

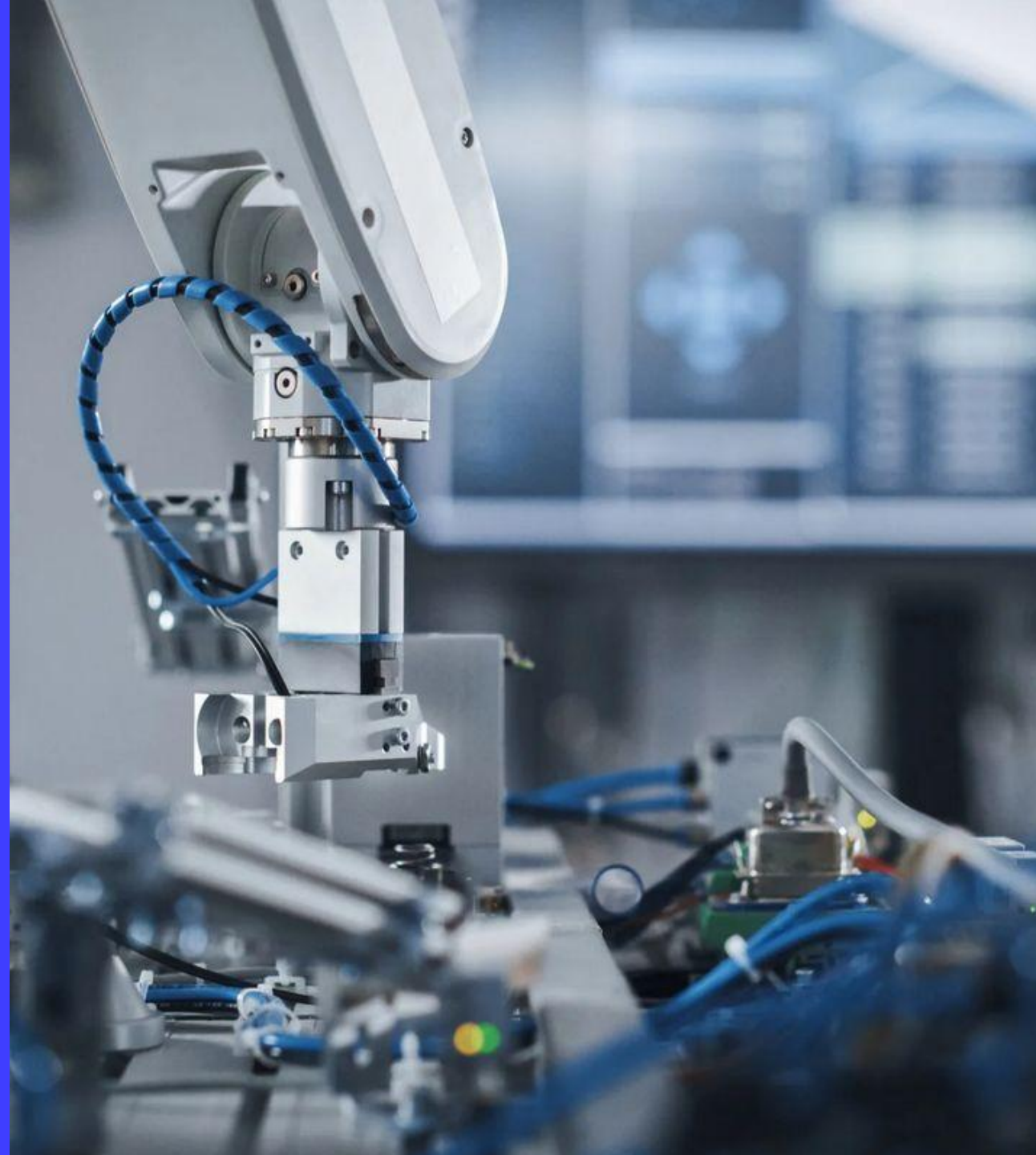
ETTEPLAN

04.09.2026 08.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Teknologiamurros alla, syklin käänne edessä

Etteplanilla on takanaan vaikeat vuodet. Nyt kysyntänäkymässä on merkkejä paremmasta, vaikka tietyillä asiakastoimialoilla tilanne on vielä hankala. Lyhyellä aikavälillä näemmekin edelleen tulosvaroitusriskin, mikäli kysyntä ei ole lähtenyt kesän jälkeen rivakasti paranemaan. Arvostus on maltillinen, mutta tuloskasvun kulmakertoimen ja lyhyen pään riskit pitävät meidät vielä toistaiseksi katsomossa. Tarkistamme tavoitehintamme 8,5 euroon (aik. 8,0 euroa) pienten positiivisten ennustetarkistusten myötä, mutta toistamme vähennä-suosituksemme.

Tuotteistetut tekoälyratkaisut strategian ytimessä

Etteplan on Suomessa, Pohjoismaissa, Keski-Euroopassa sekä Kiinassa toimiva teknologiapalveluyritys, jonka tarjooma kattaa suunnittelupalvelut, teknisen viestinnän ja datan ratkaisut sekä ohjelmistoratkaisuja. Vajaa puolet yhtiön liikevaihdosta tulee Suomesta, ja loput tulee Ruotsista ja Tanskasta, Keski-Euroopasta sekä Kiinasta. Tekoäly on yhtiön nykyisen strategiakauden ytimessä ja yhtiö on panostanut viime aikoina merkittävästi omien tuotteistettujen tekoälyratkaisuiden kehittämiseen. Yhtiön tavoite on, että näistä syntyisi 35 % liikevaihdosta vuonna 2027 (Q2’26: 6 %). Tavoite on kunnianhimoinen ja kuvaakin mielestämme enemmän yhtiön omaa tahtotilaa ja suuntaa. Tuotteistetut tekoälyratkaisut ovat käytännössä osa yhtiön tarjoomaa kaikissa uusissa suuremmissa hankkeissa (esim. [Patria-yhteistyö](#)) ja yhtiö näkee näissä potentiaalia markkinaosuuksien kasvattamiseen ja kannattavuuden parantamiseen. Tekoäly on jo muokannut merkittävästi asiantuntijatyötä, joten tarjoaman pitäminen ajan tasalla on mielestämme erittäin kriittistä.

Asiakkaiden toimialajakauma on elänyt viime vuosina

Etteplan elää asiakkaidensa menestyksestä, ja arviomme mukaan yhtiön poikkeuksellisen vaikeita viime vuosia selittää osin yhtiön asiakkaiden toimialajakauma. Esimerkiksi yhtiölle historiassa merkittävän metsäteollisuuden osuus liikevaihdosta on laskenut selvästi toimialan haastavan tilanteen myötä. Myös muun muassa

autoteollisuuden haasteet ovat heijastuneet yhtiöön. Toimialajakauma onkin elänyt ja nykyään energiateollisuus on suurin toimiala (16 % lv:sta), kun taas ilmailu ja puolustus on arviomme mukaan nopeimmin kasvava (9 % lv:sta).

Loppuvuosi tulee olemaan mielenkiintoinen

Kuluvan vuoden alku oli Etteplanille tuloksellisesti vielä hyvin heikko ja takamatka ohjeistukseen nähden on merkittävä etenkin tuloksen osalta, kun yhtiö teki H1:llä liikevoittoa 6,4 MEUR ja ohjeistus on 19-22 MEUR. Kysyntä oli piristymään päin Q2:n lopussa, vaikka mitään erityisen suurta kysyntäruisketta ei vielä ollut nähtävissä. Näemmekin heikon alkuvuoden jälkeen selvän riskin tulosvaroitukselle takamatkan ollessa tuntuva ja tämän osalta ratkaisevaa on kysynnän elpymisen kulmakerroin Q2:n jälkeen. Siten yhtiön seuraavat raportit tulevatkin olemaan erittäin mielenkiintoisia. Ennusteemme tälle vuodelle ovat edelleen alle yhtiön ohjeistuksen sekä liikevaihdon että liikevoiton osalta.

Lyhyen tähtäimen arvostuskuva on neutraali

Kuluvan vuoden ennusteillamme osakkeen arvostus on varsin neutraali (2026e oik. P/E 13x ja oik. EV/EBIT 11x). Neutraalia arvostuskuvaa puoltaa myös vain hieman kurssin yläpuolella oleva DCF-mallimme ja suunnilleen verrokkien kanssa linjassa oleva arvostus. Suomen talouden syklinen käänne tukee tulevien vuosien tuloskasvunäkymää, mutta se miten tämä heijastuu Etteplanin lukuihin on vielä epävarmaa, kun käännteestä ei ole vielä varsinaisesti näyttöjä yhtiön luvuissa. Arvostus muuttuu tulevien vuosien ennusteillamme houkuttelevaksi, mutta lyhyen pään tuottovaatimuksen ollessa edelleen koholla (käänteen kulmakerroin ja tulosvaroitusriski) emme nojaa arvostuksella vielä täysin tuloskäänteen jälkeisiin kertoiimiin. Arviomme mukaan loppuvuoden luvut ja näkymien kehitys tulevat antamaan tähän merkittävästi lisänäkyvyyttä. Näihin tekijöihin peilaten näemme tuotto-riskisuhteen varsin neutraalina, ja tarkkailemme parempaa paikkaa hypätä kyytiin.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

8,50 EUR

(aik. 8,00 EUR)

Osakekurssi:

8,50 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	361	358	372	384
kasvu-%	0 %	-1 %	4 %	3 %
EBIT oik.	27,0	25,3	29,0	31,3
EBIT-% oik.	7,5 %	7,1 %	7,8 %	8,2 %
Nettotulos	10,6	11,4	15,8	18,2
EPS (oik.)	0,71	0,66	0,79	0,88

P/E (oik.)	13,4	12,8	10,8	9,6
P/B	2,0	1,7	1,6	1,4
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,6 %	3,7 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,8	9,0	7,9
EV/EBITDA	8,5	7,7	6,4	5,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

Etteplan arvioi vuoden 2026 liikevaihdon olevan 360-375 (2025: 361,4) MEUR ja liikevoiton (EBIT) olevan 19-22 (2025: 17,9) MEUR.

Etteplan

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

1983 / 2000

Perustamisvuosi / listautuminen

361 MEUR (+0,1 % vs. 2024)

Liikevaihto 2025

67 %

Johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta (2025)

3680

Henkilöstö Q2'26 lopussa

57 % / 20 % / 23 %

Liikevaihdon jakauma vuonna 2025:
Suunnitteluratkaisut / Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut / Teknisen viestinnän ratkaisut

-2015

Ingman Group hankkii noin 66 %:n omistusosuuden vuonna 2013

Etteplanin kasvustrategia vahvistuu merkittävästi

Johdetut palvelumallit oleelliseksi osaksi strategiaa

Etteplan luo pohjaa seuraavien vuosien menestykselle

2015-2019

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

Vuonna 2016 uusi osaamisalue ja laajentuminen ohjelmistoihin

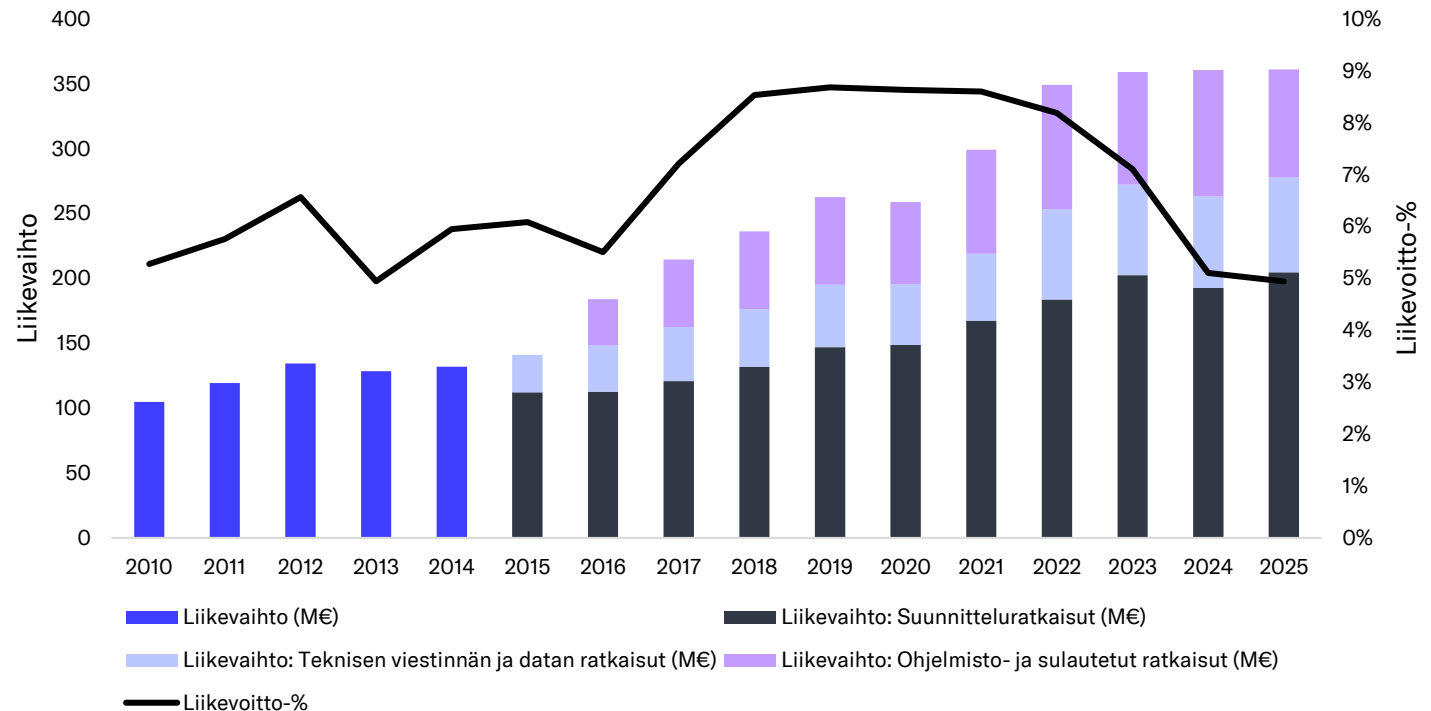
Digitalisaatio, IoT- ja sulautetut järjestelmät ytimeen

2019-2025

Vuonna 2019 strategian fokus kansainväliseen kasvuun ja erityisesti Keski-Eurooppaan

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

Vuosina 2023-2025 orgaaninen kasvu kääntyy negatiiviseksi ja kannattavuus heikkenee selvästi haastavassa markkinaympäristössä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Keskikokoinen teknologiapalveluyhtiö

Etteplanin palvelut kattavat teollisuuden laite- ja laitossuunnittelun ratkaisut, ohjelmisto- ja sulautettujen järjestelmien ratkaisut sekä teknisen viestinnän ja datan ratkaisut. Yhtiön asiakkaita ovat pääosin valmistavan teollisuuden yritykset. Etteplan teki vuonna 2025 361 MEUR:n liikevaihdon ja yhtiöllä on henkilöstöä 3680 (Q2'26 lopussa), joista valtaosa on asiantuntijoita monipuolisilla sektoreilla. Yhtiöllä on kolme palvelualueetta:

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

Ohjelmisto- ja sulautetuilla ratkaisulla tarkoitetaan tuotekehityspalveluja sekä ohjelmisto- ja teknologiaratkaisuja, joilla koneita ja laitteita ohjataan ja jotka mahdollistavat niiden digitaalisen verkottumisen osaksi esineiden internetiä. Etteplan on kasvattanut palvelualueutta merkittävästi yritysostoin, ja Etteplanista on tullut samalla myös merkittävä ohjelmisto-osaaja (alan asiantuntijoita vajaa 600).

Teknisen viestinnän ja datan ratkaisulla tarkoitetaan tuotteen teknisten ominaisuuksien viestintää tuotteen käyttäjille tarkoitetuiksi manuaaleiksi tai oppaiksi sekä tuotetun sisällön hallintaa ja jakelua sähköisessä tai painetussa muodossa. Nykyään alueen palveluihin kuuluu entistä enemmän interaktiiviset digitaaliset sisällöt ja

digitaalisen informaation jakelujärjestelmät. Tekninen viestintä on useimmiten teollisen asiakkaan ydinliiketoiminnan ulkopuolella oleva toiminto, jolla on kuitenkin keskeinen merkitys loppuasiakkaan huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnan sujuvuuteen ja tehokkuuteen. Tämä tekee toiminnosta helposti ulkoistettavan. Nykyään datan hallintaan liittyvät palvelut ovat palvelualueella selvä kasvualue tekoälyn käytön lisätessä tarvetta datan harmonisoinnille. Tekoäly on muovaamassa kaikkien palvelualueiden työnkuvia, mutta selkein muutos palveluratkaisuissa näkyy teknisen viestinnän ja datan ratkaisuissa.

Johtava toimija Suomessa ja haastaja ulkomailla

Etteplan on Suomen suurin kone- ja laitesuunnitteluun erikoistunut yritys. Yhtiö on myös merkittävä toimija Ruotsissa ja Tanskassa. Lisäksi yhtiö on Euroopan suurimpiin kuuluva teknisen viestinnän ratkaisuihin erikoistunut yritys. Kiinassa yhtiö on suurin pohjoismaisista suunnittelupalveluja tarjoavista yrityksistä. Kiina on myös yhtiölle kasvava markkina kehittyvän palveluiden ostokulttuurin myötä. Tämän lisäksi maan osaajia on käytetty offshoringiin, jossa Bangladeshin on tarkoitus kuitenkin ottaa suurempaa roolia.

Etteplanilla on liiketoimintaa myös Alankomaissa, Saksassa ja Puolassa. Yhtiö on kasvanut Keski-Euroopassa yritysostojen kautta ja sen osuus yhtiön liikevaihdosta on kasvanut viime vuosina selvästi. Yhtiö näkee Keski-Euroopan pitkän aikavälin trendit kysynnän kannalta suotuisiksi. Saksan suuren elvytyspaketin pitäisi tukea maan sekä muidenkin Euroopan maiden näkymiä tulevina vuosina, joskin toistaiseksi vaikutukset ovat olleet maltillisia, ja Saksan taloutta rasittaa muun muassa autoteollisuuden heikko vire.

Etteplanin kymmenen vuoden kehitys

2015

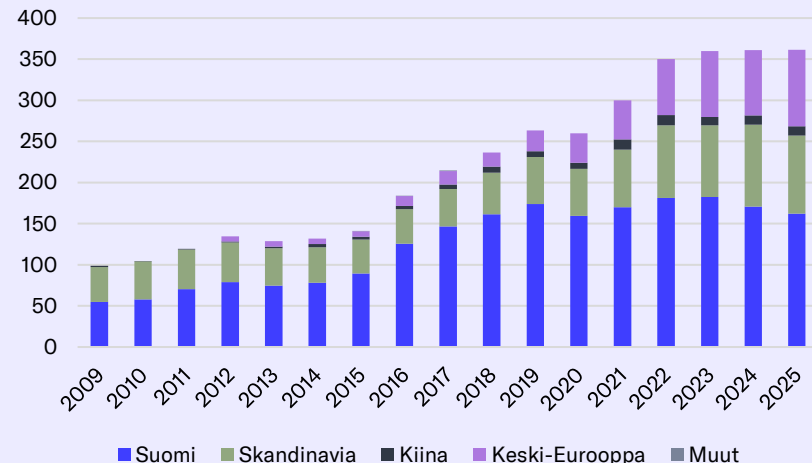
- Liikevaihto 141,1 MEUR
- EBITA 9,5 MEUR (6,8 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 2074
- Liiketoiminta keskittynyt suunnitteluratkaisuihin ja valtaosin Suomeen ja Ruotsiin



2025

- Liikevaihto 361 MEUR
- EBITA 24,2 MEUR (6,7 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö 3777
- Liiketoiminta laajentunut ohjelmistoratkaisuihin samalla, kun olemassa olleet liiketoiminnat ovat kasvaneet merkittävästi
- Yli 50 % liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta

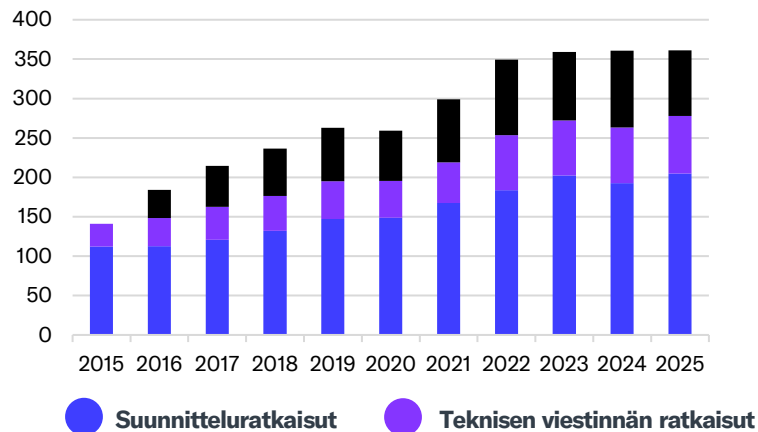
Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (MEUR)



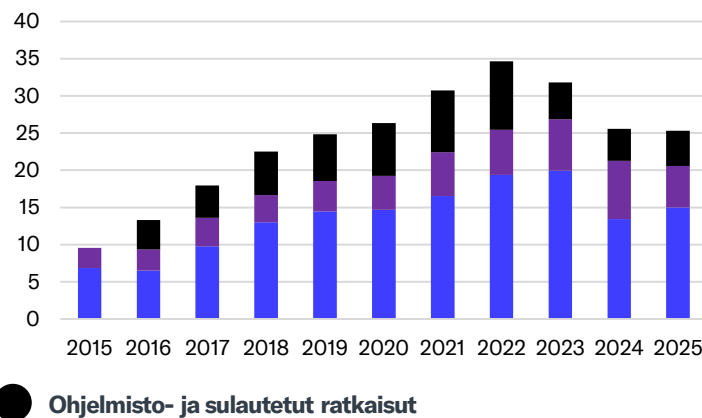
Lähde: Inderes

Etteplanin rakennemuutos viimeisen kymmenen vuoden aikana

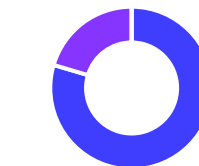
Liikevaihdon kasvu ja jakautuminen (MEUR)



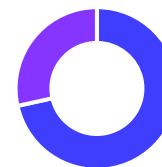
Operatiivisen liikevoiton (EBITA) kasvu ja jakautuminen (MEUR)



Liikevaihdon jakautuminen (2015)



Op. liikevoiton jakautuminen (2015)



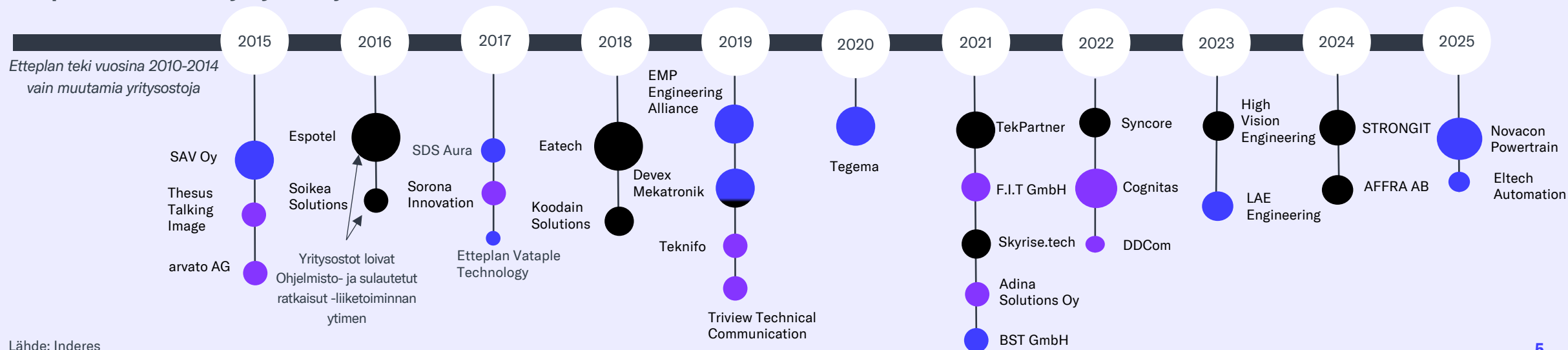
Liikevaihdon jakautuminen (2025)



Op. liikevoiton jakautuminen (2025)



Etteplanin merkittävät yritysostot jaksolla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Perinteisessä resurssivuokrauksessa on haasteensa

Perinteinen liiketoimintamalli toimialalla on ollut valtaosin resurssivuokrausta (ns. CV-myyntiä), jossa asiakas vuokraa asiantuntevaa työvoimaa omiin tarpeisiinsa yleensä omiin toimitiloihinsa. Liiketoimintamallilla on mielestämme heikkouksia, kuten heikko näkyvyys kysyntään, yleensä tuntipohjainen hinnoittelumalli, kireä kilpailu (erityisesti kysynnän heikentyessä) ja usein henkilöstön vaihtuvuus.

