rejlers, jotka ovat kaikki listattuja yhtiöitä Tukholman pörssissä. Samalla ne muodostavat Etteplanille hyvän verrokkiryhmän.

Ruotsissa Etteplanin ajama Managed Services-malli ei ole lyönyt samalla tavalla läpi kuin Suomessa, vaikka nyt myös ruotsalaiset kilpailijat alkavat ilmeisesti herätä tilanteeseen. Ruotsin markkina on Suomea suurempi ja perinteisempi, eikä dynamiikka ole siten erityisen hyvä Etteplanille. Arviomme mukaan Etteplanin kannattavuus on ollut Ruotsissa oleellisesti Suomea alhaisempi, mihin vaikuttavat mielestämme 1) liiketoimintamalleihin liittyvät erot (alhaisempi MSI-%), 2) liiketoiminnan koko eli skaalan puute ja 3) heikompi markkina-asema. Tämä siitä huolimatta, että Ruotsin kysyntätilanne on ollut Suomea parempi.

Tekninen dokumentointi ja IoT

Teknisen dokumentoinnin alueella Etteplanin pääkilpailijoita ovat ruotsalainen Sigma Technology, Semcon ja yhdysvaltalainen Lionbridge. Sigma on 11 maassa toimiva tuotetiedon, ohjelmistojen ja sulautettujen järjestelmien tuottamiseen erikoistunut yhtiö. Semconin Product Information-segmentti on selkeä kilpailija alueella, joskin Semcon on käsittääksemme voimakkaasti keskittynyt autoteollisuuteen. Lionbridge on suuri Yhdysvalloissa listattu yritys, mutta sen liiketoiminnan fokus on mielestämme enemmän kääntämisessä ja informaation lokalisoinnissa kuin laadukkaan sisällön luonnissa. Arviomme mukaan Etteplanin ratkaisut ovat hyvin kilpailukykyisiä suhteessa muiden tarjontaan.

IoT-alueella kilpailukenttä on hankalasti hahmotettavissa, sillä alalla toimii periaatteessa paljon IT-yhtiöitä (kuten Tieto) ja kuumalle sektorille on paljon pyrkijöitä. Jos ajatellaan

Espotelin teknologista osaamista, tietyillä alueilla se kilpailee mm. Bittiumin kanssa. Suoria kilpailijoita on kuitenkin vaikea määritellä, koska IoT on laaja käsite ja fokukset vaihtelevat.

Etteplanin oleellimmat kilpailijat

Seuraavan sivun taulukossa on mielestämme Etteplanin oleellisia kilpailijoita, niiden avainlukuja sekä merkittävimmin Etteplanin kanssa päällekkäisiä toimialoja. Yhtiöt ovat fokuksituneet selvästi eri aloille, erilaisiin palvelukokonaisuuksiin sekä maantieteellisillä eri alueilla. Taulukko antaa kuitenkin kohtuullisen kuvan kokonaistilanteesta.

Avainlukuista huomataan, että kannattavuus korreloi voimakkaasti kokoluokan kanssa. Selvästi parhaat kannattavuudet (EBITDA-%) löytyvät suurimmilta yhtiöiltä, joita ovat Alten (10,8 %), Sweco (9,7 %) ja ÅF (9,8 %). Sen sijaan heikoin kannattavuus on selvästi joukon pienemmiltä Prevasilla, jonka käyttökate on vain 2,8 %. Väliin sopii keskikokoiset Semcon (4,8 %) ja Rejlers (6,0 %). Pienestä otoskoosta huolimatta tulokset vahvistavat näkemystämme siitä, että alalla on suuruuden ekonomiaa. Osittain tämä johtuu varmasti myös alan konsolidaatiosta.

Referenssitason tarjoamiseksi muistutamme, että odotamme Etteplanin liikevaihdon olevan tänä vuonna noin 187 MEUR ja EBITDA-%:n olevan noin 8,3 %. Noin ollen yhtiön kannattavuus on muutaman prosenttiyksikön heikompi kuin alan parhailla. Periaatteessa tämä tukisi oletustamme siitä, että alalla on saavutettavissa noin 1,0-1,5 %-yksikön skaalaedut pääasiassa hallintokulujen suhteellisen osuuden pienemisen kautta.

Etteplanin oleelliset kilpailijat

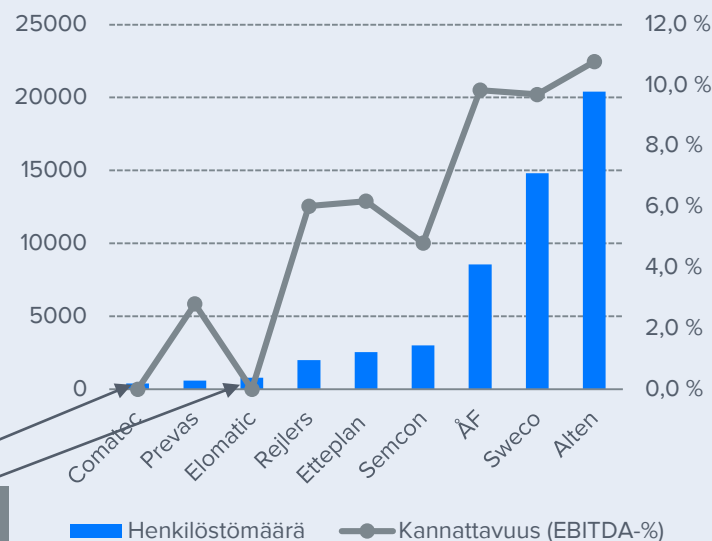
Yhtiö	Suhde Etteplaniin	Markkina-arvo	Liikevaihto (2016e)	EBITDA (2016e)	EBITDA-% (2016e)	Työntekijöiden määrä
Comatec	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	2015: 24	Ei tietoa	Ei tietoa	Noin 400
Elomatic	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	2015: 52	Ei tietoa	Ei tietoa	Noin 800
Citec	Tietyillä alueilla merkittävä Suomessa	Ei listattu	2015: 77	Ei tietoa	Ei tietoa	Suomi n. 500, yht. 1300
ÅF	Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen		1138	112	9,8 %	Noin 8550
Semcon	Merkittävä Ruotsissa		282	13,6	4,8 %	Noin 3000
Prevas	Oleellinen Ruotsissa		75	2,1	2,8 %	Lähes 600
Sweco	Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen		1731	168	9,7 %	Noin 14800
Rejlers	Merkittävä Ruotsissa ja Suomessa		241	14,5	6,0 %	Lähes 2000
Alten	Keski-Eurooppa, mutta myös Suomi & Ruotsi		1725	186	10,8 %	Noin 20400

Lähde: Inderes, luvut ja ennusteet Bloomberg (kerätty 20.9.2016). Luvut miljoonia euroja.

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

Lähde: Inderes

Henkilöstön ja kannattavuuden korrelaatio



Kiina - sisämarkkinat ja offshoring

Kiinan toiminnot ovat Etteplanille strategisesti kriittisiä. Kiina tarjoaa yhtiölle tehokkaan offshoring-mahdollisuuden, joka on yhtiön kustannuskilpailukyvyyn, liiketoimintamallin ja kokonaistarjonnan kannalta kriittinen. Tämän lisäksi Kiinan markkinoiden avautuminen tulee arviomme mukaan tarjoamaan yhtiölle seuraavan viiden vuoden aikana huomattavan kasvumahdollisuuden. Näiden syiden takia Kiinan rooli ja toisaalta sen tarjoama mahdollisuus on Etteplanille todella paljon suurempi, kuin muutaman prosentin osuus liikevaihdosta antaisi ymmärtää.

