

Kevensimme omistustamme Etteplanissa

Myimme äsken noin puolet Etteplan-omistuksestamme keskihintaan 7,13 euroa/osake. Suhtaudumme edelleen positiivisesti yhtiöön ja sen liiketoiminnan kehitykseen, mutta osakkeen arvostustaso on noussut voimakkaasti alkuvuoden aikana ja nyt on mielestämme aika kotiuttaa osa voitoista. Etteplanin osakkeen arvo on noussut salkussamme noin 118 %, minkä lisäksi olemme päässeet nauttimaan hyvistä osinkotuotoista. Ostimme Etteplania alun perin tammikuussa 2015 ja lisäksi osallistuimme merkintäantiin keväällä 2016. Olemme tuottoon erittäin tyytyväisiä, sillä mielestämme se on saavutettu maltillisella riskitasolla.

Osake alkaa olla täyteen hinnoiteltu

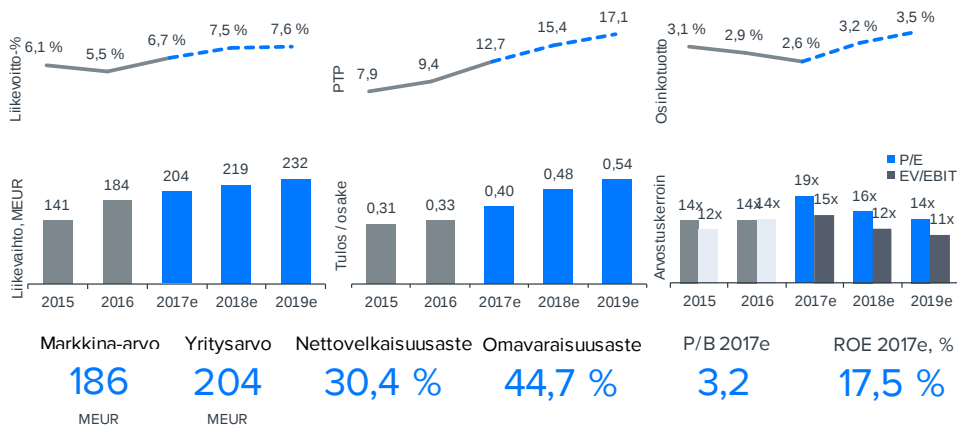
Etteplanin kehitys on ollut viime vuosina nopeaa, mikä on heijastunut myös osakekurssiin. Vuoden aikana osakekurssi on noussut noin 70 % ja vuoden 2017 alusta jo noin 26 %. Osakekurssin nousu on erityisesti viime aikoina tapahtunut arvostustason kustannuksella. Osakkeen 2017e P/E on noin 18x, EV/EBITDA yli 10x ja osinkotuotto 2,8 %. Nämä kertoimet ovat viime vuosien aikana olleet keskimäärin P/E alle 14x, EV/EBITDA alle 9x ja 3,5 % eli arvostus on noin 25 % korkeampi kuin normaalisti. Etteplan arvostetaan nyt myös selkeällä preemiolla suhteessa sen pääasiassa ruotsalaiseen verrokkiryhmään, kun perinteisesti yhtiö on hinnoiteltu alennuksella suhteessa ryhmään. Näiden syiden takia on mielestämme hyvä keventää omistusta Etteplanin painon noustua 7,2 %:n tasolle salkussamme. Kurssitaso ei ole myyntiä ajatellen enää optimaalinen, mutta isoon kuvaan tämä ei vaikuta.

Edelleen mielenkiintoinen tarina

Pidämme edelleen Etteplania houkuttelevana sijoitustarinana, minkä takia haluamme edelleen olla siinä mukana. Mielestämme yhtiön liiketoimintamalli (Managed Services ja Kiinan offshoring) on selvästi kilpailijoita edellä ja tarjoaa yhtiölle kilpailuedun. Positiivista on lisäksi se, että ulkoistustrendi jatkuu voimakkaana ja tukee Etteplanin kasvua. Lisäksi Kiinan markkinat ovat jatkaneet avautumistaan. Markkinatilanteen kehityksen suhteen olemme kuitenkin epäileväisiä. Konepajoja palvelevan Etteplanin markkinatilanne on vaihdellut vuoden 2016 aikana ja epävarmuus pysyy korkealla myös vuonna 2017, vaikka signaalit ovat tällä hetkellä positiivisia. Trumpin valinnan jälkeen markkinoiden reaktio on ollut yllättävän positiivinen ja makroindikaattorit ovat vahvoja, mutta emme ole vakuuttuneita optimismin kestästä. Myös protektionismin uhka on edelleen olemassa.

Mallisalkun käteispositio kasvaa edelleen

Olemme viime aikoina hiljalleen keventäneet osakepainoaamme, koska mielestämme osakemarkkinoiden arvostustasot ovat yleisesti korkeita eikä riskikorjattu tuotto-odotus ole enää Helsingin pörssissä houkutteleva. Etteplanin myynnin jälkeen salkkumme käteispaino nousee noin 21 %:n tasolle, minkä lisäksi salkussa on Comptel (painoarvo 11,1 % salkusta) odottamassa yritysosotilanteen selkeytymistä. Korkea käteispaino antaa meille mahdollisuuden toimia nopeasti, jos markkinoilla avautuu houkuttelevia ostopaikkoja. Seulomme salkkuun jatkuvasti kiinnostavia osakepaimintoja, mutta tällä hetkellä niitä on tarjolla rajallisesti.