Kestävää kilpailuetua on henkilöstön osaamisen varaan mielestämme hankala rakentaa, jos asiakkaat voivat palkata parhaat osaajat sen sijaan, että ne ostaisivat palvelut esimerkiksi Etteplanilta perinteisessä mallissa. Perinteisessä mallissa henkilöstön vaihtuvuus voi osoittautua ongelmaksi, ja tällöin yhtiö voi menettää samalla liiketoiminnan, jonka asiakkaan palvelukseen siirtynyt henkilö on yhtiöön tuonut.

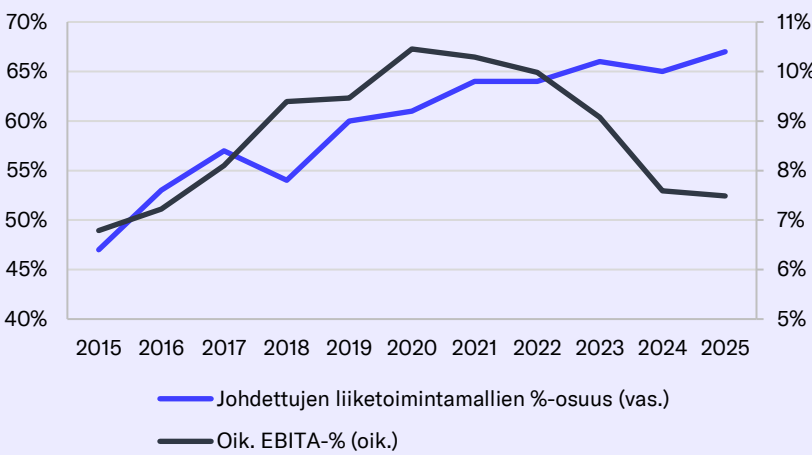
Johdetut palvelut (Managed Services)

Etteplan on siirtynyt vuosien saatossa asteittain entistä enemmän johdetut palvelut -toimintamalliin (Managed Services, MS). Johdetuissa palveluissa Etteplanilla on mahdollisuus määrittää itse prosessi, siinä käytettävät resurssit, palveluiden hinnoittelu perustuu enemmän lisäarvoon ja myös näkyvyys kysyntään on resurssivuokrausta parempi. Yhdessä edellä mainitut tekijät johtavat parempaan henkilöstön käyttöasteeseen, mikä tukee myös kannattavuutta. Historiassa kannattavuus ja MS-osuus liikkuivatkin käsi kädessä, mutta viime vuosina yhteys on katkennut. Tämä selittyy kuitenkin kokonaisvaltaisella heikolla syklillä ja johdettujen palveluiden ja resurssivuokrauksen kannattavuusero on vain kasvanut,

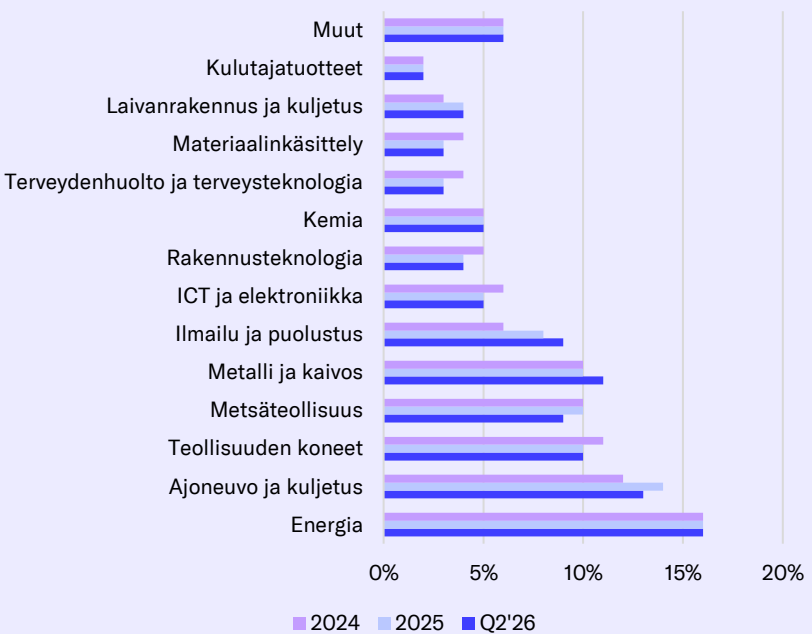
kun heikossa markkinassa ylimääräisiä resursseja pyritään työllistämään painaen resurssivuokrauksen katteita. Lisäksi on hyvä huomioida, että Etteplan pystyy hyödyntämään omaa offshoring-toimintoaan Kiinassa ja Bangladeshissa sekä near-shoring-toimintoaan Puolassa palveluiden tuottamisessa, mikä parantaa hintakilpailukykyä. Kun Etteplan vastaa esimerkiksi asiakkaan tietystä prosessista, se on asiakkaalle tärkeä yhteistyökumppani eikä vain ”resurssintarjoaja”. Tämä syventää asiakassuhdetta ja parantaa asiakaspysyvyyttä. Hinnoittelu on MS-mallissa vapaampaa, koska se perustuu lähtökohtaisesti yhtiön tarjoamaan lisäarvoon. Tuntipohjaisten hintojen vertailu on asiakkaille helppoa ja erottautuminen tässä on vaikeaa. Perusidea on, että tehtävään erikoistunut yhtiö, kuten Etteplan, pystyy tekemään työn tehokkaammin kuin asiakasyhtiö, jolle kyse on perinteisesti ydinosaamisen ulkopuolisesta toiminnosta.

Myös kilpailijat myyvät johdettujen palveluiden kaltaisia ulkoistuksia ja projekteja. Esimerkiksi AFRY:n vuoden 2025 liikevaihdon 76 % kertyi ”Project Business” -erästä, jossa Etteplanin johdettujen palveluiden tapaan maksetaan työn tuloksista (eikä laskutettavista tunneista) ja laskutus voi olla luonteeltaan ”jatkuva”. Vaikka toimintamallissa on etuja perinteiseen malliin nähden, ei se nähdäksemme muodosta kestävä kilpailuetua, sillä mallia on myös kilpailijoilla käytössä.

Johdetut liiketoimintamallit ja kannattavuus



Liikevaihdon jakauma toimialoittain



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Suurin osa liikevaihdosta tulee johdetuista palveluista

Vuonna 2025 Etteplanin liikevaihdosta 67 %:n osuus tuli johdetuista palveluista. Kokonaan resurssivuokraus ei tule poistumaan, ja se tulee olemaan osa Etteplanin liiketoimintaa myös jatkossa. Etteplanin strateginen tavoite on, että vuonna 2027 johdettujen palveluiden osuus liikevaihdosta on 75 % (aiemmin sama tavoite vuodelle 2024). Viime vuosina johdettujen palveluiden osuus on tasaantunut, ja tavoite ensi vuodelle vaikuttaa jo varsin haastavalta saavuttaa. Palvelualueista johdetut palvelut on yleinen malli erityisesti Teknisen viestinnän ja datan ratkaisuissa (2025: 86 % lv:sta). Yhtiön tekemissä yritysostokohteissa malli ei tyypillisesti ole käytössä, ja yhtiö usein muuntaa kohteiden mallia kohti MS-mallia.

Tekoäly on iso muutosvoima yhtiön liiketoiminnassa

Tekoäly muokkaa kaikkia Etteplanin palvelualueita ja työn luonnetta niissä. Tekoäly laskee jossain määrin kynnystä asiakkaille toteuttaa itse esimerkiksi tiettyjä ohjelmistokehitysprojekteja. Siten nähdäksemme rima sen osalta, millä yhtiö luo asiakkaalle lisäarvoa, nousee jossain määrin. Arviomme mukaan asiakkaat tulevat kuitenkin jatkossakin tekoälystä huolimatta ulkoistamaan toimintoja, jotka eivät ole oman toimintansa ytimessä, ja siten tarve ulkopuolisille asiantuntijoille ja näiden palveluratkaisuille ei ole katoamassa. Tämä pätee mielestämme erityisesti Teknisen viestinnän ja datan ratkaisut -palvelualueeseen, jonka palvelut ovat usein yhtiön asiakkaille pakollisia, mutta selvästi ydinliiketoiminnan ulkopuolisia.

Tekoälypohjaisten tuotteistettujen ratkaisujen kehittäminen on kriittisessä roolissa Etteplanin strategiaa, ja yhtiön orgaaninen kasvu ja kasvutavoitteet käytännössä nojaavat näiden uusien ratkaisujen myyntiin. Tekoälyratkaisut ovat

mukana suurimmassa osassa uusista isommista asiakashankkeista. Yhtenä esimerkkinä tästä on yhtiön syvenevä [Patria-yhteistyö](#). Lisäksi yhtiö keskittyy yhä enemmän datan hallintaan ja ylläpitoon, jotka mahdollistavat tekoälyn tehokkaan käytön.

Tällä hetkellä yhtiön liikevaihdosta noin 6 % (Q2'26) tulee näistä, mutta yhtiön kunnianhimo on huomattavasti korkeammalla (tavoite vuodelle 2027 on 35 %). Tavoite ensi vuodelle on kunnianhimoinen, mutta projektien lukumäärä, joissa yhtiön AI-ratkaisut ovat mukana, on kuitenkin jatkuvasti kasvamaan päin, ja odotamme osuuden jatkavan kasvussa tulevina neljänneksinä.

Liiketoimintamallin osalta tekoälyratkaisut noudattelevat johdettujen palvelumallien rakennetta verrattuna resurssivuokraukseen, sillä palvelun tuottamisessa käytetään Etteplanin omaa palveluratkaisua ja hinnoittelu on siten lisäarvopohjaista. Tekoälypohjaisen liikevaihdon kasvu heijastuu siten myös MSI-tavoitteeseen. Etteplan odottaa, että tuotteistetuilla ratkaisuilla pitäisikin olla pidemmällä aikavälillä kannattavuuteen positiivinen vaikutus. Yhtiön mukaan kannattavuusparannus näkyy jo hankkeiden kohdalla, joissa tekoälyratkaisut ovat olleet käytössä pidempään. Toistaiseksi tämän vaikutus on arviomme mukaan hautautunut yhtiön tarjoaman rakentamiseen vaadittuihin panostuksiin. Kannattavuusparannuksen lisäksi uusilla ratkaisuilla on luonnollisesti mahdollista kiihdyttää kasvua ja voittaa markkinaosuuksia. Tähän vaikuttaa kuitenkin myös palvelualue. Esimerkiksi Teknisen viestinnän ja datan ratkaisuissa yhtiö on tekoälytarjoomansa osalta pisimmällä, ja täällä näemme myös eniten mahdollisuuksia. Sen sijaan ohjelmistopuolella kilpailu on arviomme mukaan kovempaa ja uniikkeja sekä kilpailijoita merkittävästi parempia ratkaisuja on haastavampi kehittää.

Johdetut palvelumallit vs. perinteinen resurssivuokraus

Ulkoiusratkaisuja, esimerkiksi Husqvarnan teknisen viestinnän sisällöntuotanto

Avaintekijät	Perinteinen malli	Johdetut palvelumallit (Managed Services)		
	Resurssi-vuokraus	Projektit	Jatkuvat palvelut	Palvelu-tuotteet
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	Lisäarvo-pohjainen	Lisäarvo-pohjainen	Lisäarvo-pohjainen
Näkyvyys kysyntään	Heikko	Kohtuullinen	Erittäin hyvä	Kohtuullinen

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

Lisäarvo-pohjainen hinnoittelu mahdollistaa paremman kannattavuuden

Mahdollistaa osittaisen skaalautuvuuden

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

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Suunnitteluratkaisut

Suunnitteluratkaisulla tarkoitetaan asiakkaan koneen tai laitteen teknisten ominaisuuksien innovointia, suunnittelua ja laskentaa tuotekehitystarpeisiin sekä tuotteen valmistusta varten. Toimeksiannot ovat tyypillisesti uuden tuotteen tuotekehitystä, tuotantolaitosten suunnittelua tai toimitussuunnittelua, jossa tuote räätälöidään loppuasiakkaan vaatimusten ja markkina-alueen lainsäädännön mukaiseksi. Lisäksi yhtiö tekee tuotantoratkaisuja eli esimerkiksi suunnittelee asiakkaiden tuotantosoluja. Etteplanin Suunnitteluratkaisut voidaan siis jakaa 1) tuotesuunnitteluun, 2) laitossuunnitteluun sekä 3) tuotantoratkaisuihin.

Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja markkinakoosta löytyy paljon erilaisia arvioita. Globaalin markkinan koolla ei ole Etteplanille juuri merkitystä, vaan oleellista on Euroopan markkinan kehitys (erityisesti Suomi ja Ruotsi). Toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja eri tutkimustalojen mukaan alan kasvu ylittää pitkällä aikavälillä globaalin bkt:n kasvun. Jopa suunnittelupalveluiden kasvua merkittävämpää Etteplanin kannalta voi olla ulkoistamiskehitys, sillä suuri osa toiminnasta on asiakkaiden omissa organisaatioissa. Ulkoistuksien vaikutus Etteplanin kasvuun on ollut historiassa merkittävä. Ulkoistustrendi liikkuu kuitenkin sykleissä, sillä ajoittain asiakkaat panostavat myös enemmän inhouse-osaamiseen, kuten viime vuosina.

Toimialan kasvu ei kuitenkaan ole tasaista vaan se vaihtelee investointihyödykkeiden kysyntätilanteen mukana. Viime vuosien pitkittynyt taantuma Euroopassa ja Suomessa toi jälleen esiin segmentin syklistyyden. Samalla myös suunnittelu- ja palveluiden ulkoistus halvempiin maihin ja asiakkaiden kustannussäästöt ovat vaikuttaneet kysyntään negatiivisesti.

Tekoäly tulee muokkaamaan suunnittelutoimialaa merkittävästi tulevina vuosina, mutta sen vaikutukset uivat nähdäksemme

hitaimmin tälle palvelualueelle. Etteplan on muun muassa tuonut tekoälyominaisuuksia olemassa oleviin ratkaisuihinsa, kuten Etteplan LEANIin, joka optimoi koko tilauksesta toimitukseen -suunnitteluprosessia.

Suunnitteluratkaisut ovat 57 % liikevaihdosta

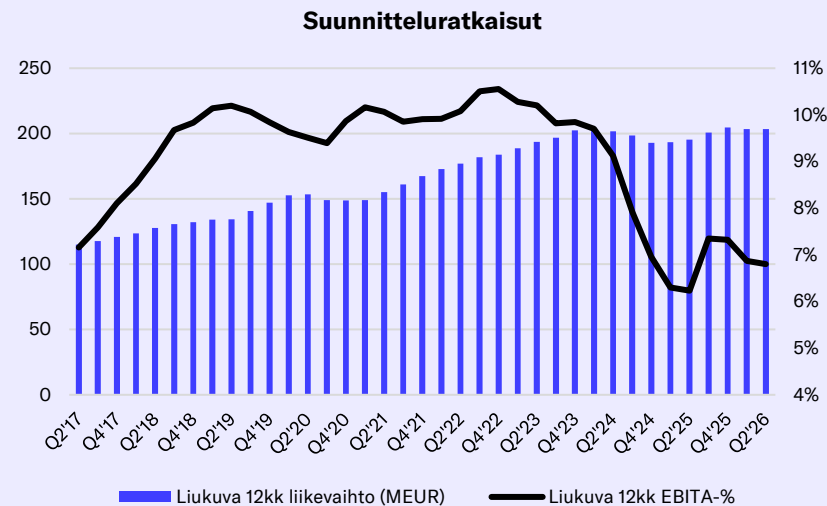
Suunnittelupalvelut ovat muodostaneet Etteplanin ytimen vuodesta 1983, jolloin yhtiö perustettiin. Liiketoiminta nojaa osaavaan henkilöstöön ja resurssivuokraus on edelleen merkittävä osa liiketoimintaa. Vuonna 2025 palvelualueen liikevaihto oli 205 MEUR (+6 %, kasvua tuki Novacon-yrityskauppa), mikä vastasi noin 57 % konsernin kokonaisliikevaihdosta. Historiassa segmentti on ollut kannattavuuden osalta konsernin tasaisin suorittaja, mutta viime vuosina kannattavuus on heikentynyt selvästi heikossa syklissä EBITA-marginaalin heikentyessä 6,8 %:iin (ed. 12kk Q2'26), kun se oli huippuvuosina 2018-2023 noin 10 %. Kannattavuuden odotamme paranevan selvästi nykyiseltä vasisulta tasolta, mutta emme odota sen palaavan kestävästi aivan 10 %:n tasolle.

Etteplanin Suunnittelupalvelujen pidemmän aikavälin kasvua tukevat merkittävät kasvuajurit. Näitä ovat muun muassa tuotteiden monimutkaisuuden kasvu, lyhentyneet elinkaaret sekä teollinen internet (IoT). Etteplanin kysynnästä karkeasti noin puolet liittyy tilaus/toimitus-prosesseihin ja puolet tuotekehitykseen. Laadukkaat yhtiöt jatkavat tuotekehitystä tyypillisesti myös heikommassa syklissä, mutta viime vuosina myös tuotekehityksaktiiviteetti on ollut vasisua. Merkkejä paremmasta kuitenkin on tällä hetkellä.

Suunnittelupalvelut ovat kasvaneet historiassa tasaisen maltillisesti orgaanisesti, minkä lisäksi kasvua on kiihdytetty yritysostoilla. Vuoteen 2023 asti kasvu oli vauhdikasta, mutta heikentynyt taloustilanne ajoi kasvun negatiiviseksi vuonna 2024. Vuonna 2025 segmentti kasvoi yritysoston tuella, mutta orgaanisesti liikevaihto pysyi laskussa. Liikevaihdon lasku on jatkunut myös 2026 puolella H1:llä.

Esimerkkejä suunnitteluratkaisujen pidemmän aikavälin trendeistä

- Tekoäly muokkaa suunnitteluprosesseja ja tehostaa työtä
- Tuotteiden monimutkaisuuden kasvu sekä lyhentyneet elinkaaret
- Teollinen internet (IoT, Etteplanin yksi vahvuusalue)
- Vaatimukset ympäristöystävällisille tuotteille
- Väestön ikääntyminen ja kehittyvät markkinat, jotka muokkaavat tarpeita
- Asiakasyrityksien kasvava fokus omiin ydinliiketoimintoihin



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut

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

Digitalisaation, IoT:n, pilviratkaisujen, laitteiden ”älykkyyden” kasvaminen sekä tekoäly ovat trendejä, jotka vaikuttavat voimakkaasti myös suunnittelutoimialaan. Historiassa osajien houkuttelevuus on ollut suurin haaste tällä alalla, mutta heikentyneen talousympäristön myötä kasvun pullonkaula on siirtynyt Suomessa enemmän asiakaskysyntään. Vahva osaaminen tällä alueella yhdistettynä tuoteosaamiseen luo houkuttelevan tarjooman asiakkaalle ja avaa mahdollisuuden ristiinmyynnille. Laajennetulla palvelukonseptilla yhtiön pitäisi pystyä tarjoamaan asiakkailleen uutta lisäarvoa erityisesti huolto- ja kunnossapitoliiiketoiminnan kehittämisessä. IoT-osaamisen yhdistäminen tekniseen viestintään voi myös parantaa kilpailukykyä. Etteplan pyrkii jatkuvasti parantamaan palvelualueiden yhteistyötä, missä yhtiö on kehittynyt, mutta välillä asiakkaat itse aiheuttavat tähän haasteita (eri ostajat osastojen keskittyessä eri kehitysalueisiin).