Vahva kasvupohja olemassa

Etteplan aloitti Kiinassa jo vuonna 2004 ja yhtiöllä on Kiinassa erittäin hyvä pohja. Kiinan toiminnoissa työskentelee tällä hetkellä arviolta noin 220. Etteplan on mielestämme Kiinassa selvässä etulyöntiasemassa suhteessa sen kilpailijoihin, koska yhtiö on toiminut maassa pitkään, tottunut maan tavoille, luonut tarvittavan infrastruktuurin ja saanut hiottua haastavat offshoring-prosessit kuntoon. Tämä on mielestämme merkittävä kilpailuetu yhtiölle.

Kiinan sisäinen markkina on vasta hiljalleen avautumassa, mutta sen potentiaali on pitkällä aikavälillä valtava. Kiinasta on viimeisen vuosikymmenen aikana kehittynyt ”maailmantehdas” eli huomattava keskittymä maailman valmistavalle teollisuudelle.

Kiinan markkinakehitystä on vaikea ennustaa lyhyellä tähtäimellä. Monet kiinalaiset yhtiöt ovat viime vuosina olleet uuden tilanteen edessä, kun talous ei kasva totuttuun tahtiin ja työkuorma jää kapasiteetista. Yhtiöt ovat olleet suhteellisen hitaita tekemään ratkaisuja, mutta viime aikoina

on nähnyt jo selkeitä merkkejä palvelumarkkinoiden heräämisestä. Nykyinen ”kriisi” voi antaa tarvittavan sysäyksen markkinoiden todelliseen syntymiseen, kun yhtiöt alkavat arvostaa joustavuutta ja ymmärtää markkinatalouden syklejä. Aikaisemmin Kiinassa ei ollut kulttuuria, jossa palveluita ostetaan yhtiön ulkopuolelta. Nyt monet yhtiöt ovat kuitenkin joutuneet käymään läpi kalliita irtisanomisia, mikä muuttaa tilannetta nopeasti. Länsimaiset yhtiöt, jotka toimivat Kiinassa, ovat tässä edelläkävijöitä. Uskomme kuitenkin myös paikallisten heräävän pian tilanteeseen.

Markkinoiden kehitys on toistaiseksi arvoitus

Kiinan markkinoiden tulevaisuuden kehitystä on erittäin vaikea arvioida. Mielestämme olisi luonnollista, että palveluiden alihankintakulttuuri syntyisi Kiinaan hiljalleen, kuten se on aikoinaan syntynyt myös länsimarkkinoille.

Länsimarkkinat syntyivät suuressa mittakaavassa 70-80-luvulla, mutta kasvoivat edelleen voimakkaasti ulkoistuksien mukana 90-luvulla ja myös 2000-luvulla. Nyt Kiinassa ollaan ottamassa vasta ensimmäisiä askeleita ja on erittäin vaikeaa arvioida, missä tahdissa markkina lähtee askeltamaan eteenpäin. Valtiolla on vahva rooli Kiinan taloudessa, mikä vaikuttaa myös markkinakehitykseen.

Luotettavia arvioita Kiinan palvelumarkkinan mahdollisesta kasvusta on mielestämme mahdotonta tehdä, mutta pidämme hyvin mahdollisena, että markkinakoko moninkertaistuu jo lähivuosina. Pidämme 30 %:n kasvunopeutta realistisena, ja Q2:lla Etteplanin myymät tunnit kasvoivat 30 %. Yhtiön kannalta kriittistä on henkilöstön kasvu sekä

toimistoverkoston laajentuminen. Liiketoiminnan vetäjä on nyt kiinalainen, mikä voi myös avata uusia ovia. Merkittävät ulkoistukset voisivat tarjota mahdollisuuksia kasvuharppauksille.

Offshoring ja tulevaisuus

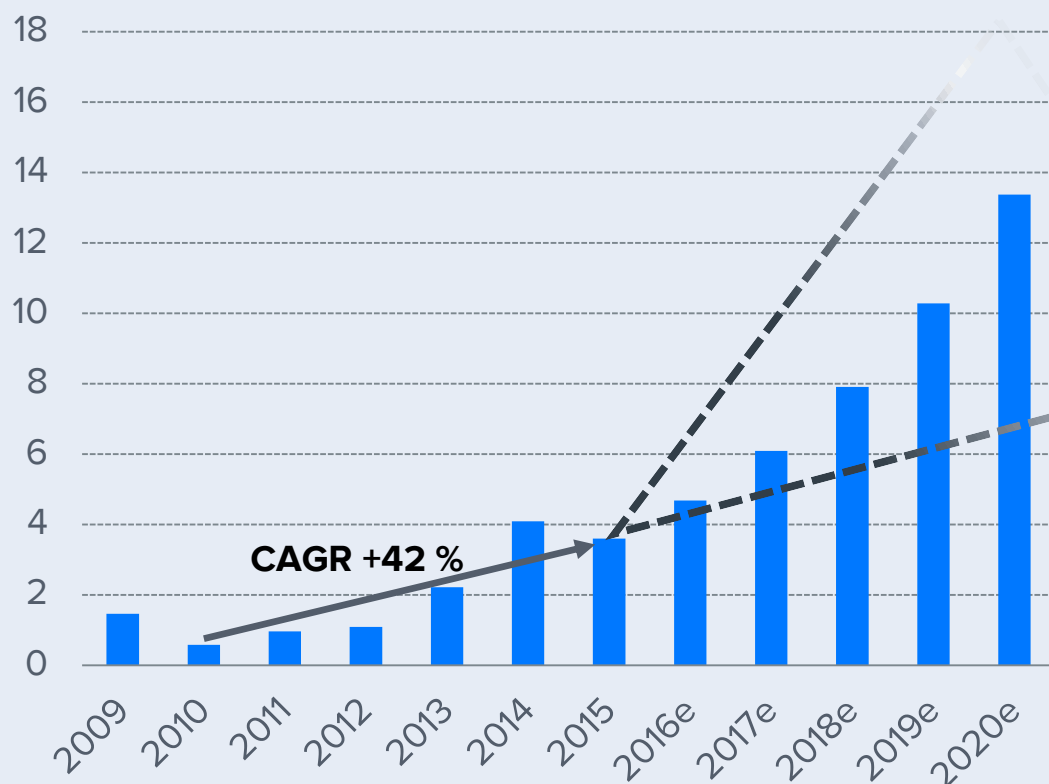
Toistaiseksi Kiina on vielä valtaosin offshoring-mahdollisuus, mikä tarjoaa Etteplanille selvän kustannuskilpailuedun Euroopassa. Kun katsotaan pidemmällä aikavälillä, Kiinan toiminnot voivat palvella yhä voimakkaammin paikallisia markkinoita ja offshoring voi siirtyä uudelle markkinalle. Kiinan sisämarkkinat ovat valtava mahdollisuus ja jos Etteplan pystyy kasvamaan niiden mukana murroksessa, tarvitaan työvoimaa Kiinan markkinoille.

Offshoring-mahdollisuuteen vaikuttaa tietysti myös Kiinan korkea palkkainflaatio, sillä palkat ovat nousseet viime vuosina noin 7-8 %:n vauhtia (palkkainflaatio on hidastunut talouden mukana). Vaikka Kiina on edelleen erittäin kilpailukykyinen Etteplanille emmekä usko tämän muuttuvan nopeasti, tulee talouden kasvu pitkällä tähtäimellä lopulta muuttamaan rakennetta ja nostamaan kustannuksia.