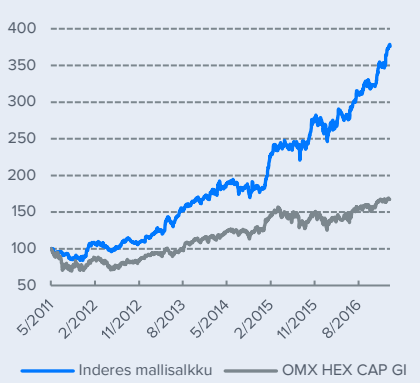
Mikael Rautanen Juha Kinnunen Sauli Vilén

Osakekurssi

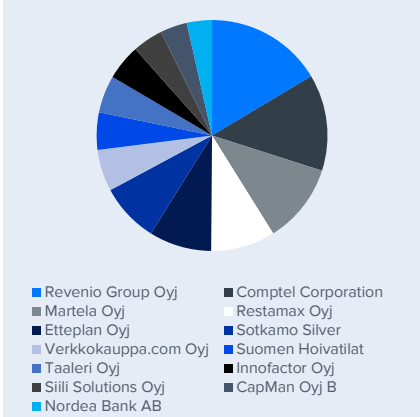


Lähde: Bloomberg

Mallisalkun pitkän aikavälin kehitys



Mallisalkun koostumus (ennen transaktiota)



Suhteellinen arvostus ja tiivistelmä

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Etteplan	7,18	178	207	14,5	12,3	10,6	9,3	17,5	15,4	2,6	3,1	2,9
ÅF	182,80	1512	1486	14,6	13,5	13,2	12,2	17,4	16,3	2,7	3,0	2,8
Semcon	57,75	110	119	6,9	5,2	6,5	5,1	12,9	11,3	3,9	4,2	1,8
Sweco	210,20	2690	2854	17,4	15,4	14,2	12,7	22,3	19,9	2,5	2,7	4,2
Rejlers	81,25	110	135	9,6	8,4	7,4	6,7	9,9	9,1	3,8	2,6	1,7
Pöyry	3,13	187	218	19,5	14,7	14,3	11,7	39,1	25,0	0,7	0,9	1,8
Alten	67,06	2259	2281	11,5	10,1	10,6	9,4	16,8	15,3	1,5	1,6	2,7
Bertrandt	92,81	941	968	10,3	9,4	7,6	7,0	14,3	13,2	2,8	3,0	2,4
Staffline	1150,00	368	411	8,3	7,7	7,4	6,9	9,9	9,5	0,0	0,0	3,0
Etteplan (Inderes)	7,20	177	195	14,3	11,3	10,4	8,6	18,2	14,9	2,7	3,3	3,0
Keskiarvo				12,5	10,7	10,2	9,0	17,8	15,0	2,3	2,3	2,6
Mediaani				11,5	10,1	10,6	9,3	16,8	15,3	2,6	2,7	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				24 %	12 %	-1 %	-8 %	8 %	-2 %	4 %	23 %	12 %

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

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	131,9	141,1	183,9	204,3	218,8
EBITDA	10,5	11,7	14,9	18,7	21,6
EBITDA-marginaali (%)	7,9	8,3	8,1	9,2	9,9
EBIT	7,9	8,6	10,1	13,6	16,3
Voitto ennen veroja	7,2	7,9	9,4	12,7	15,4
Nettovoitto	5,9	6,1	7,4	9,7	11,8
Kertaluontoiset erät	0,8	-1,0	-1,7	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	75,5	92,5	134,5	133,5	134,4
Oma pääoma	28,8	34,6	52,8	58,5	65,5
Liikearvo	38,6	42,7	58,1	58,1	58,1
Korolliset velat	18,8	23,2	34,3	23,9	14,5

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	10,5	11,7	14,9	18,7	21,6
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	3,4	-10,4	3,8	-0,1
Operatiivinen kassavirta	10,2	13,8	3,9	19,6	17,9
Vapaa kassavirta	5,9	2,7	-25,1	16,6	15,7

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 voimansiirrossa sekä materiaalinkäsittelyssä.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,30	0,31	0,33	0,40	0,48
EPS oikaistu	0,26	0,36	0,40	0,40	0,48
Operat. kassavirta per osake	0,52	0,69	0,17	0,80	0,73
Tasearvo per osake	1,45	1,73	2,30	2,38	2,66
Osinko per osake	0,15	0,15	0,16	0,20	0,24
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	18,2	14,9
P/B	2,1	2,9	2,6	3,0	2,7
P/Liikevaihto	0,5	0,7	0,7	0,9	0,8
P/CF	5,9	7,2	35,4	9,0	9,9
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,9	1,0	0,8
EV/EBITDA	7,3	9,8	11,2	10,4	8,6
EV/EBIT	9,7	13,3	16,5	14,3	11,3

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 %

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään 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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>