Tekoälyn kehitys on mielenkiintoinen muuttuja palvelualueen kannalta, sillä sen luomien liiketoimintamahdollisuuksien lisäksi se tulee myös muuttamaan työn luonnetta merkittävästi ja siten aiheuttamaan myös epävarmuutta kehityksen suhteen. Tekoäly on jo tehostanut merkittävästi perinteistä ohjelmistokehitystä. Tuottavuuden parantuessa yhtiön tulee

kyetä tarjoamaan enemmän lisäarvoa vähemmällä työtunneilla. Muuten riskinä voi olla hintojen selvä lasku. Tässä vaiheessa onkin vielä epävarmaa, miten tekoälyn aiheuttamasta tuottavuuden paranemisesta tuleva hyöty tulee jakautumaan toimittajan ja asiakkaan välillä. Vuoden 2026 palvelualueen muutosneuvotteluiden taustalla olivat osin tekoälyn aiheuttamat muutostarpeet osaamispohjaan. Tuotteistettujen tekoälyratkaisujen osalta yhtiöllä on myös pisin matka kuljettavana tällä palvelualueella.

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

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut ovat 23 % liikevaihdosta

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut on ollut osa Etteplania vuodesta 2016, jolloin sen nimi oli vielä Sulautetut järjestelmät ja IoT -palvelualue. Vuonna 2025 palvelualueen liikevaihto oli 83 MEUR (-15 %) eli se vastasi noin 23 % konsernin liikevaihdosta. Palvelualueen EBITA oli 5,6 MEUR (eli 6,7 % liikevaihdosta) vuonna 2025. Palvelualueen viime vuodet ovat olleet erittäin haastavia, ja liikevaihto on tullut alaspäin tehdyistä yrityskaupoista huolimatta. Laskun taustalla on ollut isoita osin heikko kysyntä tuotekehityspalveluille. IT-palveluyhtiöiden kehitys on ollut muutenkin erittäin heikkoa Suomessa viime vuosina ja siten samat teemat pätevät Etteplanin Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut -alueeseen. Samalla myös asiakkaiden inhouse-trendi (asiakkaat palkkaavat osaajat itse) ja tekoälykehitys on muokannut alaa.

Palvelualueen kannattavuus on heilunut suhteellisen paljon vuosien varrella, kun se oli huipussaan noin 8-11 % välillä. Heikon kysynnän myötä yhtiö on joutunut sopeuttamaan palvelualueen toimintaa useaan otteeseen (viimeksi mittavat sopeutustoimet vuoden 2026 alussa). Emme pidä historiallisia huippukannattavuuksia enää kestäväenä normaalina tasona.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut -alueen palveluesimerkkejä

Sulautetut järjestelmät

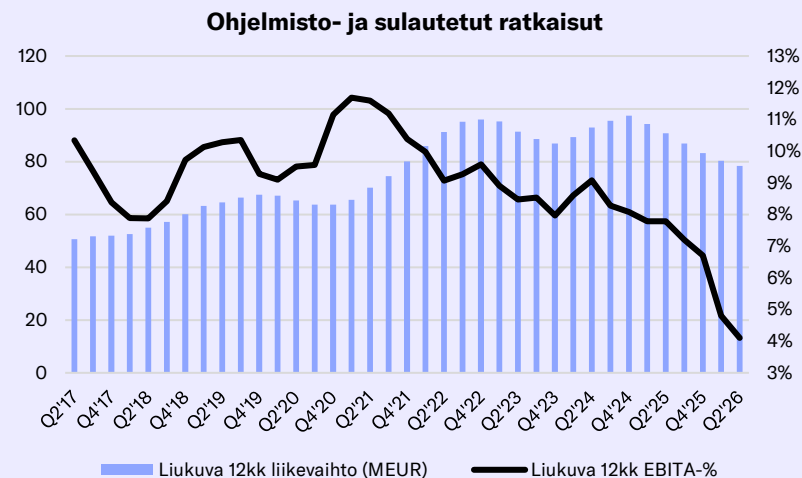
- Antenni-, RF- ja SI-suunnittelu
- Elektroniikka- ja sulautettujen ohjelmistojen suunnittelu
- EM-simulointipalvelut
- Kyberturvallisuuspalvelut

Ohjelmistokehitys ja -testaus

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

Pilviratkaisut ja sovellukset

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Tekninen viestintä ja datan ratkaisut

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

Tekninen viestintä ja datan ratkaisut ovat 20 % liikevaihdosta

Teknisen viestinnän ja datan ratkaisut on ollut jo pitkään merkittävä osa Etteplanin liiketoimintaa, ja historiassa palvelualue on kasvanut kannattavasti. Palvelualueen kasvu on kuitenkin tapahtunut hyppäyksittäin pääosin yrityskauppojen seurauksena. Ennen koronaa ja koronan aikana alueen kasvu oli suhteellisen vaisua, mutta vuosina 2021-2022 alue palasi vahvaan kasvuun. Vuonna 2022 kasvua vauhditti erityisesti Cognitas-yrityskauppa. Tämän jälkeen vuosina 2023-2024 kasvu oli jälleen hyvin maltillista, mutta piristyi hieman vuonna 2025. Palvelualue on Etteplanin pienin sen vastatessa noin 20 % liikevaihdosta vuonna 2025.

Vuonna 2025 palvelualueen liikevaihto oli 73 MEUR (+4 %) ja EBITA-% oli noin 6,5 %. Mielestämme palvelualueen kannattavuuspotentiaali on nykyistä korkeampi hyvässä markkinatilanteessa ja kun uusien tekoälypohjaisten ratkaisujen käyttöönotto kasvaa.

Aiemmin kasvua ovat tukeneet erityisesti uudet asiakkuudet ja ulkoistukset, joita Etteplan voittaa vahvalla tarjonnallaan edelleen. Palvelualueen johdettujen palveluiden suuren osuuden (2025: 86 %) vuoksi palvelualue on melko vakaa,

mutta asiakkaiden volyymikehityksellä on vaikutusta myös Etteplanin kysyntään.

Yhtiöllä on monipuolinen tarjonta teknisessä viestinnässä

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

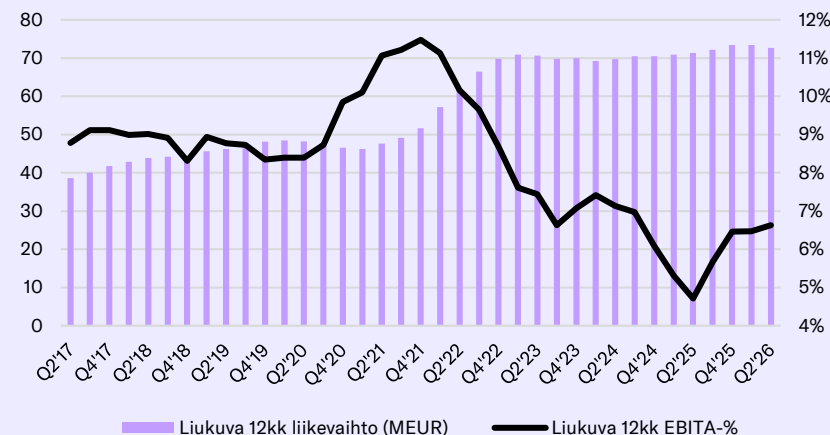
Tekoäly muovaa voimakkaasti myös tämän palvelualueen kehitystä ja täällä tekoälyratkaisuja hyödyntävän liikevaihdon osuus on kasvanut Etteplanilla nopeimmin. Osa tekoälypohjaisesta liikevaihdosta kuitenkin korvaa vanhaa ja perinteistä liiketoimintaa. Yhtiö muun muassa lanseerasi vuonna 2025 uuden version HyperSTE-ohjelmistostaan, joka on tekoälypohjainen kirjoittamisen työkalu, joka auttaa teknisiä kirjoittajia tuottamaan yhdenmukaista ja tehokasta sisältöä. Yhtiö on myös tuonut INFO-palveluratkaisuunsa tekoälykyvykkyyksiä, joka on nykyisin tekoälypohjainen ulkoistusratkaisu dokumentointiin ja teknisen tiedon hallintaan. Moni palvelualueen prosesseista ovat helposti implementoitavissa tekoälyllä (perustuu kirjoitettuun tekstiin) ja siten kilpailukykyyn kannalta tekoälykehityksessä on tärkeää pysyä kilpailukykyisenä.

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

Teknisen viestinnän ja datan tarjontaa

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

Teknisen dokumentoinnin ratkaisut



Sijoitusprofiili (1/3)

Historiassa laadukas kannattavan kasvun yhtiö, joka kärsinyt heikon syklin aiheuttamista haasteista

Viime vuodet ovat olleet Etteplanille hyvin haastavia, kun orgaaninen kasvu on kääntynyt negatiiviseksi haastavan markkinatilanteen myötä, minkä vuoksi myös kannattavuus on kärsinyt. Haasteet ovat jälleen korostaneet yhtiön kysynnän olevan syklistä, varsinkin kun sekä toimitussuunnittelu (asiakkaiden volyymit) että tuotekehityspanostukset ovat olleet samaan aikaan paineessa. Yhtiöllä on lähivuosina kannattavuuskäännöksiä todistettavana, joka vaatii kuitenkin syklin kääntymistä paremmaksi, minkä osalta nyt on lupaavia merkkejä ilmassa. Tekoälyllä tulee olemaan myös merkittäviä vaikutuksia markkinan kehitykseen pidemmällä aikavälillä ja tässä yhtiön pitää osoittaa muuntautumiskykynsä.

Etteplan on Suomessa markkinajohtaja ja merkittävä toimija Ruotsissa, mutta Euroopassa vielä pieni haastaja. Yhtiö painottaa selvästi kansainvälistä kasvua, mutta viime aikoina yrityskaupat ovat olleet vähäisempiä heikentyneen tulokunnan ja sitä kautta kireämmän taseaseman vuoksi. Yhtiön kasvuhaluus on kuitenkin hyvin ymmärrettävää, sillä suurien asiakkaiden vaatimukset ovat koko ajan enemmän globaaleja, alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat yleensä vakaampia ja kannattavampia. Yhtiö on ollut historiassa kuitenkin kurinalainen yritysostojen kanssa eikä se suostu maksamaan ostokohteista ylihintaa, mistä nähtiin osoitus muun muassa Semcon-ostotarjouksessa. Tämä on omistaja-arvon kannalta positiivinen asia.

Etteplanin merkittävimmät vahvuudet

Johdettujen palveluiden -liiketoimintamalli (MS). MS-malli mahdollistaa perinteistä resurssivuokrausta paremman kannattavuuden.

Kustannustehokkaat ratkaisumahdollisuudet. Etteplanin liiketoimintamalliin kuuluu oleellisena osana myös Kiinan ja Bangladeshin offshoring ja Puolan near-shoring-mahdollisuudet, joilla on arviomme mukaan positiivinen vaikutus yhtiön kilpailukykyyn ja kustannustehokkuuteen. Kiinan kustannustason nousun myötä Bangladesh on muuttunut offshoringissa houkuttelevammaksi, mutta toistaiseksi yhteistyö BJIT:n (Etteplanin vähemmistö-sijoitus) kanssa on ollut kohtuullisen pientä. Yleisesti yhtiö myös noudattaa toiminnoissaan varsin tiukkaa kulukuria (kiinteät kulut pidetään hallinnassa).

Ohjelmisto-osaamisen yhdistäminen suunnitteluun. Etteplanilla on varsin ainutlaatuinen tarjoama, koska yhtiö pystyy tarjoamaan vahvan suunnitteluosaamisen rinnalla ohjelmisto-, IoT- ja pilvipalveluosaamista. Etteplan onkin mielestämme hyvin asemoitunut digitalisaatiotrendiin.

Pitkäaikaiset asiakkaat kasvupohjana. Etteplan on perinteikäs toimija ja yhtiöllä on paljon pitkäaikaisia ja vahvoja asiakassuhteita sekä erittäin arvokkaita referenssejä. Käsityksemme mukaan Etteplanin asiakasvaihuvuus on historiallisesti ollut matala, eikä yhtiö ajautunut ongelmiin myöskään esimerkiksi koronapandemian aikaan. Viime vuosina puolustussektorin asiakkuudet ovat kasvattaneet merkitystään selvästi, kun taas mm. historiallisesti tärkeän metsäteollisuuden painoarvo on supistunut heikon syklin myötä.

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

SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
- Johdetut palvelumallit-liiketoimintamalli - Kustannustehokkuus - Laaja-alainen kokonaistarjoama - Vahvat referenssit - Vähän pääomaa sitova malli	- Jatkuvat hintapaineet asiakkailta, mikä tarkoittaa omien prosessien tehostamista - Merkittävä osa asiakkaista on riippuvaisia investoinneista, jotka ovat syklisiä
Mahdollisuudet	Uhat
- Etteplanilla on pääosin hyvä track-record yritysostoissa - Saksan elvytyspaketti ja Kiinan sisämarkkinan avautuminen tukevat kysyntänäkymää	- Geopoliittiset riskit - Kilpailutilanteen oleellinen kiristyminen - Väliinputoajaksi jääminen asiakasvaatimuksien ollessa globaaleja - Tekoälyn kehitys muokkaa toimialaa

Sijoitusprofiili (2/3)

Etteplanin merkittävimmät heikkoudet

Asiakaskunnan syklisyys. Etteplanin asiakaskunta on pääosin valmistavaa teollisuutta, jonka kysyntä on investointivetoista. Laaja-alainen heikko kysyntäympäristö heijastuu siten myös Etteplaniin, mistä viime vuodet ovat toimineet esimerkkinä. Etteplanin menestys onkin aina jossain määrin kiinni sen asiakkaiden menestyksestä.

Hinnoittelupaineet. Vaikka perinteisen resurssivuokrauksen osuus on yhtiön liiketoiminnassa kohtuullisen pieni, yhtiön kannattavuus on silti altis hintapaineille. Erityisesti heikossa markkinatilanteessa hintakilpailu nostaa päätään (kuten viime vuosina) ja kustannusten nousua voi olla haastavaa viedä täysin asiakashintoihin. Terveessä kysyntätilanteessa tämä kuitenkin onnistuu hyvin.

Etteplanin merkittävimmät mahdollisuudet

Yritysostot. Yritysostoilla on merkittävä rooli osaamisen sekä skaalan kasvattamisessa. Etteplan on ollut historiassa aktiivinen yritysostoissa ja kasvanut niiden myötä. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen mahdollisuuden, sillä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat hyvät yhtiön yritysostostrategian toimiessa yleisesti hyvin. Ostokohteiden arvostuskertoimet ovat myös laskeneet viime vuosina.

Nykyisen heikon tulostuksen myötä historialliset yritysostonäytöt luonnollisesti myös näyttävät heikommilta (laskenut pääoman tuotto). Etteplan on valmis myös suurempiin yritysjärjestelyihin, mistä osoitus oli yhtiön tekemä ostotarjous ruotsalaisesta Semconista vuonna 2022. Tämän avulla yhtiö olisi kasvanut uuteen kokoluokkaan, mutta kilpailevan tarjouksen myötä kauppa ei mennyt läpi.

Saksan merkittävä elvytyspaketti infraan ja

puolustusteollisuuteen heijastuisi yhtiön kysyntään yhtiön kasvattaessa jalansijaa puolustussektorilla (myös Keski-Euroopassa). Toistaiseksi paketin toimeenpanossa on ollut viiveitä.

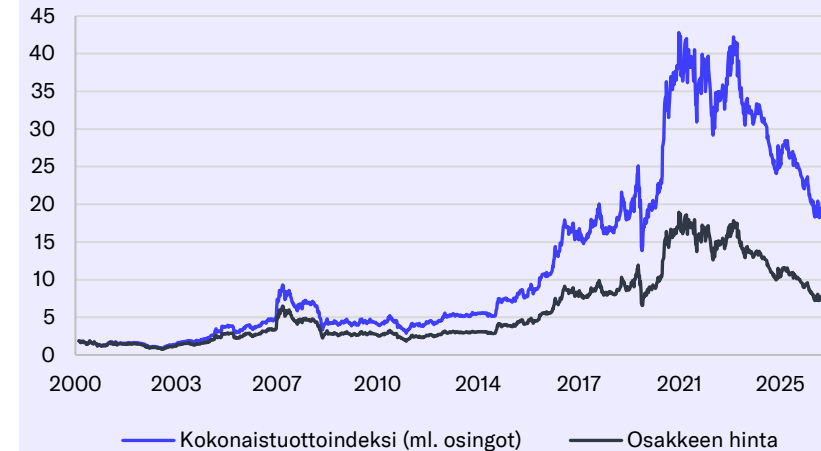
Kiinan sisämarkkinan avautuminen. Kiinan palvelumarkkinoiden avautuminen on käynnistynyt viime vuosina, mutta varaa kehittyä on edelleen paljon verrattuna länsimaihin. Kiinassa toimiessa ei voi välttyä kuitenkaan geopolittisilta riskeiltä.

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

Tekoälypohjaiset ratkaisut. Tekoälypohjaisten palveluratkaisujen kehittäminen on Etteplanin strategian ytimessä. Tekoälyratkaisut ovat läsnä kaikissa uusissa suuremmissa asiakashankkeissa, mutta toistaiseksi on mielestämme aikaista vetää johtopäätöksiä ratkaisujen kilpailukykyä.

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

Etteplan luonut historiassa merkittävästi omistaja-arvoa, mutta viime vuosina kehitys on ollut heikompaa (Lähde: Bloomberg)



Sijoitusprofiili (3/3)

Etteplanin merkittävimmät uhat

Heikon markkinatilanteen pitkittyminen. Heikko kysyntäympäristö on jatkunut jo suhteellisen pitkään, mutta tällä hetkellä ilmassa on piristymisen merkkejä. Pitkä heikko sykli nostaa nähdäksemme jossain määrin riskejä asiakaskäyttäjymisen pidempiaikaisille muutoksille. Ilman kysyntäympäristön elpymistä Etteplanin orgaaninen kasvu ja kannattavuus säilynee vaimealla tasolla.

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

Tekoäly. Tekoälyn luomien mahdollisuuksien lisäksi se tehostaa työtä esimerkiksi ohjelmistokehityksessä ja teknisessä viestinnässä. Tätä kautta joillain alueilla tekoälyn vaikutukset voivat olla negatiivisia, minkä myötä tekoälyn voi nähdä myös riskinä. Tekoälykehityksessä onkin tärkeää pysyä aallonharjalla ja yhtiön kyetä luomaan lisäarvoa omilla ratkaisuillaan.

Väliinputojaksi jääminen. Etteplanin kasvu on ollut edellistä paria vuotta lukuun ottamatta pääosin vahvaa, mutta se on edelleen mahdollinen väliinputoja

globaalimmaksi muuttuvalla markkinalla. Toimialalla on huomattavasti suurempia yhtiöitä, jotka pystyvät mahdollisesti vastaamaan yhä suurempien asiakkaiden vaatimuksiin Etteplania paremmin. Alalla on tiettyjä skaalaetuja ja suurimmat yhtiöt ovat myös kannattavampia. Lisäksi markkinoille jää hyvin todennäköisesti ns. pieniä erikoisosaaajia, jotka löytävät oman markkinarakonsa.

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

Yritysoistoissa epäonnistuminen. Samalla kun ymmärrämme hyvin Etteplanin yritysostostrategian ja kansainvälistymishalut, tuo laajentuminen uusilla alueilla myös uusia riskejä. Yhtiön toiminnan historia Keski-Euroopassa on vielä lyhyehkö, ja mielestämme markkina poikkeaa erityisesti Suomesta merkittävästi. Yrityskauppastrategia on pääosin toiminut hyvin, mutta mukaan on myös mahtunut haasteita (kuten Cognitas -yrityskauppa). Osittain yritysostovetoisen strategian riskeihin liittyy suuri määrä liikearvoa Etteplanin taseessa (Q2'26: 126 MEUR), joka ylittää taseen oman pääoman. Tämä on osa normaalia kehitystä yritysostovetoisessa strategiassa, eikä liikearvon alaskirjaus ole mielestämme oleellinen uhka Etteplanille. Silti mahdollisilla epäonnistuneilla suuremmilla yritysostoilla voisi olla pitkäaikaisia negatiivisia vaikutuksia Etteplanin liiketoiminnan kehitykseen.