Mielestämme relevantteja mahdollisuuksia uudeksi offshoring-kohteeksi voivat olla esimerkiksi Intia, Vietnam tai Indonesia. Vaatimuksena ovat arviomme mukaan erityisesti 1) riittävä määrä osaavia työntekijöitä, 2) sisämarkkinan potentiaali pitkällä tähtäimellä (kuten Kiinassa nyt) sekä 3) erinomainen kustannuskilpailukyky. Toimivan ja kustannuskilpailukykyisen offshoring-prosessin ylläpitäminen on mielestämme Etteplanin strategian avainasioita.

Kiinan markkinan avautuminen

Kiinan sisäisen liikevaihdon kehitys (MEUR)



Kehitykseen vaikuttavia tekijöitä

- + Kiinan laitevalmistajien reagointi heikompaan ja vaihtelevaan kysyntään
- + Länsimaisten yhtiöiden esimerkki
- + Joustavuuden vaatiminen
- + Ulkoistamiskehityksen mahdollinen alkaminen
- Epävarmuus valtion toiminnasta toimialaan liittyen
 - Valtion suunnitteluinstituutit mukana
- Alalla tällä hetkellä hyvin rajallinen määrä toimijoita
- Epäluotettavien toimijoiden mahdollisesti aiheuttamat ongelmat

Taloudellinen tilanne

Viime vuosien kehitys ollut vakuuttavaa

Etteplanin liikevaihto on kasvanut vuosien 2000-2015 välillä keskimäärin vajaat 12 % vuodessa. Vuonna 2015 liikevaihto oli 141 MEUR, mikä oli yhtiön ennätystaso. Vuonna 2016 yhtiö tulee nousemaan uudelle lähes 190 MEUR:n tasolle yritystojen seurauksena (kasvuennuste 33 %). Liikevaihdon kasvun taustalla on sekä orgaaninen kasvu että monet merkittävät ulkoistukset ja yritystojet.

Kasvu on ollut hyvin kannattavaa, mikä on osoitus siitä, että Etteplanin strategia ja liiketoimintamalli toimivat. Yhtiön operatiivinen liikevoitto-% oli 6,8 % vuonna 2015. Viime vuosina kannattavuus on parantunut tasaista tahtia Managed Services-strategian edetessä. Kannattavuus on ollut historiallisesti huomattavasti paremmallekin tasolla, mutta kilpailutilanne on nykyään huomattavasti kireämpi kuin vuosia sitten.

Tase ja rahoitusasema

Espotel-Soikea-yritysjärjestely muuttaa oleellisesti Etteplanin taserakennetta, mutta tase kestää yritystojet hyvin. Ennusteidemme mukaan nettovelkaantumisaste (gearing-%) tulee olemaan vuoden lopussa noin 52 %. Omavaraisuusasteen arviomme olevan vuoden lopussa noin 40 %:n tasolla. Molemmat ovat mielestämme turvallisia yhtiölle.

Etteplanin taseen loppusumma nousi selvästi yritystojen takia ja oli Q2'16 lopussa 130 MEUR (2015: 92,5 MEUR). Taseen suurin erä on monista yrityskaupoista syntynyt 57,9 MEUR:n

suuruinen liikearvo, jonka osuus Q2'16 taseesta oli lähes 45 %. Myös myyntisaamisten osuus taseesta on suuri, noin 33 %. Saamisten arvo on käyttöpääoman tehostamisesta huolimatta selvästi korkeampi kuin ostovelat (noin 28 % taseesta), joten Etteplanin nettokäyttöpääoma on edelleen merkittävä. Tase sisältää myös merkittävän määrän muita aineettomia hyödykkeitä (noin 15 %), jotka ovat arviomme mukaan myös pitkälti yritystojen seurauksia. Näitä yhtiö kuitenkin poistaa, mikä nostaa käyttökatteen ja liiketuloksen eroa. Muut taseen omaisuuserät, kuten kiinteä käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus ovat kooltaan pieniä.

Keväällä 2016 tehdyt yritystojet ja sen myötä tehdyt rahoitusjärjestelyt mukaan lukien merkintäoikeusanti ovat muokanneet Etteplanin rahoitusasemaa. Oma pääoma per osake oli Q2'16 lopussa 1,98 euroa (2015: 1,73 euroa) ja omavaraisuusaste 38,1 % (2015: 37,8 %). Yhtiön korollinen nettovelka oli Q2'16 lopussa 38,6 MEUR ja nettovelkaantumisaste 66,5 % (2015: 46,1 %). Rahoitusasema on mielestämme vahva huomioiden liiketoiminnan hyvä tila.

Yhtiön rahoituskulut ovat arviomme mukaan noin 1,0 MEUR tänä vuonna. Korkokulut lainoista ovat olleet viime vuosina noin 0,5 MEUR, mutta velkamäärä on nyt kasvanut. Mahdollisia valuuttakurssivoittoja tai -tappioita emme ole ottaneet huomioon ennusteissamme. Ruotsin kruunu on Etteplanille tärkeä valuutta, jossain määrin myös Kiinan juan.

Näemme merkittävämpinä riskinä rahoitus- aseman suhteen yhtiön korkean liikearvon määrän (118 % omasta pääomasta), mutta emme

näe liikearvossa oleellisia riskejä. Ruotsiin kohdistuvaan liikearvoon on liittynyt riskejä, mutta tällä hetkellä pidämme tätäkin hyvin pienenä (kannattavuus parantunut selvästi).

Kassavirta ja osinko

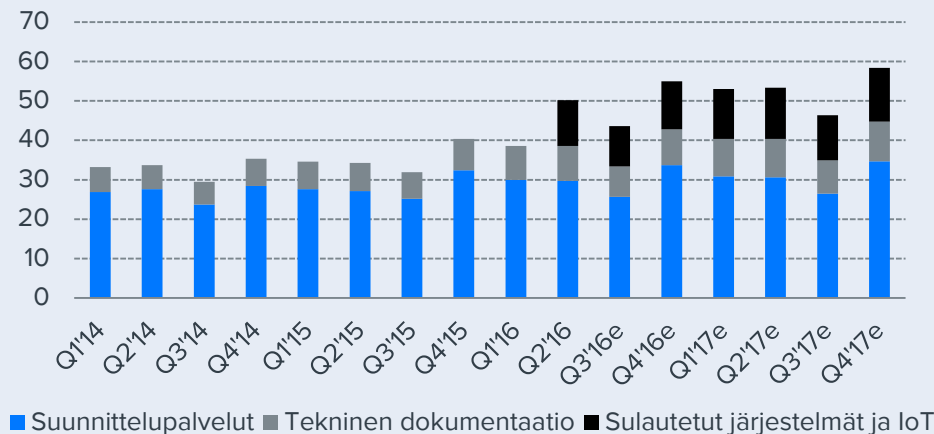
Etteplanin operatiivinen kassavirta on ollut viime vuosina hyvällä tasolla, mutta kasvu on kuitenkin sitonut pääomia. Liiketoiminnan rahavirta oli viime vuonna 9,9 MEUR (2014: 7,8 MEUR), kun käyttökatte oli 11,7 MEUR (2014: 10,5 MEUR). Suhdeluku oli viime vuonna noin 85 %. Etteplanin liiketoiminta vaatii käyttöpääomaa, vaikka myyntisaamiset onkin myyty eteenpäin kiertonopeuden tehostamiseksi. Yhtiö on pyrkinyt vapauttamaan käyttöpääomaa taseestaan ja odotamme tilanteen parantuvan, kun yritystojen jälkeen tilanne vakautuu.

Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Valtaosa toimitiloista on vuokrattu ja merkittävä osa palveluista tapahtuu itse asiassa asiakkaiden tiloissa. Vuonna 2015 yhtiön investoinnit olivat 9,9 MEUR (2014: 3,6 MEUR), mutta ne koostuivat pääasiassa yritystojista ja suunnittelu-ohjelmistojen lisenssimaksuista.

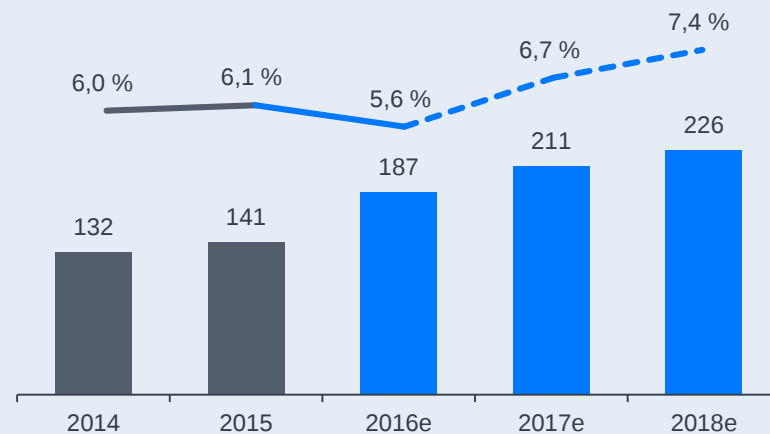
Rahavirta on kuitenkin hyvällä tasolla liiketoiminnan kehittyessä positiivisesti. Rajallisista investointien takia ja pääomarakenteen optimoinnin ansiosta liiketoiminta mahdollistaa hyvin Etteplanin noin 50 %:n osingonjakosuhteen. Yhtiö on pitänyt tämän tason viimeiset viisi vuotta ja odotamme tämän myös jatkuvan lähivuosina.

Taloudellinen tilanne

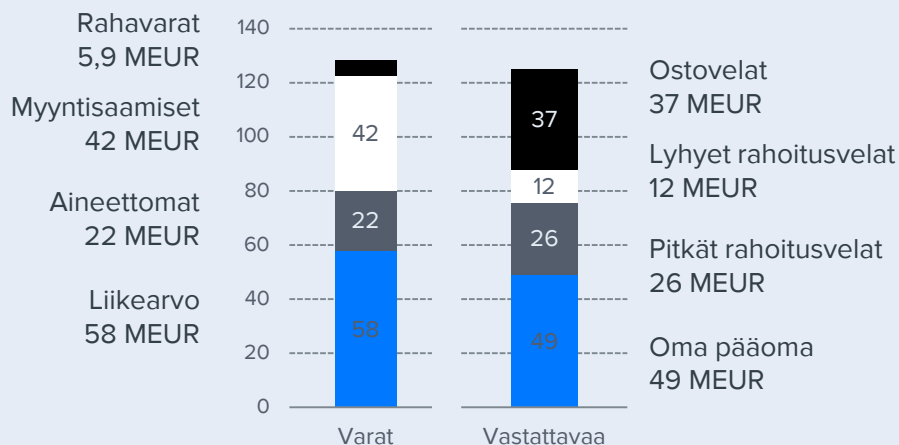
Liikevaihdon kehitys (MEUR)



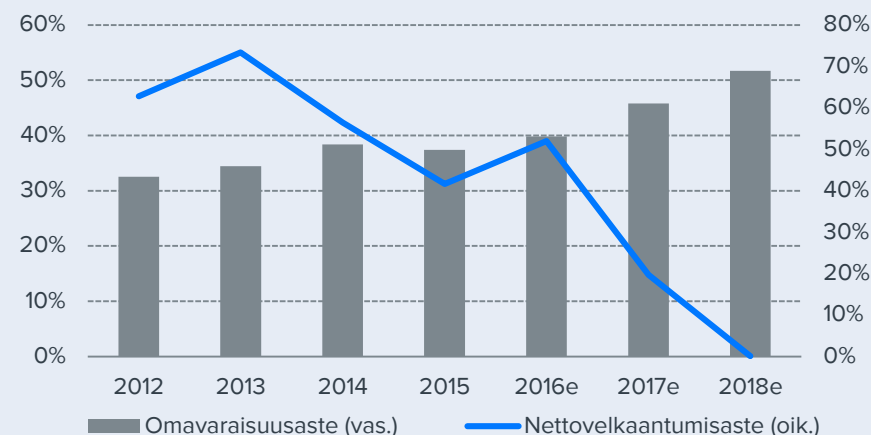
Liikevaihdon ja liikevoitto-% kehitys



Taserakenne (Q2'16)



Taseen avainluvut



Lähde: Inderes, tiedot kerätty 26.9.2016.

Ennusteet

Markkinanäkymät neutraalit

Etteplan on ohjeistanut vuoden 2016 liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan merkittävästi vuoteen 2015 verrattuna. Markkinanäkymät ovat edelleen epävarmat Euroopassa, mutta mielestämme iso kuva on kuitenkin neutraali. Kiinassa palvelumarkkinat ovat avautumassa, mutta lyhyen tähtäimen ennusteisiin tällä ei ole suurta merkitystä (osuus liikevaihdosta vain 2 %). Markkinan avautuminen on kuitenkin erittäin positiivista tulevaisuuden kannalta, ja Etteplan on hyvissä asemissa hyötymään kehityksestä.

Odotamme yleisen markkinatilanteen pysyvän loppuvuonna stabiilina. Pohjoismaalaiset suuret konepajat ovat kertoneet Q2:lla pääasiassa lievästi laskeneista tilauskertymistä. Tämä painaa toimitussuunnittelupuolta Etteplanin liiketoiminnasta, mutta T&K-puolella Etteplanilla on uutta tarjontaa (erityisesti IoT) ja palvelutarjonnan kysyntä on pysynyt hyvänä. Näin ollen suuri kuva on lopulta sama kuin aikaisemmin: markkinat eivät anna mitään ilmaiseksi, mutta ne ovat terveet.

Vuoden 2016 ennusteet

Ennustamme Etteplanin vuoden 2016 liikevaihdon kasvavan 33 % noin 187 MEUR:oon (2015: 141 MEUR). Odotamme operatiivisen liikevoiton olevan 13,1 MEUR (2015: 9,6 MEUR) eli 7,0 % liikevaihdosta (2015: 6,8 %). Valtaosa liikevaihdon kasvusta (+46 MEUR) tulee yritysostoista Sulautetut järjestelmät ja IoT-palvelualueelta, jonka odotamme tuovan uutta liikevaihtoa noin 34 MEUR ja operatiivista liikevoittoa 3,4 MEUR (10 % liikevaihdosta). Lisäksi SAV-yritysosto toi alkuvuonna

epäorgaanista kasvua, mutta odotamme myös orgaanisen kasvun olevan terveellä tasolla. Erityisesti Teknisen dokumentoinnin kasvu on ollut vahvaa, osittain arvato-kaupan takia.

Vuoden 2016 osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan 0,38 euroa (keskimääräisellä osakemäärällä), mikä on suunnilleen edellisvuoden tasolla (2014: 0,36 euroa). Tähän vaikuttaa erityisesti annin tuoma diluutio, ja osakemäärä on kasvanut noin 22 %. Arvioimme yhtiön pitävän osinkonsa 0,15 eurossa kuten viime vuonna, mikä tarkoittaa noin 50 %:n osingonjakosuhdetta.