Osakkeen likviditeetti. Etteplanilla on selkeä ankkuriomistaja Ingman Group (noin 66,5 %). Vaikka

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

Sijoitusprofiili

1 Toimintamallin pitäisi mahdollistaa perinteistä resurssivuokrausta parempi kannattavuus

2 Orgaanisesti kasvua haetaan erityisesti tekoälyä hyödyntävistä ja datan hallintaan liittyvistä palveluratkaisuista

3 Kasvun kiihdyttäminen yritysostoilla

4 Kannattavuus heikentynyt heikossa markkinasyklissä

5 Laajan osaamisalueen synergioden ulosmittaus

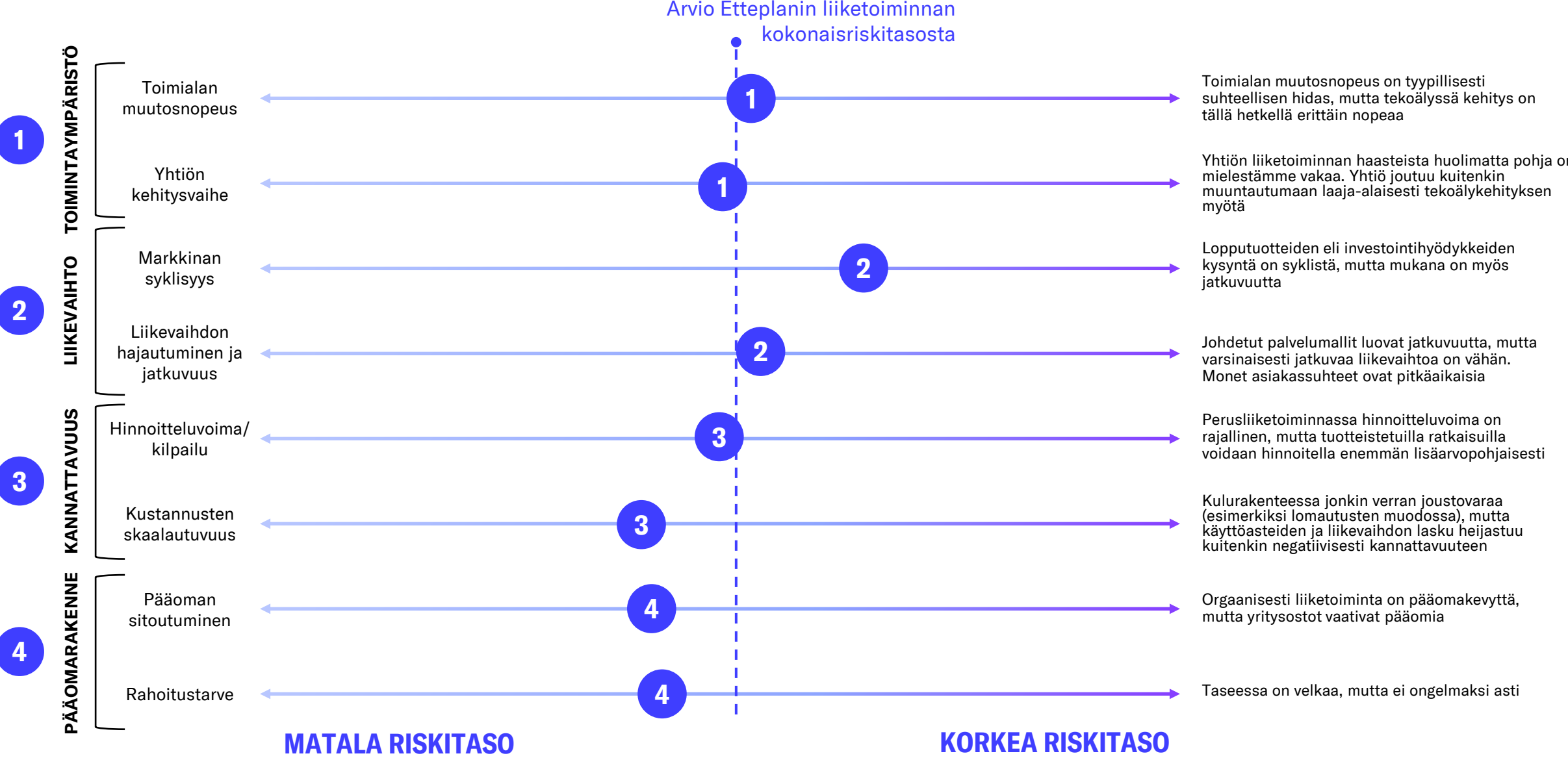
Potentiaali

- Tulokasvupotentiaali on vahva, mikäli liikevaihto saadaan jälleen kasvu-uralle orgaanisesti, mikä heijastuisi myös kannattavuuteen
- Kasvupotentiaali muun muassa tekoälypohjaisissa ja datan hallintaan liittyvissä ratkaisuissa
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Hitaasta käynnistymisestä huolimatta Saksan suuri elvytyspaketti voi kiihdyttää kysyntää keskipitkällä aikavälillä
- Kiinan markkinan avautuminen

Riskit

- Heikon syklin ja tekoälyn pidempiaikaiset vaikutukset asiakkaiden ostokäyttäytymiseen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kilpailun oleellinen kiristyminen (mm. hintakilpailu)
- Jälkeen jääminen tekoälykehityksessä
- Osakkeen suhteellisen heikko likviditeetti
- Mahdolliset liikearvon alaskirjaukset

Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia 1/2

Strategian ydin

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

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

AI and Technology-Empowered Service Solutions -

kulmakiven tavoitteena on kehittää palveluratkaisuja, joissa hyödynnetään tekoälyn ja uusien teknologioiden tuottamaa uudenlaista lisäarvoa erityisesti yhtiön tuotevalmistajille ja prosessiteollisuuden asiakkaille. Etteplan pyrkii tarjoamaan skaalautuvia ratkaisuja, joissa yhdistyvät ihmiset ja teknologia ja jotka luovat konkreettista liiketoiminta-arvoa yhtiön asiakkaille. Lisäksi yhtiö keskittyy yhä enemmän datan hallintaan ja ylläpitoon, jotka mahdollistavat tekoälyn tehokkaan käytön. Yhtiön tavoite on kasvattaa tekoälypohjaisten palveluratkaisujen osuus liikevaihdosta 35

%:iin vuoden 2027 loppuun mennessä. Osuus on kasvanut tasaisesti, mutta tavoite vaikuttaa haastavalta tason oltua Q2’26:llä eli strategiakauden puolivälissä 6 %. Odotamme osuuden kasvavan kuitenkin tulevina neljänneksinä selvästi. Tavoitteen kannalta riittää, että palveluratkaisussa on käytetty Etteplanin itse kehittämää tekoälykomponenttia, eikä palvelun tarvitse siten olla täysin tekoälyllä tuotettu. Valmiiden ulkopuolisten kaupallisten ratkaisujen käyttöä ei kuitenkaan lasketa tavoitteeseen mukaan. Tavoite kuvastaa mielestämme Etteplanin kunnianhimon tasoa tekoälypohjaisten ratkaisujen kehittämisessä. Edessä onkin merkittävä muutos toimialalla ja yhtiön on tärkeää pysyä kehityksessä aallonharjalla. Muutoksen kokoluokkaan viittaa myös itse strategian transformaatioon viittaava nimi.

Toistaiseksi yhtiö on tekoälypohjaisten ratkaisujen osalta pisimmällä Teknisen viestinnän ja datan ratkaisuissa ja Suunnitteluratkaisuissa. Ohjelmistot ja sulautetut -ratkaisut puolella kilpailukykyisten tuotteistettujen ratkaisujen kehitys on haastavampaa, mutta täältäkin todennäköisesti kuullaan uusia ratkaisuihin lähitulevaisuudessa.

Tekoälyn muokatessa Etteplanin osaajien työnkuvaa on yhtiö joutunut myös tekemään merkittäviä muutoksia sen osaamispohjaansa. Tekoäly olikin yksi syy Ohjelmistot ja sulautetut –ratkaisut alueen vuoden 2026 muutosneuvotteluihin.

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

”Transformation with AI” -strategian kulmakivet

Trusted Partner

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

AI and Technology-Empowered Service Solutions

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

Success with People

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

Strategia 2/2

Kasvua haetaan sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti

Etteplanin liikevaihdon kasvutavoite (500 MEUR:n liikevaihto vuoteen 2027 mennessä) toistettiin, kun yhtiö ei yltänyt aiemman tavoitteen mukaisesti samaan tavoitteeseen vuoteen 2024 mennessä. Tavoite on mielestämme epärealistinen saavuttaa orgaanisesti (2026 ohjeistus: 360-375 MEUR) ja se vaatisi taakseen merkittävää tukea yritysostoista, mikä on yhtiön nykyinen taseasema huomioiden myös haastavaa, ellei yhtiö käyttäisi kaupoissa merkittävästi omaa osaketta.

Orgaanista kasvua yhtiö tavoittelee erityisesti tekoälyä ja teknologioita hyödyntävistä uusista palveluratkaisuista. Samalla yhtiö pyrkii myös tehostamaan omaa toimintaansa tekoälyn avulla. Toinen orgaaninen kasvulähde ovat dataan liittyvät uudet palveluratkaisut, jotka mahdollistavat tekoälyn käytön tuote- ja prosessiteollisuuden yrityksille. Dataratkaisujen kysyntää tukee yleisesti yritysten datan heikko laatu ja sekavuus, mikä on kriittistä ratkaista, jotta tekoälystä voidaan saada aitoja hyötyjä liiketoimintaan. Alkuvaiheessa tekoälyä hyödyntävät ja dataan liittyvät palveluratkaisut ovat painottuneet Teknisen viestinnän ja datan ratkaisut –palvelualueelle, mutta yhtiö kehittää tarjoomaansa muillakin palvelualueilla.

Kolmas orgaanisen kasvun lähde on yhtiön globaali toimitusmalli ja nearshoringin sekä offshoringin hyödyntäminen. Näitä yhtiö toteuttaa erityisesti Puolan, Kiinan ja Bangladeshin kautta, mistä jälkimmäinen on uusin lisäys yhtiön verkostoon BJIT:iin vuonna 2024 tehdyn vähemmistösijoituksen kautta (19,99 %). Kiinan kustannustason nousun myötä Bangladesh on kustannuksiltaan selvästi kilpailukykyisempi. Käsityksemme mukaan BJIT-yhteistyössä on kuitenkin vielä skaalausvaraa. Kiinan osalta odotukset jatkossa nojaavatkin pääosin sisämarkkinan kehitykseen, missä palveluiden

ostokäyttäytymisen muutos tarjoaa yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia seuraavan 5-10 vuoden aikana. Off- ja nearshoring -ratkaisut eivät kuitenkaan toimi ilman uskottavaa paikallista toimintaa, minkä vuoksi Etteplan onkin ollut viimeisen 10 vuoden aikana aktiivinen Keski-Euroopan yritysostoissaan. Strategia on edistynyt, mutta tekemistä riittää edelleen yhtiön ollessa Keski-Euroopassa vielä pieni toimija. Viime vuosina yritysostot ovat olleet kuitenkin vähäisempiä laskeneen tulostason myötä.

Yrityskaupoilla Etteplan hakee erityisesti täydentävää osaamista ja palvelutarjoomaa, mutta myös maantieteellistä peittoa sekä skaalaetuja. Yhtiön tavoitteena on tarjota kaikkien kolmen palvelualueen palveluita kaikissa toimintamaissa. Maantieteellisesti erityisesti Keski-Eurooppa (esim. Saksa ja Alankomaat) on yhtiölle kasvumarkkina. Näillä markkinoilla on demografisen kehityksen takia muodostumassa selkeä insinööripula, joskin tekoälyn kehitys luonnollisesti osaltaan vaikuttaa yhtälöön tuottavuuden kasvun kautta. Saksan talous painii kuitenkin myös merkittävien haasteiden kanssa (mm. autoteollisuus), mitkä osaltaan rasittavat maan talouskasvunäkymää. Saksan suunnittelemat suuret puolustus- ja infrastruktuuripanostukset luovat Keski-Euroopassa lähivuosina kuitenkin myös mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

Etteplanilla on hyvät näytöt yritysostojen onnistuneesta toteutuksesta ja omistaja-arvon luonnista yritysostoilla, joskin nykyisellä tulostasolla pääoman tuotot ovat paineessa ja näytöt näyttävät vaisummilta. Kasvun kiihdyttäminen yrityskaupoilla on mielestämme perusteltua, kunhan arvostuskertoimet ovat korjanneet alaspäin mahdollisesti laskeneiden tulostasojen myötä. Ankkuriomistaja Ingman Group on yritysostojen kannalta erittäin hyvä omistaja. Sillä on riittävät taloudelliset resurssit, joiden ansiosta se pystyy tarjoamaan esimerkiksi siltarahoitusta (esimerkkinä Semcon-ostotarjouksen yhteydessä) ja tarjoamaan tiettyä taloudellista liikkumavaraa.

Lähde: Inderes, Etteplan

Tavoitellut kasvualueet

Tekoälyä ja teknologioita hyödyntävät palveluratkaisut

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

Dataan liittyvät palveluratkaisut

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

Globaalin toimitusmallin skaalaaminen

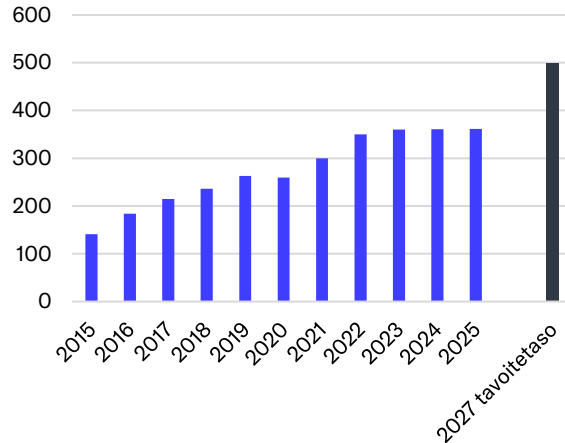
- Panostukset globaaliin toimitusmalliin ja nearshoringin (Puola) sekä offshoringin (Kiina ja Bangladesh) hyödyntäminen
- Tärkeää kilpailukyvyyn säilyttämisen kannalta kasvavassa globaalissa kilpailussa

Yritysostot

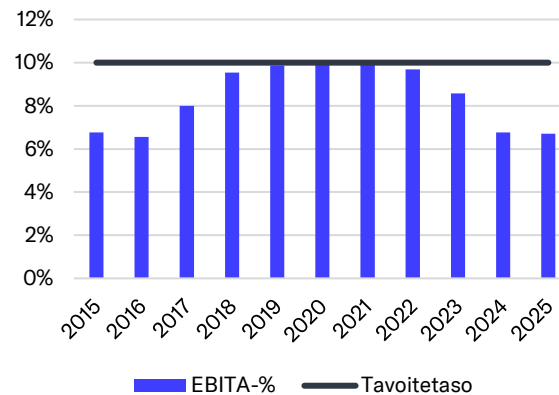
- Laajennetaan osaamista ja palvelutarjoomaa
- Tavoitteena myös parantaa markkina-asemaa valituilla markkinoilla ja/tai asiakassegmenteissä
- Kasvun myötä saavutettavissa skaalahyötyjä

Taloudelliset tavoitteet

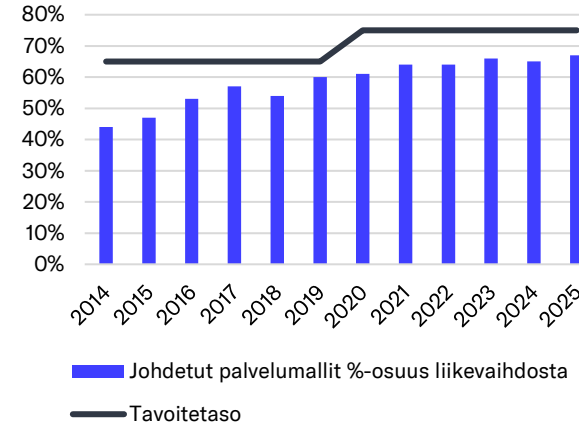
**Kasvutavoite:
liikevaihto >500 M€ vuonna 2027**



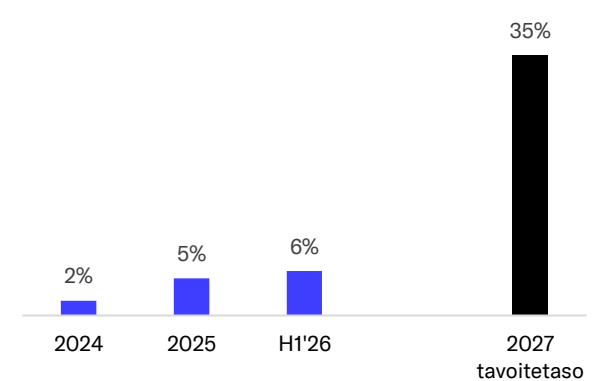
**Kannattavuustavoite:
EBITA >10 %**



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



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



Keinoja tavoitteen toteuttamiseen ja tausta-ajatuksia

- Sama tavoite kuin aikoinaan vuodelle 2024
- Orgaanista kasvua haetaan erityisesti uusista tekoälyyn ja dataan keskittyvistä palveluratkaisuista sekä nearshoringin ja offshoringin hyödyntämisestä
- Yritysostoilla haetaan osaamisen ja tarjoaman laajentamista, maantieteellistä laajentumista ja suurempaa skaalaa
- Tavoite ei ole mielestämme realistinen ilman suurempia yrityskauppoja, mille heikentynyt tulostaso luo taseen kautta haasteensa
- Nykyiseltä heikolta tasolta on matkaa tavoitteeseen, mutta yhtiö on historiassa todistanut yltävänsä tasolle paremmassa syklissä
- Tavoitetta tukee liiketoimintamallin muutos kohti Johdettuja palveluita sekä markkinajohtajuus tärkeillä alueilla
- Tavoite ollut yli 10 % vuodesta 2023 asti (aik. 10 %)
- Emme pidä yli 10 %:a kestäväenä tasona yli syklin, mutta hyvässä syklissä yhtiö voi tänne yltää
- Kannattavuuden osalta ratkaisevaa on myös tuotteistettujen tekoälyratkaisujen kehitys näiden mahdollistaessa paremman kannattavuuden
- Johdetut palvelumallit: palveluratkaisut, teknologiaratkaisut ja projektiliiketoiminta
- Johdetut palvelumallit on resurssivuokraukseen nähden parempi liiketoimintamalli ja yksi Etteplanin kilpailutekijöistä
- Johdettujen palvelumallien kasvu on strategisesti erittäin tärkeää, mutta se on myös yksi tärkeä ajuri kannattavuusparannuksen taustalla
- Palveluratkaisu, jossa Etteplanin itse kehittämä tekoälykomponentti on mukana (koko palveluratkaisun ei tarvitse olla tekoälyllä tuotettu)
- Joitain Etteplanin ratkaisuja voidaan "konvertoida" tekoälyllä tuotetuksi ratkaisuksi
- Tavoite vaikuttaa haastavalta saavuttaa vuoteen 2027 mennessä (Q2'26: 6 %)
- Kuvastaa yhtiön korkeaa kunnianhimoa tekoälypohjaisten palveluratkaisujen kehittämisessä

Kilpailutilanne eri alueilla

Suomessa Etteplanin asema on erittäin vahva

Suunnittelusegmentti Suomessa on edelleen fragmentoitunut ja sektorilla toimii paljon pieniä, paikallisia yhtiöitä. Markkinaosuuksia on vaikea laskea luotettavasti, sillä yhtiöt ovat fokuksituneet eri sektoreihin eikä markkina ole yhtenäinen kokonaisuus. Arviomme mukaan Etteplan on Suomessa selkeä markkinajohtaja omilla ydinalueillaan. Pääkilpailijoita Suomen suunnittelumarkkinoilla ovat mielestämme Comatec, Elomatic Consulting sekä tietyillä alueilla Citec, joka kuuluu nykyään Cyient-konserniin. Ruotsalaisia Suomen markkinoilla toimivia yhtiöitä ovat AFRY (ent. ÅF / Pöry), Rejlers ja Sweco. Esimerkiksi AFRYn ja Swecon Suomen liiketoiminnat ovat liikevaihdollisesti Etteplanin Suomen liiketoimintaa suuremmat, mutta sisältävät osa-alueita joilla Etteplan ei toimi (esim. infra ja rakennettu ympäristö). Suomen markkinoille tuli lisäksi ranskalainen suuryhtiö Alten yritystoston kautta vuonna 2014. Myös intialaiset yhtiöt ovat kasvattaneet läsnäoloaan isoissa asiakkuuksissa.

Ruotsissa Etteplan on edelleen haastaja

Ruotsissa Etteplan on noussut suurien toimijoiden joukkoon erityisesti lukuisten yhtiön tekemien yritystosten myötä, mutta on edelleen haastajan asemassa. Etteplanilla oli henkilöstöä Ruotsissa vuoden 2025 lopussa vajaa 700. Tällä mittarilla yhtiö jää kauas sen suurimmista kilpailijoista, jotka ovat näkemysemme mukaan AFRY (ÅF Pöry), Knightec (johon Semcon yhdistyi), Sweco, Rejlers ja Prevas, jotka on listattu Tukholmassa (pl. Knightec). Nämä yhtiöt muodostavat Etteplanille hyvän verrokkiryhmän tunnuslukujen vertailua ja osakkeen hinnoittelua ajatellen.

Keski-Euroopassa Etteplan on rakentamassa kasvupohjaa pääasiassa yritystosten avulla.

Teknisen viestinnän ratkaisut

Teknisessä viestinnässä Etteplanin pääkilpailijoita ovat ruotsalainen Sigma Technology, Aleido ja yhdysvaltalainen Lionbridge. Sigma on tuotetiedon, ohjelmistojen ja sulautettujen järjestelmien tuottamiseen erikoistunut yhtiö. Danir AB:n omistamalla Sigmalla on yli 3000 työntekijää. Aleido on Semconin Product Information -segmentistä eriytetty yhtiö, joka on selkeä kilpailija alueella hieman poikkeavasta fokuksista huolimatta (enemmän keskittynyt mm. autoteollisuuteen). Lionbridge on suuri Yhdysvalloissa listattu yritys, mutta sen liiketoiminnan fokus on mielestämme enemmän kääntämisessä ja informaation lokalisoinnissa kuin laadukkaan sisällön luonnissa. Arviomme mukaan Etteplanin ratkaisut ovat hyvin kilpailukykyisiä suhteessa muiden tarjontaan.

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut

Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut -palvelualueella kilpailukenttä on vaikeammin hahmotettava, sillä alalla toimii periaatteessa paljon it-palveluyhtiöitä (kuten listatuista Tietoevry, Gofore ja osittain Siili ja Vincit) ja alalle tulon kynnyks on muutenkin matala. Jos ajatellaan Espotelin teknologista osaamista, yhtiö kilpaili varsin suoraan Bittiumin kanssa tietyillä alueilla. Goforen Intelligent Industry –liiketoiminta on myös Etteplanille relevantti kilpailija. Suoria kilpailijoita on kuitenkin vaikea määrittellä, koska toimiala on sirpaloitunut erilaisiin teknologioihin ja niiden sovelluskohteisiin. Yhtiöiden keskittymisalueet vaihtelevat paljon, mutta vajaa 600 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on myös hyvän kokoinen it-palveluyhtiö. Liiketoiminta on kuitenkin kehittynyt viime vuosina hyvin heikosti, kuten moni muu IT-palveluyhtiö Suomessa.

Yleistietoa toimialasta ja kilpailusta

- Globaali suunnittelumarkkina on massiivinen ja teollisuustekniikan on arvioitu olevan kymmenien miljardien eurojen toimiala globaalisti.
- Teollisen suunnittelun kasvunäkymää tukevat tuotteiden monimutkaisuuden lisääntyminen ja tuotteiden määrän kasvu lisää myös suunnittelun tarvetta.
- Ala on voimakkaasti konsolidoituva, koska suuremmat yhtiöt pystyvät vastaamaan paremmin monesti globaalien asiakkaiden tarpeisiin.
- Etteplan on markkinajohtaja toimialallaan Suomessa ja sen asiakaskuntaan kuuluu valtaosa Helsingin pörssin konepajoista. Ruotsissa yhtiö on edelleen haastajan asemassa suuryhtiöiden rinnalla.
- Keski-Euroopassa yhtiö on rakennusvaiheessa (pl. Teknisen viestinnän ratkaisut).
- Kiinan kasvava suunnittelupalvelumarkkina antaa Etteplanille merkittävää potentiaalia.
- Intialaiset yhtiöt ovat myös kasvattaneet globaalia läsnäoloaan markkinalla, mikä voi jatkossa muuttaa kilpailuasetelmaa.

Etteplan ja it-palveluyhtiöt

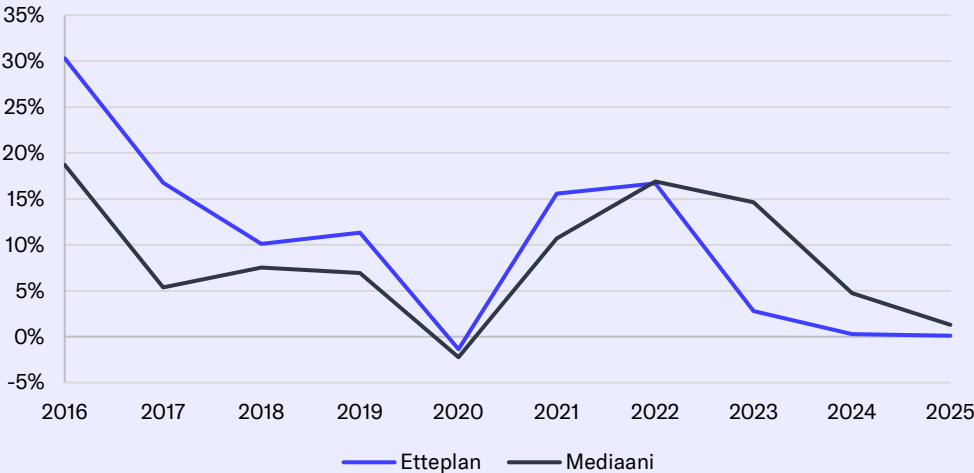
- Vajaa 600 ohjelmisto-osaajalla Etteplan on myös keskikokoinen IT-palveluyhtiö.
- Selkein kilpailija Helsingin pörssin listatuista it-palveluyhtiöistä on Gofore, jolla Intelligent Industry on merkittävä strateginen kasvualue.
- Goforella oli kesäkuun 2026 lopussa 1878 työntekijää.

Kilpailijat ja kehitys suhteessa Etteplaniin

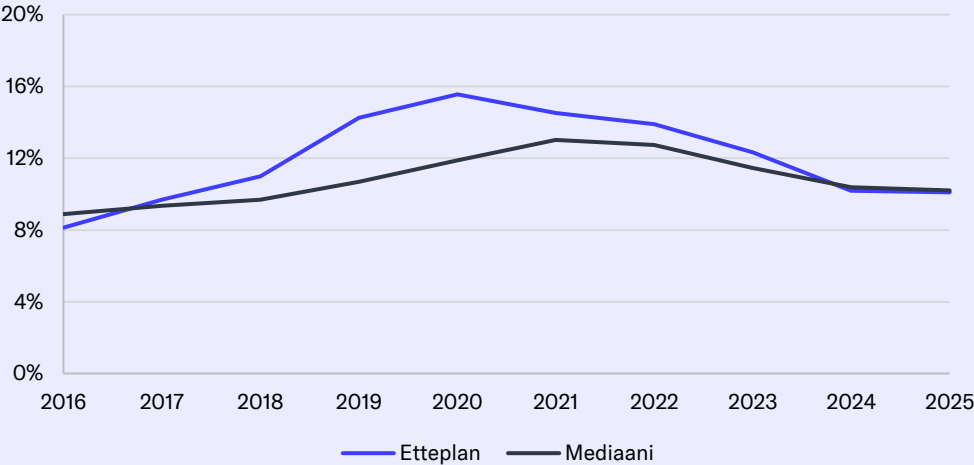
Yhtiö	Suhde Etteplaniin	Markkina-arvo	Liikevaihto (2025)	EBITDA (2025)	EBITDA-% (2025)	Työntekijöiden määrä
Comatec	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	~45	Ei tietoa	Ei tietoa	~550
Elomatic	Merkittävä kilpailija Suomessa	Ei listattu	159	Ei tietoa	Ei tietoa	~1300
Citec	Tietyillä alueilla merkittävä Suomessa	Ei listattu	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa
AFRY	Ruotsin suurimpia, Suomessa merkittävä	1050	2329	201	8,6 %	~18000
Aleido*	Merkittävä Ruotsissa	Ei listattu*	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa
Semcon*	Merkittävä Ruotsissa	Ei listattu*	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa	Ei tietoa
Prevas	Oleellinen Ruotsissa	81	147	15	10,2 %	~1100
Sweco	Ruotsin suurimpia, Suomessa oleellinen	4060	2856	331	11,6 %	~23000
Rejlers	Merkittävä Ruotsissa ja Suomessa	319	429	50	11,7 %	~3400
Alten	Keski-Eurooppa, mutta myös Suomi & Ruotsi	2672	4099	524	12,8 %	~57400
Bertrandt	Oleellinen toimija Keski-Euroopassa	86	978	-8,5	-0,9 %	~12300

Lähde: Bloomberg, Inderes, yhtiöiden omat sivut. Luvut miljoonia euroja.

Liikevaihdon kasvu suhteessa verrokkiryhmään**



Käyttökate-% suhteessa verrokkimediaaniin**



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

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

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Yrityskaupat vauhdittaneet kasvua selvästi

Etteplanin liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 9,9 % vauhtia (CAGR) viimeisen kymmenen vuoden ajan. Edellisen kymmenen vuoden orgaanisen kasvun keskiarvo on kuitenkin vain 2,3 %, jota rasittaa luonnollisesti heikko kasvu viime vuosina heikossa syklissä. Epäorgaanisen kasvun vastaava luku on 8,0 %. Siten selvästi suurin osa kasvusta on tullut yrityskaupoista. Kasvuvauhti on ollut myös vaihtelevaa, mitä ovat selittäneet erityisesti yrityskauppojen ajoitukset. Edellisen 10 vuoden ajalta vuosi 2016 erottautuu joukosta yhtiön kasvaessa tuolloin peräti 30 % Espotel ja Soikea Solutions -yrityskauppojen muodostaessa perustan yhtiön nykyiselle Ohjelmisto ja sulautetut -ratkaisut palvelualueelle.

Etteplan ei tyypillisesti julkaise ostokohteidensa tuloslukuja, ja siten yksittäisten ostokohteiden arvostustasot ovat ajoittain haastavia laskea auki ilman täydellisiä tietoja. Rahavirtalaskelmista voi laskea suuntaa-antavia lukuja, mutta tätäkin voi sotkea kauppojen mahdolliset lisäkauppahinnat. Yleensä yhtiö kuitenkin pyrkii välttämään maksamaan kohteista itseään korkeampia arvostuskertoimia, mutta poikkeuksiakin voi olla riippuen ostokohteen kasvunäkymistä. Arviomme mukaan ostokohteiden arvostuskertoimet ovat olleet asiantuntijayhtiöille tyypillisiä ja useimmiten alle 1,0x EV/S-kertoimella tarkastellessa (tuloslukuja ei ostokohteista ole tiedossa). Vaikka yksittäisten kauppojen arvonluontia on vaikea arvioida, huomioiden yrityskauppojen rooli kasvussa sekä yhtiön historiassa vahvalla tasolla olleet pääoman tuottoluvut (oman pääoman tuoton 10 vuoden keskiarvo 18 %) voi mielestämme argumentoida, että yrityskaupoilla on luotu historiassa arvoa. Nykyisellä tuloskunnolla vastaavaa väitettä ei voi mielestämme antaa ja kannattavuuden pitääkin elpyä, jotta historiallisten kauppojen voi katsoa luoneen arvoa.

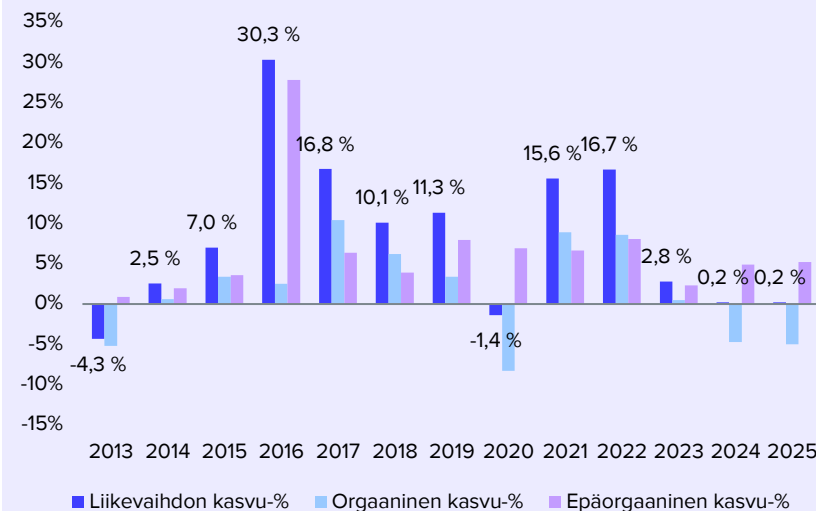
Tuloskasvu on ollut historiassa vauhdikasta

Liikevaihdon kasvun myötä myös Etteplanin operatiivinen tulos on kasvanut historiassa vahvasti. Yhtiön tekemistä yrityskaupoista syntyy merkittävästi ei-kassavirtavaikutteisia aineettomien hyödykkeiden poistoja (PPA-poistot), minkä myötä EBITA on paras mittari yhtiön operatiiviselle kannattavuudelle.

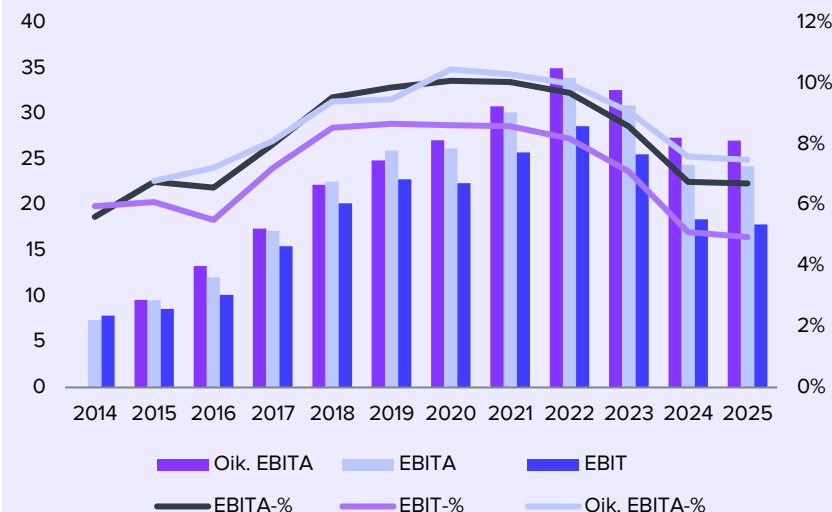
Etteplanin operatiivinen tulos (EBITA) on kasvanut edellisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin 9,8 % eli samaan tahtiin liikevaihdon kasvun kanssa. Erityisesti vuodesta 2016 vuoteen 2022 tuloskasvu oli erittäin voimakasta, kun tuloskasvua tuki liikevaihdon kasvun lisäksi kannattavuuden asteittainen paraneminen. Vuonna 2016 EBITA-% oli 6,6 %, mistä kannattavuus nousi noin 10 %:n tasolle vuosien 2019-2022 ajaksi. Kannattavuuden paranemisen taustalla olivat nähdäksemme kasvaneen kokoluokan tuomat skaalaedut, johdetut palvelut -mallin tuomat tehokkuushyödyt sekä yleisesti myönteinen taloussykli.

Vuonna 2023 kannattavuus lähti heikkenemään selvästi kysyntäympäristön heikentyessä ja vuosina 2024-2025 haasteet pahenivat edelleen. Vuoden 2026 H1:llä kehitys on ollut edelleen heikkoa. Syy heikolle kehitykselle vuosina 2023-2026 on ollut yksinkertaistaen usealla asiakastoimialalla oleva haastava markkinatilanne, kun yhtiön asiakkaat toimivat säästöliekillä ja olivat haluttomia käynnistämään uusia tuotekehityshankkeita tilauskantojen laskiessa heikentäen henkilöstön käyttöasteita. Heikon markkinatilanteen osalta maantieteellisesti joukosta erottautuivat vuonna 2025 erityisesti Suomi ja Ruotsi, jotka muodostavatkin merkittävän osan yhtiön liikevaihdosta. Vaikeista vuosista 2023-2025 kertoi erityisesti se, että yhtiö joutui antamaan joka vuosi vähintään yhden negatiivisen tulosvaroituksen. Tätä ennen historiassa tulosvaroitukset ovat olleet poikkeuksellisia.

Liikevaihdon raportoitu ja orgaaninen kasvu



Operatiivinen tulos (MEUR) ja kannattavuus (%)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseen avainluvut ovat hyvässä kunnossa

Etteplanin taseen perinteiset tunnusluvut ovat kohtuullisen hyvässä kunnossa. Q2'26 lopussa omavaraisuusaste oli 41 % (45 % ilman IFRS16-vuokravelkoja) ja nettovelkaantumisaste 61 %, mitkä ovat yhtiölle kohtuullisia tasoja. Nettovelan suhde käyttökatteeseen Q2'26 lopussa oli 2,4x (ml. IFRS16), joten nykyiseen tulokuntoon nähden velkaa on tuntuvasti. Siten yhtiöllä ei nähdäksemme ole nykytilanteessa varaa velkaantua merkittävästi ilman tulostason kohenemista.

Yhtiöllä ei ole tavoitetta taseaseman suhteen, mutta aiemmin tavoite on ollut omavaraisuusasteelle yli 30 % (virallisilla luvuilla), mihin puskuria on selvästi. Tavoite indikoi mielestämme selvästi Etteplanin halua käyttää merkittävää velkavipua kasvutarinassaan oman pääoman tuoton tukemiseksi, mikä ei nähdäksemme ole muuttunut. Mielestämme 30 %:n omavaraisuusaste olisi yhtiölle kriisitilanteessa ongelmallinen taso, mutta Ingman Group pääomistajana antanee yhtiölle luottoa siitä, ettei rahoitusongelmia tule tiukassakaan paikassa. Pääomistaja Ingman Group tuo myös mahdollisuuksia erikoistilanteissa, kuten esimerkiksi Semconin ostotarjouksen yhteydessä, kun se tarjosi siltarahoitusta kauppaa varten ennen suunniteltua osakeantia. Vahvan pääomistajan tuki antaa yhtiölle mahdollisuuden käyttää normaalia enemmän velkavipua, mikä oli erittäin hyvin kannattavaa erityisesti alhaisten korkojen aikakautena. Korkojen nousun myötä rahoituskulut ovat luonnollisesti myös nousseet.

Veloista merkittävä osa on tyypillisesti lyhytaikaista

Etteplanin likvidit varat olivat Q2'26:n lopussa 25,6 MEUR, minkä lisäksi käyttämättömiä luottolimiittejä oli 14,5 MEUR. Etteplanilla oli Q2'26:n lopussa 78,6 MEUR korollista velkaa (ilman vuokravelkoja), josta 11,4 MEUR oli lyhytaikaista velkaa. Yhtiö on aiemmin suosinut lyhytaikaista velkaa, mutta tällä

hetkellä taseessa on normaalia pienempi osuus lyhytaikaista velkaa. Etteplan pystyy normaalissa markkinatilanteessa helposti uudelleenrahoittamaan velkansa, joten lyhytaikaisen velan käyttö ei ole ongelma. Poikkeustilanteessa ongelmia voisi teoriassa kuitenkin tulla.

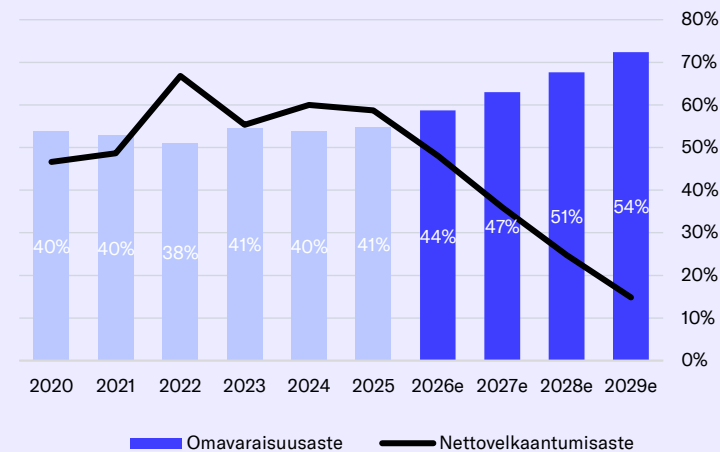
Suuri määrä liikearvoa on taseen suurin riski

Etteplanin taserakenne, jota avaamme seuraavalla sivulla graafisessa muodossa, on normaali yritysostoja tekeville asiantuntijapalveluyhtiölle. Velkavivun käyttöä puoltavat yhtiön vahvat kassavirrat. Merkittävänä taseriskinä näemme ainoastaan erittäin suuren liikearvon (Q2'26: 125,9 MEUR), jota jatkuvat yritysostot ovat kerryttäneet. Toimialalle liikearvon kertyminen on luonnollista osaamisen ollessa aineetonta omaisuutta. Lisäksi yritysostoista syntyy myös poistettavaa aineetonta omaisuutta (PPA-poistot), minkä takia Etteplanin poistot ovat merkittäviä ja EBITA-tunnusluvun käyttö perusteltua.

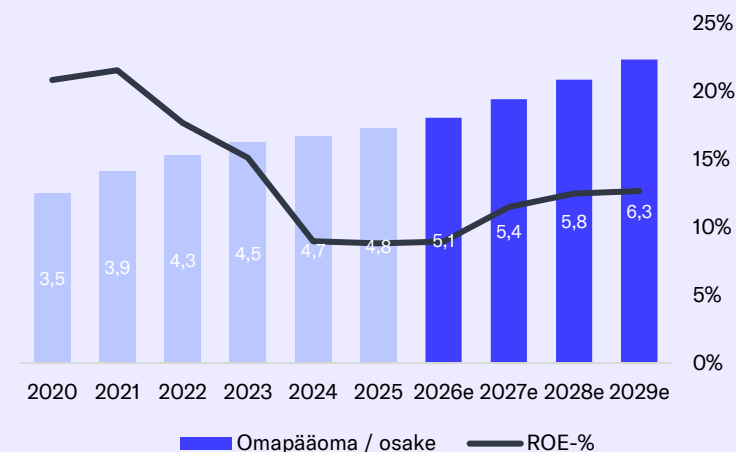
Valtaosa yritysostoista on onnistunut hyvin, mutta esimerkiksi Cognitas-yritysoston haasteet ja epäonnistunut Semcon-hanke muistuttavat kuitenkin yritysostoihin liittyvistä riskeistä. Mahdolliset liikearvon alaskirjaukset vaatisivat kuitenkin merkittävästi pidempiaikaisia ongelmia. Mahdollisessa kriisitilanteessa taseen merkittävä liikearvo ja velkavipu olisi huolestuttava yhdistelmä, mutta Etteplan on kuitenkin osoittanut pystyvänsä ylläpitämään vähintään kohtalaista kannattavuutta myös hankalammassa markkinatilanteessa.

Yleisesti Etteplanin taloudellinen tilanne on mielestämme tällä hetkellä kohtalainen, sillä uutta velkaa tase ei kestä ilman tulostason paranemista. Velkavivun käyttö on kuitenkin perusteltua yhtiölle, jolla on taustalla vahva pääomistaja ja fokus omistaja-arvon luonnissa. Tulostason noustessa tilanne näyttää nopeasti paremmalta, ja taseen liikkumavara paranee.