Vuosien 2017-2018 ennusteet

Ennustamme liikevaihdon kasvavan ensi vuonna noin 12-13 %. Espotel- ja Soikea-yrityssostot eivät olleet mukana Q1'16, joten ne tuovat edelleen epäorgaanista kasvua vuonna 2017. Noin puolet ennustamastamme kasvusta on sen sijaan orgaanista, jota ajaa arviomme mukaan Tekninen dokumentointi (ennuste +10 %) ja Sulautetut järjestelmät ja IoT (ennuste +14 %). Siten ennustamme vuoden 2017 liikevaihdon nousevan 211 MEUR:oon ja kannattavuuden parantuvan samalla. Ennustamme operatiivisen liikevoiton olevan noin 16,3 MEUR, mikä vastaa noin 7,7 %:n marginaalia (2016e: 7,0 %).

Vuodelle 2018 ennustamme 7,0 %:n liikevaihdon kasvulla 226 MEUR:n liikevaihtoa, noin 8,5 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia ja 19,4 MEUR:n operatiivista liikevoittoa. Samalla PPA-poistojen pitäisi alkaa pienentyä ja raportoidun kannattavuuden ja liikeluoksen parantua. Tässä vaiheessa yhtiön velkaantuminen on arviomme mukaan myös pienentynyt lisäten tulospipua.

Osakekohtainen tulos ennusteemme vuosille 2017 ja 2018 ovat 0,41 euroa ja 0,50 euroa ja osinkoennusteet 0,20 euroa ja 0,25 euroa (osingonjako edelleen noin 50 %).

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Etteplanin pystyvän kasvamaan noin 3-5 % vuodessa, mikä lienee hieman yli markkinoiden keskimääräisen kasvun. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 7,0-7,5 %:n tasolle, kun viimeisen viiden vuoden taso on ollut hieman alle 6 %. Tämä on kuitenkin kaukana yhtiön kannattavuustavoitteesta, joka on 10 % (operatiivinen liikevoitto).

Tekninen dokumentointi ja IoT

Odotamme positiivista kehitystä Suunnittelu-palveluilta, mutta selvästi voimakkaampaa kehitystä odotamme Tekninen dokumentointi- ja Sulautetut järjestelmät ja IoT-alueilta. Näiden osalta Etteplanin tarjonta, markkinatilanne ja ulkoistuspotentiaali ovat mielestämme vahvoja.

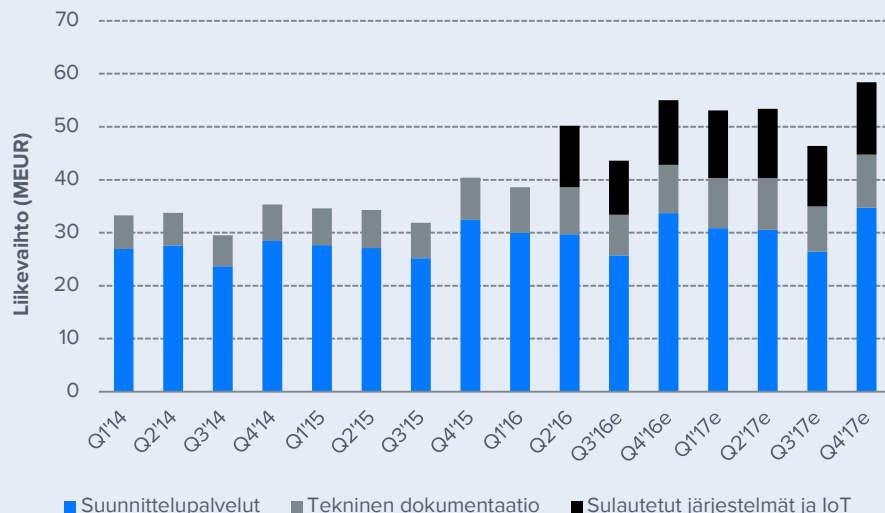
Odotamme dokumentoinnin kasvavan vuonna 2016 lähes 20 % ja kehitys voi hyvin jatkua tällä tasolla, vaikka ennustamme vain noin 10 %:n kasvua. Kannattavuus on tällä hetkellä vaisu (noin 8 %), mutta 10 %:n taso on mielestämme hyvin realistinen liiketoiminnalle (2014: 9,5 %).

IoT-palvelualue voi mielestämme hyvin yltää 15 %:n kasvutavoitteeseen myös orgaanisesti. Liiketoiminnan kannattavuus on ollut jo hyvällä noin 10 %:n tasolla, mutta potentiaalia on korkeammallekin (mahdollisesti ainakin 12 %). Tämä voi olla merkittävä tulosajuri lähivuosina.

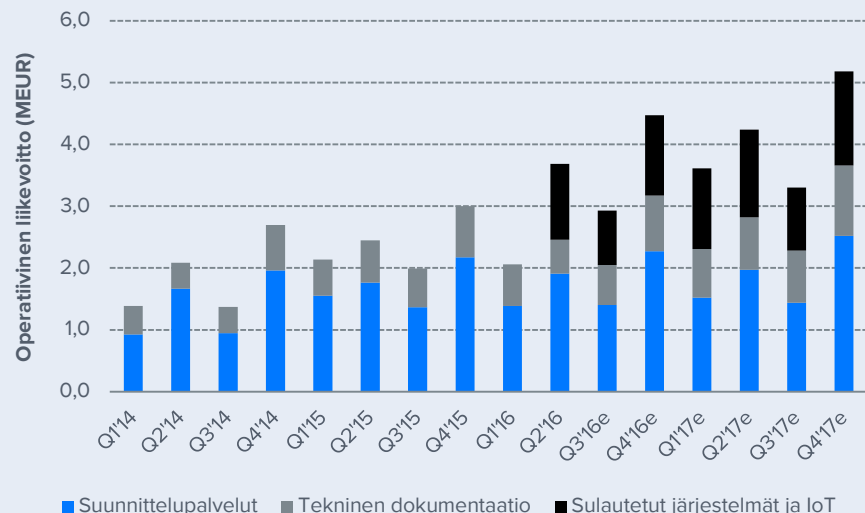
Ennusteet (1/2)

Etteplan	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e
Liikevaihto	33,3	33,7	29,5	35,3	34,6	34,3	31,9	40,4	38,6	50,2	43,6	55,0	53,1	53,4	46,4	58,4
Suunnittelupalvelut	26,9	27,6	23,7	28,4	27,7	27,1	25,2	32,4	30,0	29,7	25,7	33,7	30,9	30,6	26,5	34,7
Tekninen dokumentaatio	6,3	6,2	5,8	6,9	6,9	7,2	6,7	8,0	8,6	8,9	7,7	9,1	9,5	9,8	8,5	10,0
Sulautetut järjestelmät ja IoT										11,7	10,2	12,2	12,7	13,1	11,4	13,7
Liikevaihdon kasvu-%					4,0 %	1,6 %	8,2 %	14,4 %	11,6 %	46,4 %	36,6 %	36,2 %	37,5 %	6,3 %	6,3 %	6,2 %
Operatiivinen liikevoitto	1,4	2,1	1,4	2,7	2,1	2,5	2,0	3,0	2,1	3,7	2,9	4,5	3,6	4,2	3,3	5,2
Suunnittelupalvelut	0,9	1,7	0,9	2,0	1,6	1,8	1,4	2,2	1,4	1,9	1,4	2,3	1,5	2,0	1,4	2,5
Tekninen dokumentaatio	0,5	0,4	0,4	0,7	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7	0,6	0,7	0,9	0,8	0,9	0,8	1,1
Sulautetut järjestelmät ja IoT										1,2	0,9	1,3	1,3	1,4	1,0	1,5
Operatiivinen liikevoitto-%	4,2 %	6,2 %	4,7 %	7,6 %	6,2 %	7,1 %	6,2 %	7,4 %	5,3 %	7,3 %	6,7 %	8,1 %	6,8 %	7,9 %	7,1 %	8,9 %
Aineettomat poistot yritysostoista	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,2	2,1	1,3	2,5	2,2	2,5	1,8	3,1	1,8	3,1	2,3	3,9	3,0	3,7	2,8	4,7
Liikevoitto ilman kertaeriä-%	3,6 %	6,2 %	4,4 %	7,0 %	6,2 %	7,3 %	5,6 %	7,7 %	4,6 %	6,1 %	5,3 %	7,0 %	5,7 %	7,0 %	6,0 %	8,0 %