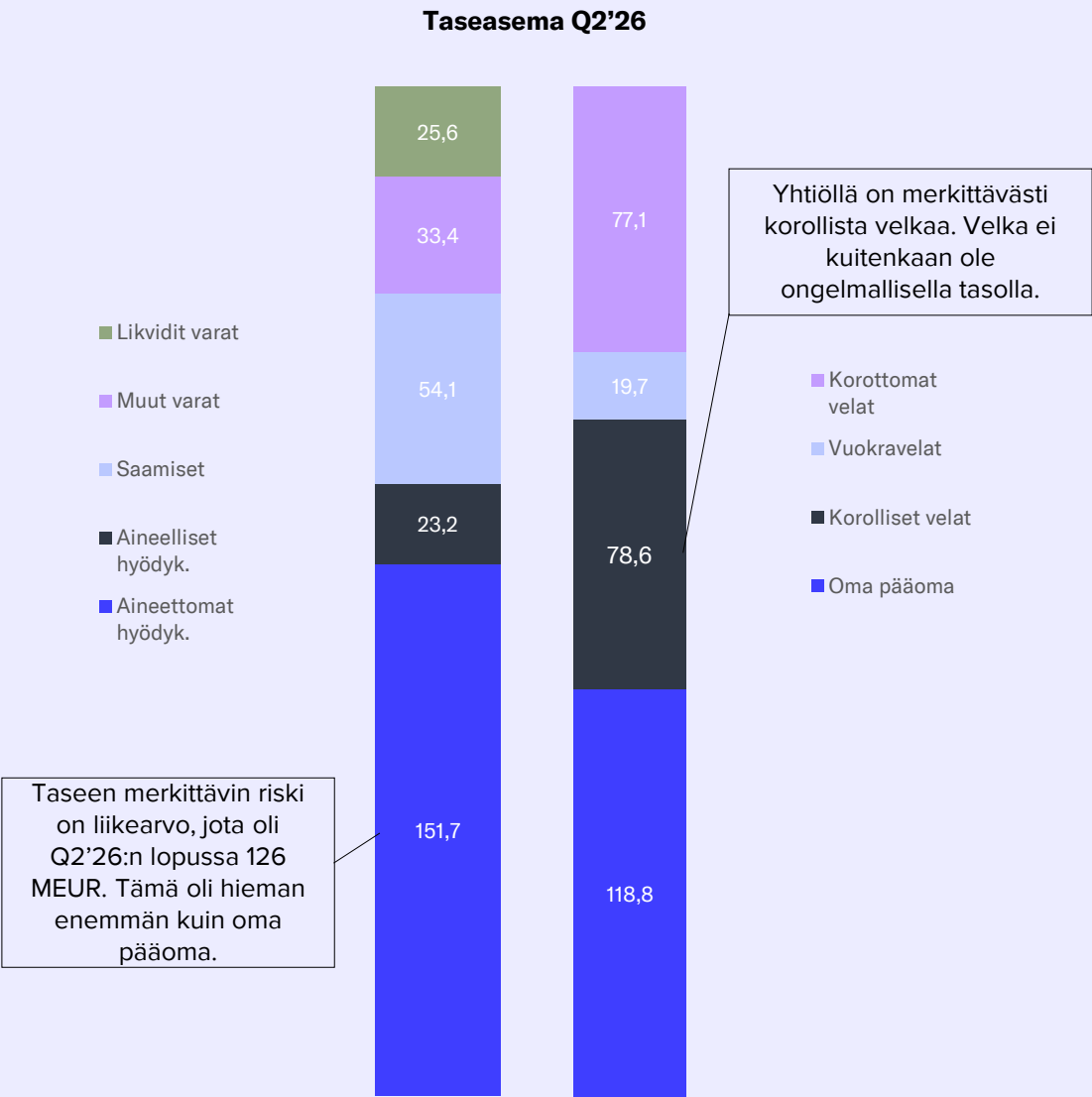
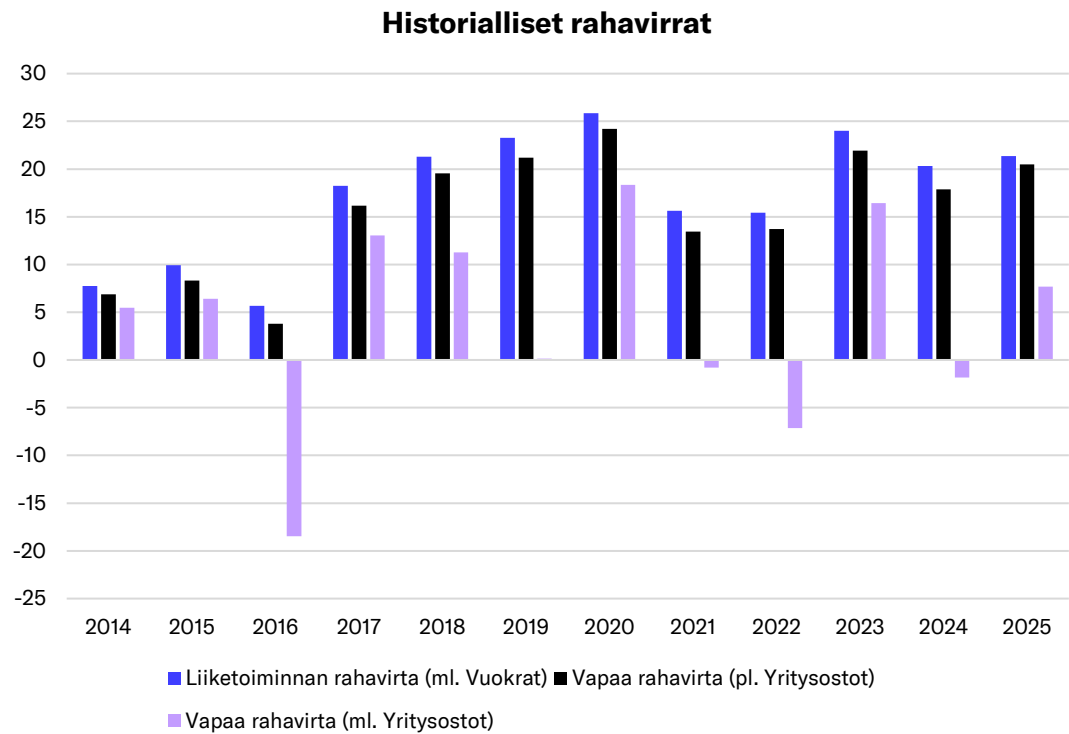
Taseen avainluvut



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Historialliset rahavirrat ja taserakenne



Ennusteet 1/4

Ennusteiden lähtökohdat

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

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

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

määrä kiinteitä kuluja (esimerkiksi hallinto), jotka tyypillisesti skaalautuvat liikevaihdon kasvun mukana. Nämä Etteplan on pitänyt historiassa hyvin hallinnassa.

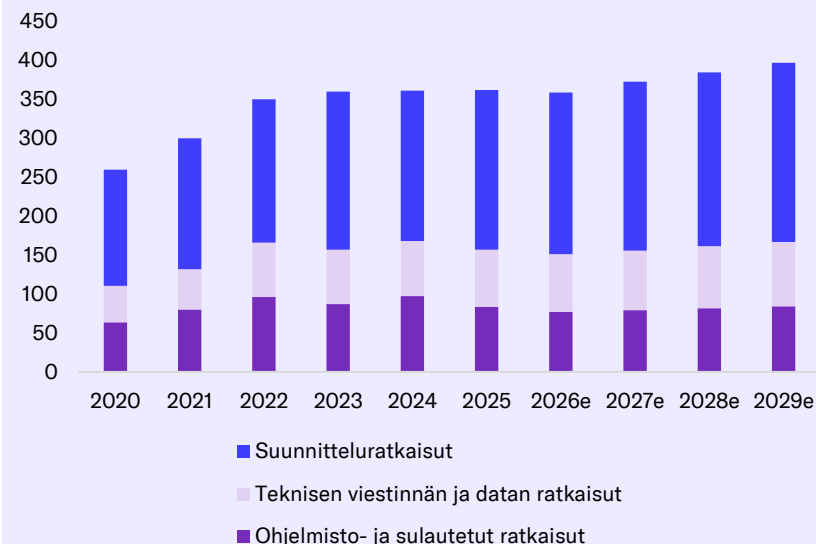
Olemme tehneet tämän päivityksen yhteydessä lieviä positiivisia tarkennuksia lähivuosien ennusteisiimme (oik. EBITA-tasolla noin 1-2 %).

Kysyntä on ollut vielä alkuvuonna 2026 heikko, mutta ilmassa on merkkejä paremmasta

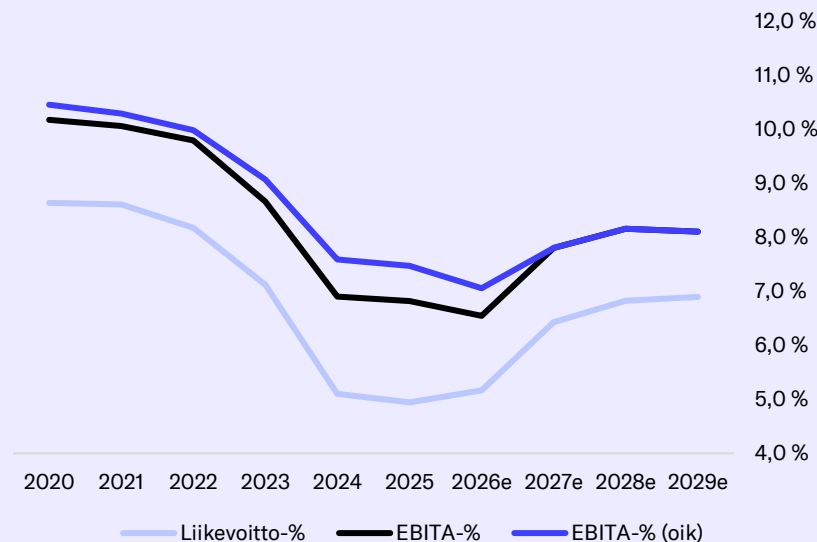
Etteplanin kysyntänäkymä on ollut toistaiseksi edelleen haastava, mistä Q1 ja Q2 vuoden 2026 alussa toimivat edelleen esimerkkinä. Erityisesti jatkuvat geopolittiset jännitteet ovat viime vuosina (mm. kauppasota ja Iranin sota) aiheuttaneet hitautta asiakkaiden päätöksentekoon, ja uusien investointien käynnistyminen on ollut erittäin vähäistä ja hidasta. Käynnissä olevia hankkeita on myös merkittävässä määrin lykätty tai peruttu. Uudet investointipäätökset ovatkin kohdistuneet pääasiassa välittömiin kustannussäästöihin ja tekoälyyn liittyviin hankkeisiin.

Toimialoista Etteplanin kysyntään vaikuttavat keskeisimmin globaali kone- ja metalliteollisuuden kehitys. Epäsuotuisa toimialajakauma onkin yksi seikka, joka on aiheuttanut yhtiölle viime vuosina haasteita. Tilanne on ollut erityisen vaikea esimerkiksi yhtiölle historiassa merkittävässä metsäteollisuudessa. Tällä hetkellä muun muassa autoteollisuus aiheuttaa yhtiölle haasteita. Toisaalta suomalaisten suurten konepajojen tilaukset ovat kehittyneet kuitenkin varsin hyvin viime aikoina. Tilaukset ovat kuitenkin ilmeisesti kohdistuneet tuotteisiin, jotka eivät vaadi merkittävästi uutta suunnittelutyötä, minkä lisäksi palveluliiketoiminnan kysyntä on ollut konepajoilla vahvaa. Yhtiöiden fokus on ollut myös vahvasti kannattavuudessa, minkä takia ulkoisia toimittajia on karsittu.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Liikevaihdon kehitys (MEUR) ja kannattavuus (%)



Ennusteet 2/4

Toimialoista käytännössä ainoastaan ilmailu- ja puolustusteollisuuden kysyntä on vahvaa, mikä on ymmärrettävää Euroopan sotilaallinen uudelleenvarustelu huomioiden. Kyseisen toimialan näkymää tukee myös tulevana vuosina muun muassa [Patrian -yhteistyön](#) laajeneminen.

Toimialan osuus liikevaihdosta nousi Q2:lla jo 9 %:iin (Q2'25: 7 %) ja kymmenestä Etteplanin suurimmasta asiakkaasta jo 3 oli puolustussektorilta. Ilmeisesti osaltaan toimialan kehitystä on jarruttanut ”ilmailu”-osa-alue ja itse ”puolustus”-alueen kehitys on ollut selvästi vahvempaa. Myös energiatoimialan kysyntä on ollut kohtuullisella tasolla ja kehittynyt positiivisesti.

Parhaillaan tilanne kysynnän suhteen on mielenkiintoinen, sillä ilmassa on alustavia merkkejä laaja-alaisemmasta pirstumisesta. Yhtiö kertoi Q2-katsauksessaan kysynnän pirstyneen neljänneksen loppua kohti erityisesti T&K-investointien osalta. Suurempia keskeytettyjä hankkeita ei ole vielä varsinaisesti jatkettu, mutta useampia pieniä viime vuosina epäaktiivisia asiakkaita on aktivoitunut jälleen. Toimialoista etenkin kaivosteollisuuden kysyntä oli yhtiön mukaan parantunut. Toisaalta autoteollisuuden kysynnän yhtiö totesi heikentyneen entisestään.

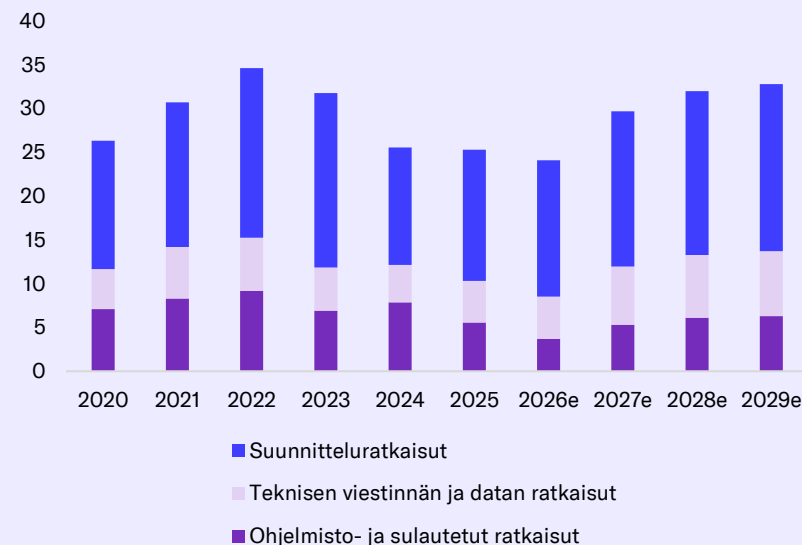
Tiettyä varovaisuutta näkymien osalta puoltaa se, että Etteplan on viime vuosina nähnyt markkinoilla useampaan kertaan varovaisen toiveikkaita merkkejä paremmasta, mutta elpyminen on lopulta jäänyt piippuun. Useat indikaattorit kuitenkin osoittavat, että suunta on nyt parempaan päin. Yhtiön edelleen suurimmassa markkinassa, Suomessa, vienti vetää hyvin ja kuluttajakysyntä on myös paranemaan päin.

Vuoden 2026 osalta Etteplan on ohjeistanut liikevaihdon olevan 360-375 MEUR ja liikevoiton 19-22 MEUR. Vuoteen lähdeettäessä liikevaihto-ohjeistus oli 360-380 MEUR ja

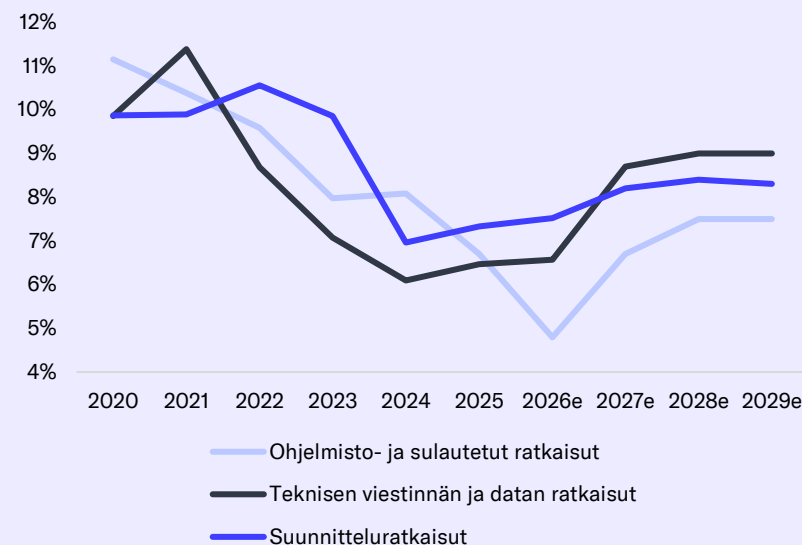
tulosohjeistus oli 19-25 MEUR. Yhtiö on sittemmin leikannut tuloshaarukkaa kaksi kertaa ja liikevaihtohaarukkaa kerran. Vuosi on käynnistynyt tuloksen osalta hyvin vaisusti (H1-liikevoitto 6,4 MEUR) ja takamatka ohjeistuksen saavuttamiseksi on mittava. Sekä liikevaihto että tulosohjeistus vaativatkin selvästi paranevaa suoritusta tulevina kvartaaleina. Parannusten pitäisi olla tehtävissä huomioiden alkuvuoden poikkeuksellisuus (Grönlanti-kohu ja Iranin sodan käynnistyminen) ja kysynnän pirstuminen Q2:n loppua kohti. Näemme kuitenkin selvän riskin sille, että takamatka H1:ltä on liian suuri ja kysyntä ei ehdi elpymään riittävän nopeasti tai paljon, jotta yhtiö saavuttaisi ohjeistuksensa. Mikäli suuria keskeytettyjä hankkeita käynnistyisi, voisi tämä heijastua nopeasti myös kannattavuuteen, sillä yhtiöllä on myös lomautettuna olevaa työvoimaa käytännössä myös nopeasti saatavilla. Ennusteemme odottavat kuitenkin edelleen negatiivista tulosvaroitusta. Odotamme liikevaihdon laskevan 1 % 358 MEUR:oon ja liikevoiton päätyvän 18,5 MEUR:oon (2025: 17,9 MEUR). Vuoteen 2025 nähden tämä kuitenkin tarkoittaisi tuloskasvua Q3:lla ja Q4:llä, joskin on hyvä huomata, että vertailukaudet ovat varsin vaisuja.

Palvelualueittain odotamme Suunnitteluratkaisujen liikevaihdon kasvavan 1 % ja päätyvän 207 MEUR:oon. Maltillinen kehitys mielestämme heijastelee edelleen vaisua kysyntänäkymää, mutta suurempaa liikevaihdon laskua emme enää odota (odotamme paluuta kasvuun H2:lla). Teknisen viestinnän ja datan ratkaisujen liikevaihdon odotamme pysyvän vakaana 74 MEUR:ssa. Täälläkin odotamme liikevaihdon palaavan maltilliseen kasvuun H2:lla (asiakkaiden volyymikehitykset painoivat H1:n kehitystä).

EBITA-tuloksen kehitys palvelualueittain (MEUR)



EBITA-marginaalin kehitys (%)



Ennusteet 3/4

Kasvua tukee uudet tekoälypohjaiset ratkaisut, jotka osaltaan korvaavat vanhaa perinteistä liiketoimintaa, mutta mukana on myös täysin ”uutta” liikevaihtoa. Uusilla ratkaisuilla on entistä tuotteistetumman profiilin myötä kuitenkin potentiaalia parantaa alueen kannattavuutta pidemmällä aikavälillä. Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut –palvelualueen liikevaihdon odotamme laskevan 7 % 77 MEUR:oon. Odotamme siten laskun jatkuvan, mutta laskutahdin rauhoittuvan viime vuodesta (-14,5 %).

Kysyntätilanne on ollut erityisen haastava nimenomaan tällä palvelualueella sen ollessa vahvasti riippuvainen asiakkaidensa tuotekehityshankkeista. Palvelualue on myös osittain verrannollinen IT-palveluyhtiöihin, joilla on ollut Suomessa yleisestikin erittäin haastava markkinatilanne viime vuosina. Vaikeutuneen kysyntätilanteen lisäksi myös tekoälyn kehitys aiheuttaa merkittävästi epävarmuutta työn tulevaisuuden osalta. Etteplan piti Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut –palvelualueella mittavat muutosneuvottelut keväällä 2026, joiden taustalla oli heikko kysyntätilanne sekä myös tekoälyn tuoma muutos työhön. Palvelualueen H1:n liikevaihdon kehitys (-11 %) ja henkilöstövähennykset huomioiden liikevaihdon lasku koko vuoden aikana onkin mielestämme todennäköistä.

Odotamme suurimman osan operatiivisesta tuloksesta (raportoitu EBITA) syntyvän edelleen suurimmasta palvelualueesta Suunnitteluratkaisuista (ennuste 15,6 MEUR, 2025: 15,0 MEUR). Teknisen viestinnän ja datan ratkaisujen odotamme tekevän 4,7 MEUR:n EBITAn (2025: 4,7 MEUR) ja Ohjelmisto- ja sulautetut ratkaisut –alueen 3,7 MEUR:n EBITAn (2025: 5,6 MEUR). Palvelualueiden tulosten osalta on hyvä huomioida, että yhtiö raportoi raportoidun EBITAn eli tämä pitää sisällään myös alueeseen mahdollisesti kohdistuvat uudelleenjärjestelykulut.

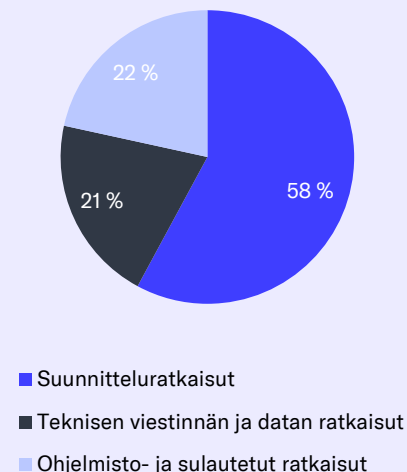
Etteplanin operatiivista tulosta kuvaakin mielestämme parhaiten oikaistu EBITA, jossa on oikaistu yrityskauppojen käyvän arvon poistojen (PPA-poistot) lisäksi myös kertaluonteiset kulut. Näitä on kuitenkin ollut viime vuosina merkittävästi, mikä on heikentänyt oikaistujen tuloslukujen laatua. Mikäli kysyntänäkymä lähtisi paranemaan, pitäisi näitä olla selvästi vähemmän, sillä uudelleenjärjestelyille ei pitäisi olla samassa mittakaavassa tarvetta. Odotamme Etteplanin oikaistun EBITAn päätyvän tänä vuonna 25,3 MEUR:oon (2025: 27,0 MEUR), mikä tarkoittaisi 7,1 %:n marginaalia (2025: 7,5 %).