Liikevaihdon muodostuminen



Operatiivisen liikevoiton muodostuminen



Lähde: Inderes, tiedot kerätty 26.9.2016

Ennusteet (2/2)

Suunnittelupalvelut	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e
Liikevaihto	26,9	27,6	23,7	28,4	27,7	27,1	25,2	32,4	30,0	29,7	25,7	33,7	30,9	30,6	26,5	34,7
Liikevaihdon kasvu-%					2,8 %	-1,7 %	6,3 %	14,0 %	8,4 %	9,4 %	2,1 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Operatiivinen liikevoitto*	0,9	1,7	0,9	2,0	1,6	1,8	1,4	2,2	1,4	1,9	1,4	2,3	1,5	2,0	1,4	2,5
Operatiivinen liikevoitto-%	3,4 %	6,0 %	4,0 %	6,9 %	5,6 %	6,5 %	5,4 %	6,7 %	4,6 %	6,4 %	5,4 %	6,7 %	4,9 %	6,4 %	5,4 %	7,3 %
Managed Services-osuus (%)	33 %	35 %	37 %	39 %	41 %	43 %	44 %	45 %	45 %	49 %	50 %	50 %	51 %	51 %	52 %	53 %
Tekninen dokumentointi	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e
Liikevaihto	6,3	6,2	5,8	6,9	6,9	7,2	6,7	8,0	8,6	8,9	7,7	9,1	9,5	9,8	8,5	10,0
Liikevaihdon kasvu-%					9,4 %	16,5 %	16,0 %	15,9 %	24,2 %	23,7 %	14,1 %	14,1 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Operatiivinen liikevoitto*	0,5	0,4	0,4	0,7	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7	0,6	0,7	0,9	0,8	0,9	0,8	1,1
Operatiivinen liikevoitto-%	7,2 %	6,7 %	7,3 %	10,7 %	8,4 %	9,5 %	9,3 %	10,4 %	7,8 %	6,2 %	8,4 %	9,9 %	8,3 %	8,7 %	9,9 %	11,4 %
Managed Services-osuus (%)	51 %	50 %	55 %	56 %	58 %	60 %	64 %	65 %	66 %	71 %	72 %	73 %	74 %	74 %	75 %	75 %
Sulautetut järjestelmät ja IoT									Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e
Liikevaihto										11,7	10,2	12,2	12,7	13,1	11,4	13,7
Liikevaihdon kasvu-%														12,0 %	12,0 %	12,0 %
Operatiivinen liikevoitto*										1,2	0,9	1,3	1,3	1,4	1,0	1,5
Operatiivinen liikevoitto-%										10,5 %	8,6 %	10,7 %	10,2 %	10,9 %	8,9 %	11,1 %
Managed Services-osuus (%)										49 %	50 %	51 %	52 %	52 %	53 %	53 %
* ilman vrtysjärjestelyihin liittyviä eriä kuten aineettomien poistoja ja lisäkauppahintojen uudelleenarvostuksia.																

* ilman yritysjärjestelyihin liittyviä erää kuten aineettomien poistojen ja lisäkauppahintojen uudelleenarvostuksia.

Arvonmääritys ja suositus

Arvonmääritys

Hinnoittelimme Etteplania ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan poikkeuksellisen relevantin verrokkiryhmän kanssa. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa.

Etteplanin osake on noussut viime vuosien aikana voimakkaasti ja liiketoiminnan vahvasta kehityksestä huolimatta arvostuskertoimet ovat venyneet hieman. Mielestämme tämä on kuitenkin perusteltua, koska Etteplan on viime vuosina todistanut 1) strategiansa toimivuuden sekä 2) kykynsä luoda omistaja-arvoa yritysostoilla. Keskitymme analyysissä ensi vuoden arvostuskertoimiin, jotka sisältävät tuoreet yritysostot kokonaisuudessaan ja joita markkinat joka tapauksessa tässä vaiheessa vuotta katsovat.

Arvostuskertoimet ovat kohtuullisia

Vuosien 2016 ja 2017 P/E-kertoimet ovat kertaeristä oikaistuilla ennusteillamme 15x ja 14x tasoilla ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 10x ja 7-8x. Volyymipohjainen EV/liikevaihto-kerroin on vuodelle 2017e 0,7x ja tasepohjainen P/B-kerroin 2,3x. Ennustettu osinkotuotto on kuluvalle vuodelle 2,7 % ja ensi vuodelle 3,6 %.

Huomioiden Etteplanin historiallinen ja ennustettu tuloskasvunopeus, vakaa markkina-asema, vahva osingonmaksukyky, yritysostojen luomat mahdollisuudet ja suhteellisen maltillinen riskitaso pidämme kertoimia edelleen varsin houkuttelevina. Mielestämme neutraali P/E ensi vuoden ennusteilla on suunnilleen 15x-tasolla ja

neutraali EV/EBITDA noin 8x-9x. Tasepohjainen arvostus on korkeahko, mutta huomioiden kevyt taserakenne, korkea pääoman tuotto (normaalitaso noin 20 %) ja suhteellisen matala riskiprofiili, on se oikeutettu.

Vertailuryhmän arvostus

Etteplanille voidaan rakentaa hyvä verrokkiryhmä toimialan pääasiassa ruotsalaisten listattujen ansiosta. Etteplan on hinnoiteltu selkeällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmään, mikä oli mielestämme ymmärrettävää aikaisemmin, muttei enää. Etteplan on todistanut olevansa toimialan edelläkävijä ja viime vuosien kasvuluvut ovat myös kilpailukykyisiä verrokkeihin verrattuna.

Verrokkiryhmän vuosien 2016 ja 2017 mediaani P/E-kertoimet ovat noin 17x ja 14x tasoilla ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 11x ja 8x. Etteplanin kertoimet ovat noin 5-10 % verrokkiryhmää alhaisempia. Verrokkiryhmän osinkotuotot ovat 2,5 % ja 2,8 %, mitkä ovat selvästi Etteplania vastaavia alhaisempia. Mielestämme verrokkiryhmä vahvistaa näkemyksemme siitä, että Etteplan on hieman aliarvostettu erityisesti 2017 ennusteilla.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) erittäin pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. Se toimii kuitenkin varmistuksena muulle arvonmääritykselle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 7,3 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 3,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 7,0 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kuitenkin suhteellisen korkea, hieman yli 60 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,9 % ja oman pääoman kustannus on 9,4 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 0,25 % ja beta mielestämme Etteplanille varsin korkea 1,3.