Näkymä tuleviin vuosiin on vielä varsin heikko. Positiivisen puolen ajureina toimivat Suomen ja Ruotsin orastava talouskasvun kiihtyminen ja hyvän trendin jatkuminen. Myös Saksan suuren elvytyspaketin pitäisi tukea yleisestikin Euroopan talouskasvunäkymää keskipitkällä aikavälillä, vaikka toistaiseksi tämän vaikutukset ovat hautautuneet Saksan talouden muun heikkouden alle. Negatiivisen puolen riskeinä näemme Etteplanin asiakaskentän pysyvemmän ostokäyttäytymisen muutoksen ulkopuolisia konsultteja kohtaan. Tekoäly on sekä riski että mahdollisuus ja tulevina vuosina nähdään, kuinka yhtiö onnistuu kaupallistamaan AI-tarjoomaansa ja kasvattamaan sen osuutta liikevaihdosta.

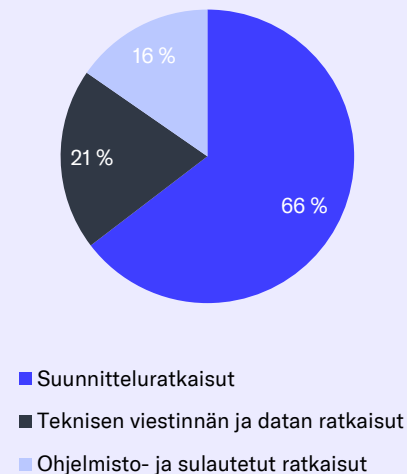
Lähipuosien ennusteet

Odotamme Etteplanin vuoden 2027 liikevaihdon kasvavan 4 % 372 MEUR:oon kaikkien palvelualueiden ajamana. Lähtötaso liikevaihdon osalta on matalalla, joten ennusteemme ei odota räjähdysmäistä elpymistä, mutta tietyn asteista kysynnän elpymistä kasvu kuitenkin edellyttää. Odotamme Etteplanin oikaistun EBITAn paranevan 29,0 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi 7,8 %:n marginaalia.

Liikevaihdon jakauma 2026e ennusteilla



EBITAn jakauma 2026e ennusteilla



Ennusteet 4/4

Tämä tarkoittaisi siten uuden liikevaihdon valuvan oikaistuun EBITAan hieman alle 30 %:n marginaalilla, mikä on suhteellisen tyypillinen taso asiantuntijayhtiöissä. Kannattavuuteen vaikuttavat luonnollisesti merkittävästi nykyisen henkilöstön käyttöasteet, minkä myötä liikevaihtomuutokset voivat heijastella kannattavuuteen myös tätä voimakkaammin.

Etteplanin taloudelliset tavoitteet vuodelle 2027 olivat 500 MEUR:n liikevaihto ja 10 %:n EBITA-marginaali. Näistä etenkin liikevaihtotavoite vaikuttaa epärealistiselta saavuttaa etenkin orgaanisesti. Suurempiin yritysostoihin yhtiöllä ei myöskään taseasemansa puolesta ole varaa nykyisellä tulokunnolla, ellei yhtiö käyttäisi merkittävästi omaa osaketta. Tätä pidämme kuitenkin nykyarvostuksella epätodennäköisenä.

Myös marginaalitavoite vaikuttaa haastavalta, mutta tämä voisi olla teoriassa mahdollinen, mikäli kysyntänäkymä muuttuisi selvästi paremmaksi ja ennustettavammaksi mahdollistaen parantuvat käyttöasteet.

Vuosina 2028-2029 odotamme liikevaihdon kasvavan reilun 3 %:n tahtia 384-396 MEUR:oon. Oikaistun EBITAn odotamme paranevan 31,3-32,1 MEUR:oon (8,1-8,2 % liikevaihdosta).

Tuloskasvupotentiaali on vahva liiketoiminnan käänteen myötä

Huolimatta Etteplanin viime vuosien haasteista keskipitkän aikavälin tuloskasvupotentiaali on varsin hyvä. Tämän taustalla on tosin varsin matala tuloksen lähtötaso, kun sekä liikevaihto on tullut orgaanisesti viime vuosina selvästi alas että kannattavuus on vaisulla tasolla. Tuloskasvun realisoituminen vaatii kuitenkin kysyntäympäristön muutosta viime vuosien poikkeuksellisen vaikeasta ympäristöstä. Ennusteriskit ovat kuitenkin nähdäksemme edelleen koholla. Ennusteillamme osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin noin 7 %:n tahtia

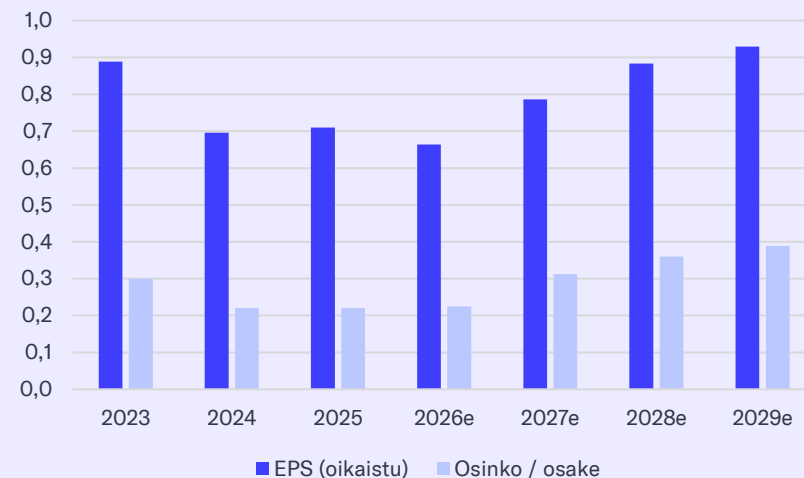
vuosina 2026-2029 (2025 lähtötaso). Vuosina 2027-2029 ennusteemme odottavat 12 %:n vuotuista kasvua (2026 lähtötaso).

Operatiivisen tuloskasvun lisäksi EPS-kasvu saa tukea rahoituskulujen laskusta laskevan velkataakan myötä (mallin oletus, mikäli pääomia ei allokoida uusiin yrityskauppoihin). Pientä vastatuulta tälle aiheuttaa hiljattain hieman noussut korkotaso. Mikäli tulostaso elpyy ja sitä kautta myös taseasema paranee, tulee yhtiö todennäköisesti jälleen allokoimaan pääomia yritysjärjestelyihin.

Odottamamme tuloskasvun myötä odotamme myös yhtiön pääoman tuottojen elpyvän ja oman pääoman tuoton päätyvän noin 12-13 %:n tasoille lähivuosina, mikä jäisi selvästi yhtiön historiallisilta tasoilta. Tämä on luonnollista, sillä kannattavuusennusteemme eivät myöskään oleta yhtiön yltävän historiallisiin huipputasoihinsa. Tämä on mielestämme perusteltua, sillä yhtiö ylsi 10 %:n EBITA-tasolle kuitenkin vain muutamana vuonna hyvässä syklissä ja keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet on sitä kautta mielestämme järkevä pitää maltillisina.

Pitkällä aikavälillä odotamme Etteplanin kasvun tasaantuvan vuoteen 2034 mennessä terminaalikasvuoletuksemme tasolle (2,2 %). Ennusteidemme osalta on hyvä huomata, että ne eivät pidä sisällään yrityskauppoja, joilla yhtiö todennäköisesti kiihdyttää kasvuaan jatkossakin. Terminaaliennusteemme kannattavuuden osalta on 6,7 % raportoidun liikevoittomarginaalin osalta. Vuonna 2025 vastaava luku oli 4,9 %, mutta terminaaliassa luku vastaa kuitenkin pitkälti nykyistä raportoitua EBITAa (2025: 6,7 %) tehtyjen yritysostojen PPA-poistokuorman kadotessa ajan kanssa.

Oik. EPS ja osinkoennusteet



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	361	94,9	91,4	82,2	92,9	361	90,5	88,9	83,3	95,3	358	372	384	396
Suunnitteluratkaisut	193	52,9	51,6	47,3	53,0	205	51,5	51,7	48,7	55,3	207	216	223	230
Ohjelmistot- ja sulautetut ratkaisut	97,4	23,1	21,5	17,9	20,8	83,3	20,2	19,5	17,2	20,4	77,2	79,1	81,5	84,0
Teknisen viestinnän ratkaisut	70,5	18,9	18,4	17,1	19,1	73,4	18,9	17,7	17,4	19,6	74	76	80	83
Konserni / Muut	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	36,8	8,9	9,0	8,6	9,9	36,5	6,8	8,4	9,5	11,2	35,8	40,8	43,3	44,4
Poistot ja arvonalennukset	-18,4	-4,7	-4,6	-4,6	-4,7	-18,6	-4,6	-4,2	-4,3	-4,3	-17,3	-16,9	-17,1	-17,0
EBITA (ilman kertaeriä)	27,4	7,1	6,9	5,9	7,1	27,0	4,4	5,8	6,7	8,4	25,3	29,0	31,3	32,1
Liikevoitto	18,4	4,2	4,4	4,1	5,3	17,9	2,2	4,2	5,2	6,9	18,5	23,9	26,2	27,3
Suunnitteluratkaisut	13,4	3,5	3,9	3,8	3,8	15,0	2,4	3,8	4,2	5,1	15,6	17,8	18,7	19,1
Ohjelmistot- ja sulautetut ratkaisut	7,9	1,9	1,6	0,7	1,4	5,6	0,1	1,0	1,0	1,6	3,7	5,3	6,1	7,4
Teknisen viestinnän ratkaisut	4,3	0,8	0,8	1,4	1,7	4,7	0,8	0,9	1,4	1,7	4,8	6,7	7,2	6,3
Konserni / Muut	1,8	1,0	0,6	0,1	0,1	1,7	1,0	-0,9	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7
PPA-poistot ja kertaluontoiset erät	-9,0	-3,0	-2,5	-1,8	-1,9	-9,2	-2,3	-0,5	-1,3	-1,3	-5,3	-5,1	-5,1	-4,8
Nettorahoituskulut	-4,8	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-4,5	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1	-4,1	-3,7	-2,9	-2,2
Tulos ennen veroja	13,6	3,0	3,2	3,0	4,2	13,4	1,4	3,1	4,1	5,8	14,4	20,2	23,3	25,2
Verot	-3,2	-0,7	-0,7	-0,5	-0,8	-2,8	-0,3	-0,5	-0,9	-1,3	-3,1	-4,4	-5,1	-5,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	10,4	2,3	2,5	2,5	3,4	10,6	1,0	2,6	3,2	4,5	11,4	15,8	18,2	19,6
EPS (oikaistu)	0,70	0,18	0,18	0,16	0,19	0,71	0,11	0,15	0,17	0,23	0,66	0,79	0,88	0,93
EPS (raportoitu)	0,41	0,09	0,10	0,10	0,13	0,42	0,04	0,10	0,13	0,18	0,45	0,62	0,72	0,78

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	0,3 %	-2,3 %	-1,3 %	2,8 %	1,7 %	0,1 %	-4,6 %	-2,7 %	1,3 %	2,6 %	-0,9 %	3,9 %	3,2 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-16,1 %	-15,4 %	-5,0 %	36,2 %	-3,1 %	-1,2 %	-37,8 %	-16,8 %	13,7 %	17,5 %	-6,6 %	14,9 %	7,9 %	2,6 %
Käyttökate-%	10,2 %	9,4 %	9,9 %	10,5 %	10,7 %	10,1 %	7,5 %	9,4 %	11,4 %	11,7 %	10,0 %	11,0 %	11,3 %	11,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,6 %	7,5 %	7,6 %	7,2 %	7,7 %	7,5 %	4,9 %	6,5 %	8,0 %	8,8 %	7,1 %	7,8 %	8,2 %	8,1 %
Nettotulos-%	2,9 %	2,4 %	2,7 %	3,0 %	3,6 %	2,9 %	1,1 %	2,9 %	3,9 %	4,8 %	3,2 %	4,2 %	4,7 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	358	358	0 %	371	372	0 %	383	384	0 %
Käyttökate	35,5	35,8	1 %	40,3	40,8	1 %	42,9	43,3	1 %
EBITA (ilman kertaeriä)	25,0	25,3	1 %	28,5	29,0	2 %	31,0	31,3	1 %
Liikevoitto	18,2	18,5	1 %	23,4	23,9	2 %	25,9	26,2	1 %
Tulos ennen veroja	14,2	14,4	2 %	19,7	20,2	3 %	23,0	23,3	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,66	0,66	1 %	0,77	0,79	2 %	0,87	0,88	1 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,22	2 %	0,30	0,31	3 %	0,36	0,36	2 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	181	189	184	179	175
Liikearvo	117	127	127	127	127
Aineettomat hyödykkeet	29,1	28,8	24,0	19,5	14,7
Käyttöomaisuus	23,6	25,7	25,1	25,2	25,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	9,5	6,7	6,7	6,7	6,7
Laskennalliset verosaamiset	0,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	117	115	111	116	119
Vaihto-omaisuus	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8
Muut lyhytaikaiset varat	28,4	26,6	26,3	27,4	28,2
Myyntisaamiset	62,6	57,3	60,9	63,3	65,3
Likvidit varat	25,2	30,4	23,3	24,2	25,0
Taseen loppusumma	298	304	295	295	294

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	118	122	128	138	148
Osakepääoma	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kertyneet voittovarot	89,9	95,1	101	111	121
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	22,9	22,1	22,1	22,1	22,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	72,5	64,4	65,0	57,6	50,0
Laskennalliset verovelat	9,6	10,0	10,0	10,0	10,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	57,8	49,1	49,7	42,3	34,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3
Lyhytaikaiset velat	107	117	102	99,2	95,9
Korolliset velat	38,0	53,0	32,8	27,5	22,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	62,8	59,7	64,4	67,0	69,1
Muut lyhytaikaiset velat	6,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Taseen loppusumma	298	304	295	295	294

Arvonmääritys (1/3)

Historiassa laadukas arvonluoja, mutta viime vuodet ovat olleet haastavia

Etteplan on ollut suurimman osan edellisestä 15 vuodesta menestystarina yhtiön sijoittajille. Yhtiö on muuntautunut insinööritoimistosta monipuoliseksi teknologiapalveluyhtiöksi, kun tarjoomaan on tullut suunnittelupalveluiden lisäksi mukaan myös teknistä viestintää ja datan ratkaisuja sekä ohjelmistoratkaisuja. Samalla yhtiö on onnistunut kansainvälistymään ilman suurempia kasvukipuja. Kasvu on luonut merkittävästi arvoa, sillä merkittävästä määrästä yrityskauppoja huolimatta pääoman tuottoluvut ovat säilyneet korkeina.

Viime vuosina kannattavan kasvun tarina on kuitenkin ollut tauolla, kun orgaaninen kasvu ja kannattavuuskehitys ovat kääntyneet väärään suuntaan vaikeassa markkinaympäristössä. Tuloskehitys onkin ollut vuosina 2023-2025 ja vielä alkuvuonna 2026 negatiivista. Heikon operatiivisen kehityksen lisäksi myös korkojen nousu sekä tekoälyn aiheuttamat pelot asiantuntijatyön tulevaisuuden suhteen ovat vaikuttaneet negatiivisesti yhtiölle hyväksyttävään arvostukseen. Näiden yhteisvaikutuksena yhtiön osake onkin ollut viime vuosina selvässä paineessa. Euroopassa ja etenkin Suomessa koettu taantuma on ollut poikkeuksellisen syvä ja pitkäkestoinen, ja elpymisen käynnistymistä on jo ennustettu useaan otteeseen. Isossa kuvassa viime vuodet ovat jossain määrin kolhineet yhtiön laatuleimaa ja korostaneet liiketoiminnan syklisyyttä. Tällä hetkellä Suomen talouden tilanne on kuitenkin osoittamassa lupaavia merkkejä paremmasta, mutta piristymisen kulmakerroin on vielä nähdäksemme epävarma. Tekoäly muuttaa merkittävästi toimialaa, ja siten merkittävässä roolissa tulevaisuudessa on miten yhtiö onnistuu voittamaan markkinaosuuksia AI-tarjoamallaan.

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavia tekijöitä

Mielestämme seuraavat tekijä tulee ottaa huomioon tarkasteltaessa Etteplanin arvostusta.

Etteplanin pääosin hyvä kannattavan kasvun track-record.

Etteplanin liikevaihto ja EBITA ovat kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin noin 10 %, josta merkittävä osa on kuitenkin tullut yrityskaupoista. Tietystä syklisyydestä huolimatta yhtiö on selvinnyt suuremmilta liikevaihdon romahduksilta, mutta viime vuosina orgaaninen kehitys on ollut hyvin vaisua. Yhtiö tekee kuitenkin selvästi kannattavaa liiketoimintaa heikommassakin syklissä.

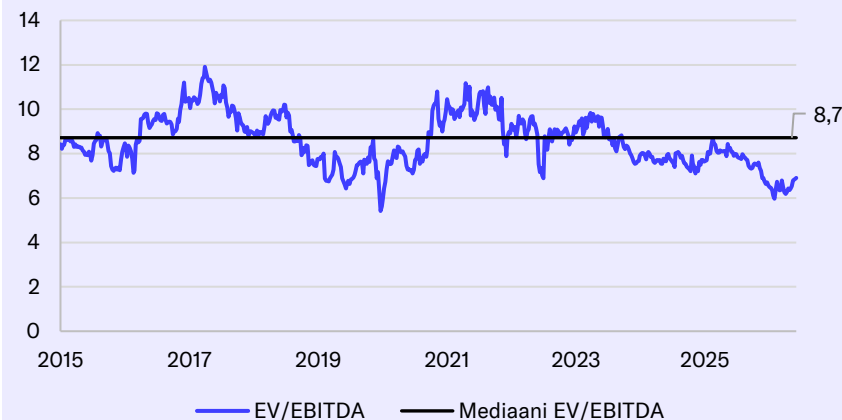
Näytöt yritysostoista ovat mielestämme pääosin hyvät (historialliset pääoman tuotot), joskin historialliset kaupat näyttävät tällä hetkellä kalliimmilta pääoman tuoton laskettua tuloskuopan takia. Yhtiö on ollut kurinalainen yritysostojen arvostustasoissa, eikä ole suostunut maksamaan ostokohteista ylihintaa, mikä on omistajan kannalta positiivista. Hyvät historialliset näytöt tukevat hyväksyttävää arvostusta.

Etteplanin orgaaninen liiketoiminta on pääomakevyttä.

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

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

Etteplanin historiallinen 12kk eteenpäin katsova EV/EBITDA vs. mediaani (Lähde: Bloomberg)



Arvonmääritys (2/3)

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

Tekoäly. Tekoäly muokkaa asiantuntijayhtiöiden työtä merkittävästi. Se missä määrin tämä vähentää tarvetta ulkopuolisille asiantuntijoille ja se miten tuottavuuden paraneminen jakautuu loppuasiakkaan ja palvelutarjoajan välille on jossain määrin vielä epävarmaa. Yhtiön tekoälyratkaisut ovat myös mahdollisuus.

Arvonmääritysmenetelmät

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

Arvostuksen tarkasteluun sopii hyvin eri tulospohjaiset kertoimet voitollisen tuloksen takia. Kertoimien osalta on hyvä huomioida, että olemme oikaisseet niistä yrityskaupoista syntyvät PPA-poistot, sillä nämä eivät synny jatkuvista liiketoimintaan tehtävistä investoinneista. Lisäksi oikaisemme yhtiön kirjaamat kertaluonteiset kulut. Näitä yhtiö on joutunut kirjaamaan varsin säännöllisesti näiden liittyessä uudelleenjärjestelyihin, mutta liiketoiminnan kehittyessä oikeaan suuntaan, odotamme kulujen supistuvan.

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

riippuvainen verrokkien konsensusennusteille.

Kerroinpohjainen arvostus

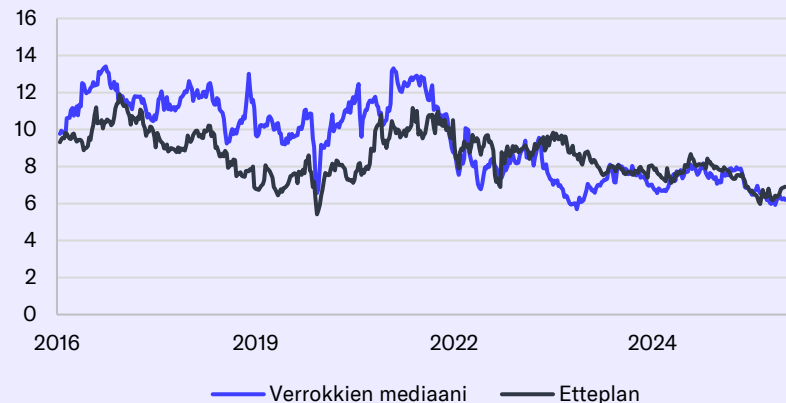
Mielestämme Etteplanille hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat P/E-kertoimella mitattuna tällä hetkellä noin 10x-14x ja EV/EBIT-kertoimella noin 10x-13x. Ennusteillamme Etteplanin vuosien 2026-2027 oikaistut P/E-kertoimet ovat 13x-11x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 11x-9x. Kertoimet ovat yhtiön historiallisia kertoimia maltillisemmat (5v mediaani oik. P/E 14x ja oik. EV/EBIT 12,5x), mutta tämä on mielestämme perusteltua yhtiön viime vuosien haasteiden, tekoälyn aiheuttamien riskien vuoksi ja verrokkien laskeneiden kertoimien vuoksi. Nykyisellä tasolla kertoimet ovat mielestämme pitkälti neutraalit. Ensi vuoden kertoimet ovat myös edelleen hyväksymämme arvostushaarukan alalaidan tuntumassa. Tulokasvuennusteisiin liittyä edelleen epävarmuutta, ja lyhyen pääntuottovaatimuksen ollessa edelleen koholla (käänteeseen kulmakerron ja tulosvaroitusriski) emme nojaa arvostuksella vielä täysin tuloskäänteeseen jälkeisiin kertoihin. Mielestämme loppuvuoden luvut ja näkymien kehitys tulevat antamaan tähän merkittävästi lisänäkyvyyttä.