Tavoitehintaa ja suositus

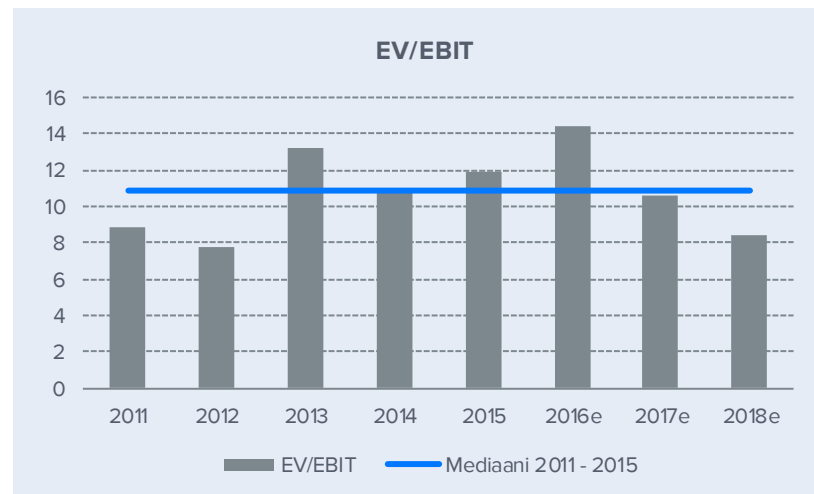
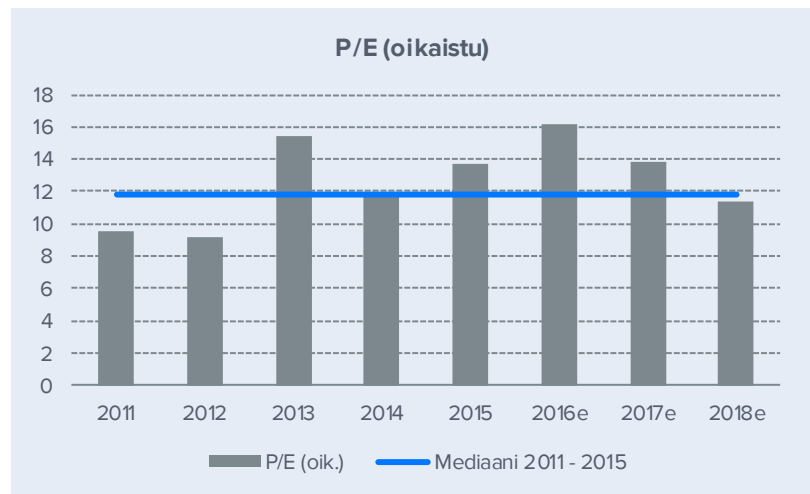
Suosituksemme Etteplanille on lisätä tavoitehinnalla 6,0 €. Tällä tasolla osake olisi mielestämme neutraalisti hinnoiteltu sekä suhteessa lähivuosien näkymiin että verrokkiryhmään. Tulevaisuuden potentiaalia on edelleen paljon, mutta jatkossa kurssinousun täytyy mielestämme tulla lähtökohtaisesti tuloskasvun kautta, sillä arvostuskertoimissa emme näe enää merkittävää nousuvaraa. Aikaisemmin suosituksemme oli lisätä tavoitehinnalla 5,8 €.

Pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta nykytasolla edelleen houkuttelevana hyvien tuloskasvunäkymien, Kiinan ja Keski-Euroopan ja konsolidoituvan toimialan potentiaalın ansiosta. Mielestämme Kiinan tai Keski-Euroopan tuomaa potentiaalia ei ole vielä hinnoiteltu osakkeeseen, vaikka markkinat selvästi odottavat positiivisen kehityksen jatkumista. Näin ollen mahdolliset pettymykset aiheuttaisivat painetta osakekursseille.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	2,24	2,68	3,14	3,04	4,90	5,65	5,65	5,65
Markkina-arvo	44	53	63	60	100	140	140	140
Yritysarvo (EV)	61	68	81	77	114	167	152	140
P/E (oik.)	9,5	9,2	15,5	11,8	13,8	16,2	13,8	11,3
P/E	9,5	9,2	14,8	10,2	16,0	18,7	13,8	11,3
P/Kassavirta	10,3	14,9	73,0	10,2	37,4	-6,3	6,9	8,1
P/B	2,2	2,1	2,5	2,1	2,9	2,7	2,4	2,1
P/S	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,6	0,6	0,8	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,2	6,1	9,2	7,9	9,0	10,0	7,7	6,5
EV/EBIT	8,8	7,8	13,2	10,8	11,9	14,4	10,7	8,4
Osinko/tulos (%)	42,6 %	51,3 %	51,7 %	50,3 %	49,8 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	5,6 %	3,5 %	4,9 %	3,1 %	2,7 %	3,6 %	4,4 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes, tiedot kerätty 26.9.2016.

Vertailuryhmäarvostus

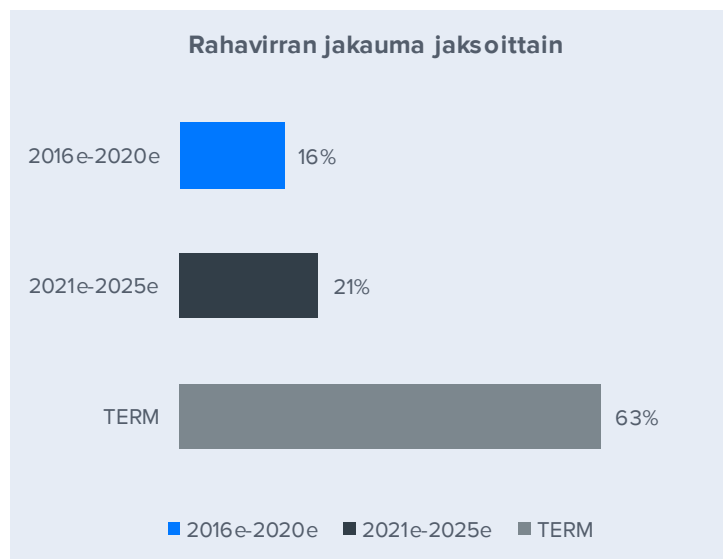
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Etteplan	5,64	140	156	14,8	11,2	10,8	8,1	15,1	13,5	2,8	3,2	2,6
ÅF	168,00	1377	1350	15,4	14,0	13,7	12,5	18,8	17,5	2,5	2,7	2,9
Semcon	47,30	89	100	8,4	6,8	7,0	5,7	10,4	8,7	3,7	4,5	1,3
Prevas	14,30	15	20	26,6	12,2	10,6	7,0	39,7	13,0	1,3	3,8	
Sweco	178,60	2272	2457	18,8	16,3	14,5	13,0	21,2	19,8	2,2	2,5	4,0
Rejlers	92,25	124	144	13,5	9,8	9,9	7,6	13,8	10,8	3,2	3,3	2,1
Pöyry	3,10	185	160	35,1	15,9	35,6	13,2	619,6	26,3		0,8	1,6
Alten	63,31	2133	2195	12,1	10,9	11,3	10,1	17,4	16,0	1,6	1,7	2,9
Bertrandt	98,00	994	1060	11,0	9,9	8,3	7,4	15,7	13,9	2,6	2,8	2,8
Staffline	914,50	292	344	7,4	6,6	6,7	5,9	8,1	7,9	0,0	0,0	2,7
Ework Group	74,00	132	120	12,7	10,7	12,6	10,6	17,8	15,0	4,7	5,1	9,8
Etteplan (Inderes)	5,65	140	167	14,4	10,7	10,0	7,7	16,2	13,8	2,7	3,6	2,7
Keskiarvo				16,0	11,3	12,8	9,2	72,5	14,8	2,5	2,8	3,3
Mediaani				13,5	10,9	10,8	8,1	17,4	13,9	2,5	2,8	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				6 %	-2 %	-7 %	-5 %	-7 %	-1 %	5 %	27 %	-2 %

Lähde: Bloomberg / Inderes, tiedot kerätty 26.9.2016. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	8,6	10,4	14,2	16,7	18,0	18,9	19,6	20,3	20,2	20,3	20,9	
+ Kokonaispoistot	3,1	5,1	5,4	5,0	5,3	5,0	5,3	5,5	5,7	5,9	6,1	
- Maksetut verot	-1,1	-0,2	-2,9	-3,5	-3,9	-4,1	-4,3	-4,4	-4,4	-4,5	-4,6	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	3,4	-8,3	5,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	13,8	6,8	22,4	18,1	19,5	19,9	20,7	21,4	21,5	21,8	22,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-11,2	-30,7	-2,0	-0,8	-5,0	-5,7	-5,9	-6,0	-6,3	-6,4	-6,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,7	-22,4	20,4	17,3	14,5	14,1	14,8	15,4	15,3	15,3	15,8	
+/- 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	2,7	-22,4	20,4	17,3	14,5	14,1	14,8	15,4	15,3	15,3	15,8	276,0
Diskontattu vapaa kassavirta		-21,9	18,3	14,3	10,9	9,8	9,4	9,0	8,2	7,6	7,2	125,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	198,1	220,0	201,6	187,4	176,4	166,6	157,2	148,2	140,0	132,4	125,2	
Velaton arvo DCF	198,1											
- Korolliset velat		-23,2										
+ Rahavarat		8,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,1										
Oman pääoman arvo DCF	180,6											
Oman pääoman arvo DCF per osake	7,29											

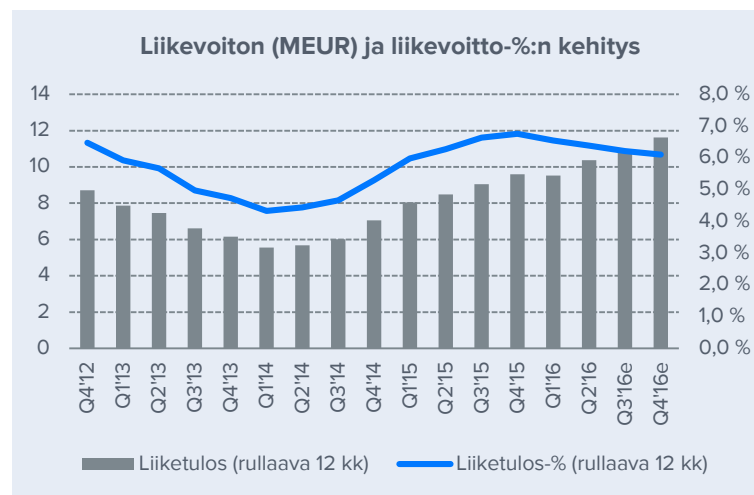
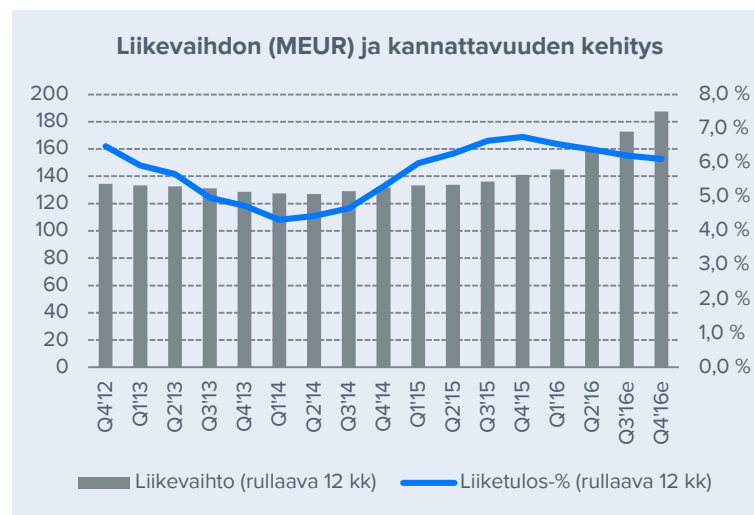
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,25 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %



Lähde: Inderes, tiedot kerätty 26.9.2016

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	129	132	141	187	211	226
Kulut	-89	-93	-101	-172	-192	-204
EBITDA	9,1	10,5	11,7	15,5	19,7	21,7
Poistot	-2,7	-2,6	-3,1	-5,1	-5,4	-5,0
Liikevoitto	6,4	7,9	8,6	10,4	14,2	16,7
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,2</i>	<i>0,8</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>6,2</i>	<i>7,1</i>	<i>9,6</i>	<i>11,6</i>	<i>14,2</i>	<i>16,7</i>
Rahoituserät	-2,0	-2,3	-2,6	-2,6	-2,0	-1,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	5,7	7,2	7,9	9,5	13,2	16,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,3	-1,0	-1,7	-1,9	-2,9	-3,5
Vähemmistöosuus	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	4,3	5,9	6,1	7,5	10,1	12,3
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>4,1</i>	<i>5,1</i>	<i>7,1</i>	<i>8,7</i>	<i>10,1</i>	<i>12,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	4,3	5,9	6,1	7,5	10,1	12,3
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,21</i>	<i>0,30</i>	<i>0,31</i>	<i>0,30</i>	<i>0,41</i>	<i>0,50</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,20	0,26	0,36	0,35	0,41	0,50



Tase, suositushistoria ja suurimmat omistajat

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	48	47	55	81	77
Liikearvo	39	39	43	58	58
Aineettomat oikeudet	6	6	9	20	16
Käyttöomaisuus	2	2	2	3	2
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	27	28	37	51	51
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	26	26	28	43	42
Likvidit varat	1	3	9	7	8
Taseen loppusumma	74	75	93	132	128

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	26	29	35	53	59
Osakepääoma	5	5	5	5	5
Kertyneet voittovarot	13	17	20	25	31
Omat osakkeet	-2	-1	-1	-2	-2
Uudelleenarvostusrahasto	7	7	7	7	7
Muu oma pääoma	3	1	4	18	18
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	14	10	10	30	20
Laskennalliset verovelat	1	1	2	4	4
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	11	9	8	25	15
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	2	0	0	2	2
Lyhytaikaiset velat	35	36	48	49	49
Lainat rahoituslaitoksilta	9	10	15	10	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	25	27	33	39	44
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	74	75	93	132	128

Suosituksien historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.9.2015	Lisää	4,60 €	4,20 €
7.10.2015	Osta	4,80 €	4,08 €
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 €

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ingman Group Oy Ab	66,6 %
Oy Fincorp Ab	10,0 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,0 %
Suunnittelu Ja Asennusten Valvonta - Savoy	2,3 %
Tuori Klaus	1,7 %
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka	1,5 %

Lähde: Inderes, tiedot kerätty 26.9.2016. Omistajatiedot: Etteplan, tiedot päivätty 31.8.2016.

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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvo malli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyyysi 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 nousuvara 12-kuukauden 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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 Inderesin, 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/>

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**