DCF-malli osoittaa nousuvaraa

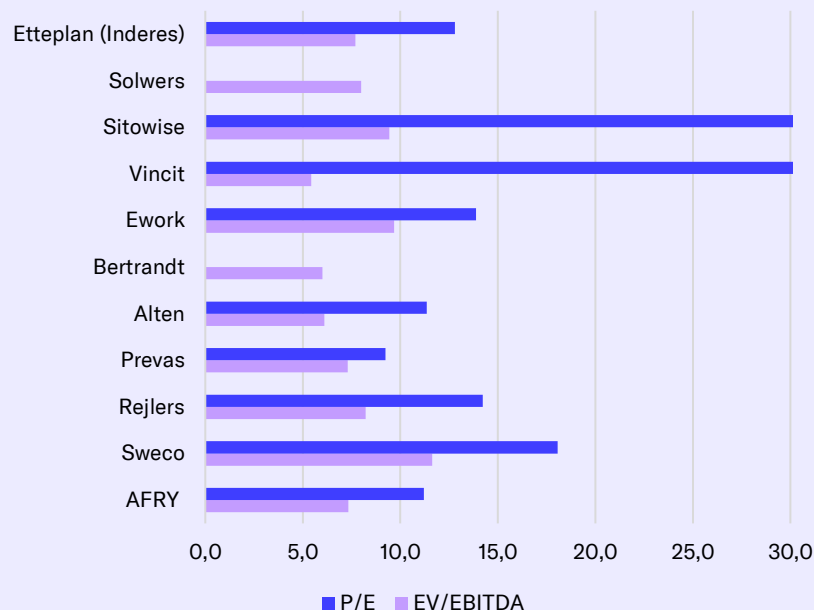
Kassavirtamallimme (DCF) indikoima arvo Etteplanin osakkeelle on 8,9 euroa osakkeelta eli suunnilleen nykykurssin tasolla. Nähdäksemme DCF-mallimme on rakennettu suhteellisen maltillisilla oletuksilla terminaalikasvun ollessa 2,2 % ja liikevoittomarginaalin ollessa terminaalissa 6,7 %.

Keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) mallissamme on 9,3 % ja oman pääoman tuottovaade 10,4 % (molemmat ennallaan). Ennustemallin seuraavan 10 vuoden kassavirrat muodostavat noin 51 % yhtiön velattomasta arvosta. Terminaalin painoarvo on siten noin 49 %, mikä on mielestämme kohtuullinen taso.

Etteplanin ja verrokkien* mediaanin hinnoittelu (12kk eteenpäin katsova EV/EBITDA, Lähde: Bloomberg)



Verrokkiryhmän arvostuskertoimet 2026e



*Mukana AFRY, Sweco, Prevas, Rejlers, Alten, Bertrandt (Bloomberg)
Lähde: Inderes, Bloomberg (data haettu 1.9.2026)

Arvonmääritys (3/3)

Suhteellinen arvostus

Etteplanin verrokkiryhmä koostuu pääasiassa ruotsalaisista listatuista suunnittelualan yhtiöistä. Täydellisiä verrokkeja nämäkään eivät ole, sillä eroja Etteplaniin löytyy muun muassa palvelualueissa ja asiakasvertikaaleissa, mutta isossa kuvassa liiketoimintamallit ovat kuitenkin samankaltaisia Etteplanin kanssa. Lisäksi joukossa on Suomesta IT-palveluyhtiö Gofore sekä konsultointi-/suunnittelu-yhtiöt Solwers ja Sitowise. Poistimme verrokeista työnvälitysyhtiö Stafflinen, millä oli verrokkiryhmän kertoimia nostava vaikutus. Verrokkiryhmä on varsin moninainen ja eri yhtiöitä hinnoitellaan myös hyvin erilaisin kertoimin. Esimerkiksi ruotsalaisia suunnittelualan yhtiöitä hinnoitellaan suomalaisia IT-palveluyhtiöitä korkeammilla kertoimilla. Joukosta erottautuu erityisesti Sweco, jonka kertoimet (2026e P/E 18x) ovat omassa luokassaan. Tämä on ollut myös perusteltua huomioiden yhtiöjoukkojen erilainen kehitys ja laatu.

Etteplania hinnoitellaan tällä hetkellä hyvin lievällä alennuksella vuosien 2026-2027 tulokertoimia tarkastellessa (~4-0 %). Historiassa yhtiön suhteellinen arvostus on vaihdellut preemion ja alennuksen välillä tilanteesta riippuen. Historiassa yhtiö on kasvanut verrokkejaan vauhdikkaammin sekä omannut paremman kannattavuuden. Viime vuosina yhtiön kehitys on kuitenkin ollut pääosin ruotsalaisia verrokkeja heikompaa niin orgaanisen kasvun kuin kannattavuuskehityksen osalta. Siten viime vuosien verrokkeja heikompä suoriutuminen on vienyt perustelut ainakin selvältä preemiohinnoittelulta. Tiettyä alennusta suhteessa verrokkeihin puoltaa yhtiön pienempi koko ja osakkeen heikko likviditeetti sekä Suomen edelleen suhteellisen suuri paino liiketoiminnassa, joka on taloutena varsin herkkä ulkomaailman shokeille. Huomautamme myös, että koko verrokkiryhmän arvostuskertoimet laskeneet viime vuosien aikana. Esimerkiksi Etteplania selvästi suurempaa AFRYä hinnoitellaan tälle

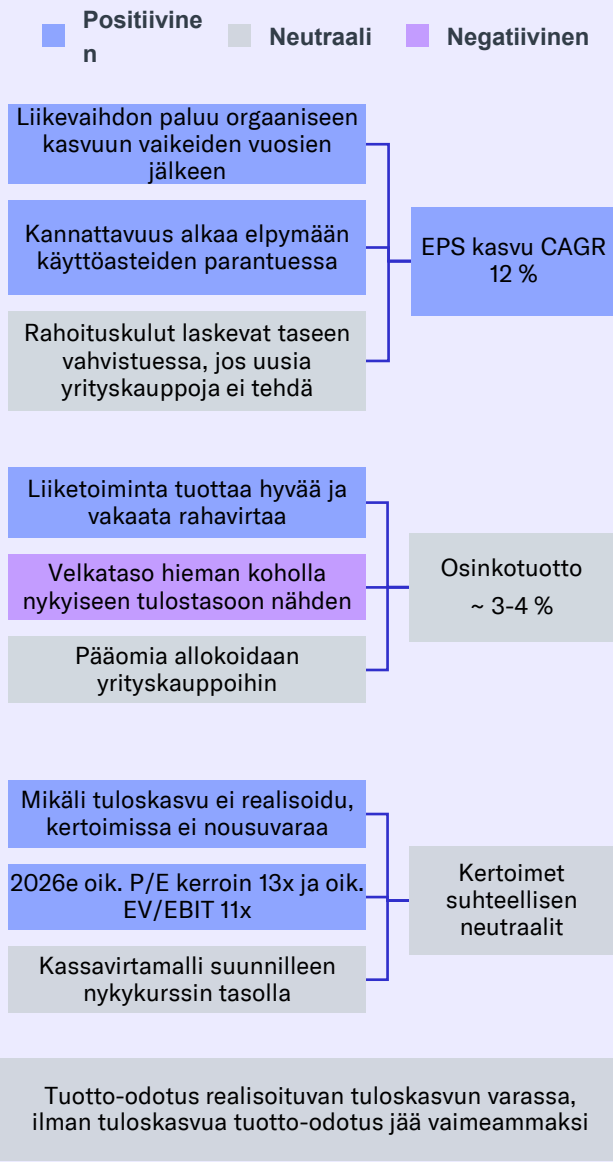
vuodelle EV/EBIT-kertoimella 11x (linjassa Etteplaniin) ja P/E-kertoimella 11x (alle Etteplanin). Nykyinen hinnoittelu suhteessa verrokkeihin on kuitenkin mielestämme kohtuullinen, eikä sinänsä vaikuta ratkaisevasti näkemykseemme.

Tuotto-odotus on tuloskasvun realisoitumisen varassa

Etteplanin tuotto-odotus nojaa nähdäksemme pääasiassa tuloskasvuun. Ennusteissamme yhtiön oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin noin 7 % vuodessa vuosien 2026-2029 aikana (2025 vuoden luku pohjalukuna) ja noin 12 % vuodessa vuosina 2027-2029 (2026 pohjalukuna). Tulos on ollut lähes vakaa kolme vuotta, ja ennusteemme odottavat tuloskasvun käynnistyvän ensi vuonna. Osinkotuotto on ennusteissamme lähivuosina noin 3-4 %, mikä tuo tukea osakkeen tuotto-odotukseen.

Toteutuneella vuoden 2025 tuloksella oikaistu P/E-kerroin on 12x. Tänä vuonna odotamme tuloksen laskevan hieman ja oikaistu P/E on 13x. Tasot ovat pitkälti neutraaleja ja heijastelevat sitä, että sijoittajan tuotto on pitkälti kiinni realisoituvassa tuloskasvussa. Mielestämme edellytykset palata tuloskasvuun ovat olemassa, sillä kysyntäympäristö vaikuttaa piristymisen merkkejä. Tuloskasvun realisoituessa tuotto-odotuksesta muodostuisi nähdäksemme hyvä. Tuloskasvun kulmakertoimeen liittyy kuitenkin vielä merkittävää epävarmuutta, sillä toistaiseksi Suomen talouden positiivinen uutisvirta ei ole heijastunut yhtiön lukuihin alkuvuonna 2026 (toimiala-altistus selittää tätä osin). Suunnan arvioimme olevan oikea, mutta näemme edelleen selvän riskin tulosvaroitukselle, jos kysyntä ei ole lähtenyt kesän jälkeen paranemaan tarpeeksi nopeasti. Siten lyhyen tähtäimen tuottovaatimus on edelleen koholla ja toistaiseksi hinnoittelussa näemme perusteltuna tarkastella lyhyttä aikaväliä, missä näemme arvostuksen pitkälti neutraalina.

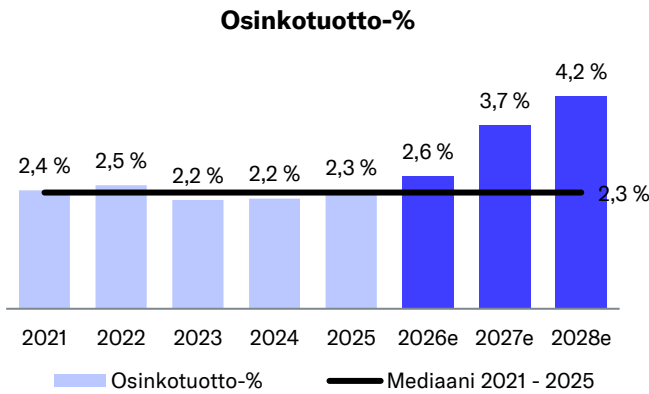
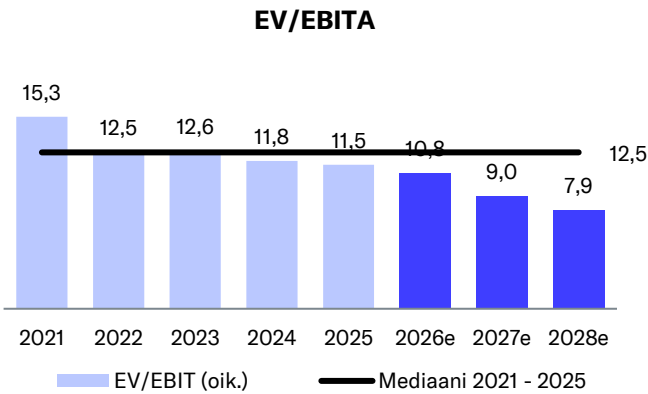
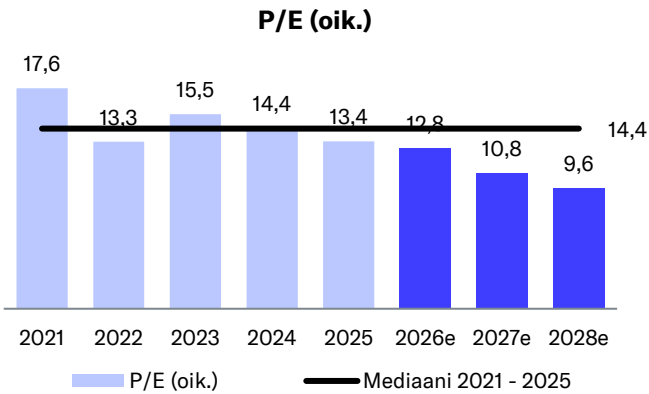
Osaketuoton ajurit 2025-2029e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	16,9	14,6	13,8	10,0	9,48	8,50	8,50	8,50	8,50
Osakemäärä, milj. kpl	25,1	24,9	25,1	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Markkina-arvo	424	366	346	252	239	215	215	215	215
Yritysarvo (EV)	472	437	410	323	311	274	260	246	233
P/E (oik.)	17,6	13,3	15,5	14,4	13,4	12,8	10,8	9,6	9,1
P/E	21,1	20,0	20,8	24,3	22,6	18,9	13,6	11,8	10,9
P/B	4,3	3,4	3,0	2,1	2,0	1,7	1,6	1,4	1,4
P/S	1,4	1,0	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	1,6	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	10,8	9,0	9,2	8,8	8,5	7,7	6,4	5,7	5,2
EV/EBIT (oik.)	15,3	12,5	12,6	11,8	11,5	10,8	9,0	7,9	7,2
Osinko/tulos (%)	50,1 %	49,7 %	45,2 %	53,4 %	52,5 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,5 %	2,2 %	2,2 %	2,3 %	2,6 %	3,7 %	4,2 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
AFRY	1044	1591	11,1	9,1	7,3	6,4	11,2	8,9	5,7	6,5	0,9
Sweco	4204	4786	15,4	14,0	11,7	10,7	18,1	16,6	3,0	3,3	3,4
Rejlers	324	419	13,1	10,6	8,2	7,2	14,1	11,1	3,6	3,8	1,6
Prevas	78	108	11,3	7,1	7,3	5,2	9,2	6,5	5,9	7,4	1,3
Alten	2645	2586	7,7	7,0	5,9	5,5	11,0	9,7	2,3	2,4	1,1
Bertrandt	92	207		7,3	6,0	3,0		7,1	2,8	6,2	0,3
Ework	89	110	12,3	9,8	9,7	7,9	13,9	11,4	6,1	7,8	4,0
Vincit	19	20	39,1	8,8	5,3	3,0	137,0	12,5		3,4	0,6
Sitowise	88	155	23,8	11,3	9,4	7,2	171,2	13,8	0,8	2,0	1,1
Solwers	16	43	42,2	15,2	8,0	5,8		31,2			0,4
Gofore	186	197	10,2	8,3	8,3	6,7	13,7	11,7	4,4	4,5	1,6
Etteplan (Inderes)	215	274	10,8	9,0	7,7	6,4	12,8	10,8	2,6	3,7	1,7
Keskiarvo			18,6	9,9	7,9	6,2	44,4	12,8	3,8	4,7	1,5
Mediaani			12,7	9,1	8,0	6,4	13,9	11,4	3,6	4,1	1,1
Erotus-% vrt. mediaani			-15 %	-2 %	-4 %	0 %	-8 %	-5 %	-26 %	-11 %	50 %

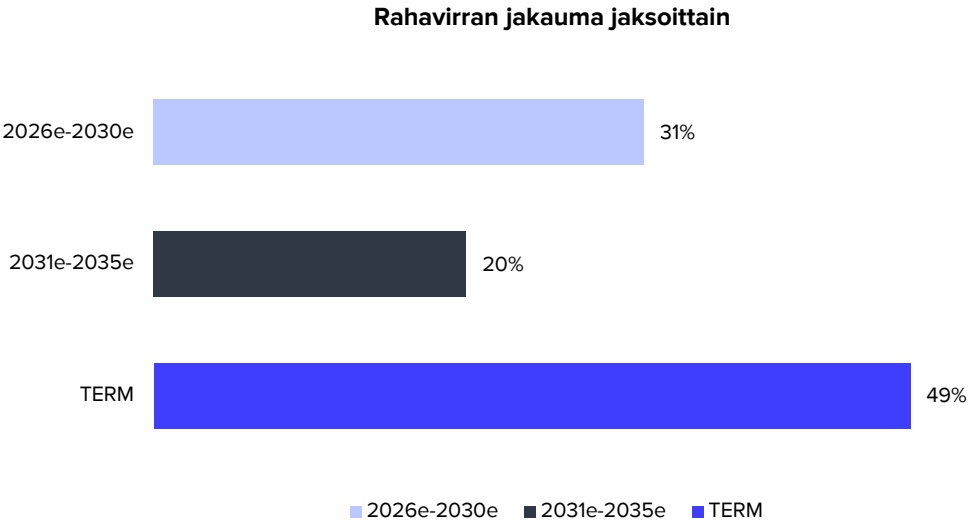
Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,1 %	-0,9 %	3,9 %	3,2 %	3,2 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %	2,2 %	2,2 %
Liikevoitto-%	4,9 %	5,2 %	6,4 %	6,8 %	6,9 %	7,2 %	7,1 %	7,1 %	6,9 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %
Liikevoitto	17,9	18,5	23,9	26,2	27,3	29,3	29,7	30,5	30,5	30,3	31,0	
+ Kokonaispoistot	18,6	17,3	16,9	17,1	17,0	15,8	14,6	14,3	14,3	14,7	14,8	
- Maksetut verot	-3,3	-3,1	-4,4	-5,1	-5,5	-6,1	-6,4	-6,6	-6,6	-6,6	-6,8	
- verot rahoituskuluista	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
- Käyttöpääoman muutos	2,1	1,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	34,3	33,2	34,6	36,7	37,6	38,4	37,0	37,4	37,3	37,6	38,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-25,9	-12,0	-12,4	-12,8	-13,2	-13,5	-13,9	-14,2	-14,6	-14,9	-14,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,7	21,2	22,2	23,9	24,4	24,9	23,1	23,2	22,8	22,7	23,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	8,7	21,2	22,2	23,9	24,4	24,9	23,1	23,2	22,8	22,7	23,5	336
Diskontattu vapaa kassavirta		20,6	19,7	19,4	18,1	16,9	14,4	13,2	11,8	10,8	10,2	146
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		301	281	261	242	224	207	192	179	167	156	146
Velaton arvo DCF		301										
- Korolliset velat		-102,1										
+ Rahavarat		30,4										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,6										
Oman pääoman arvo DCF		224										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,9										

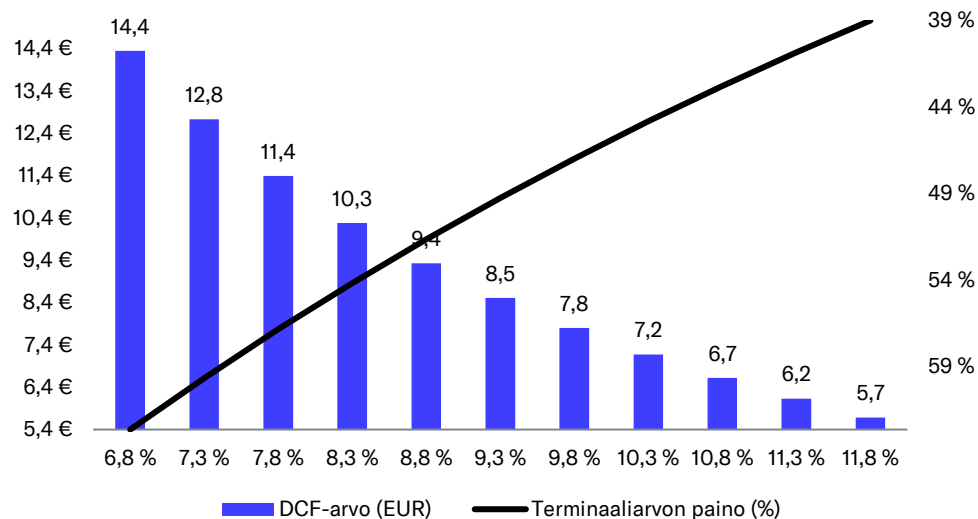
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,4 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

Lähde: Inderes

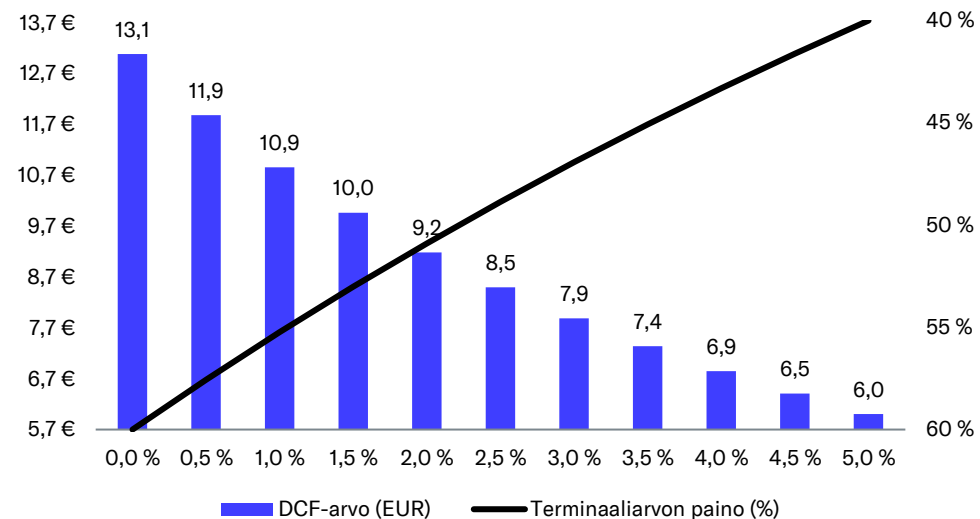


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

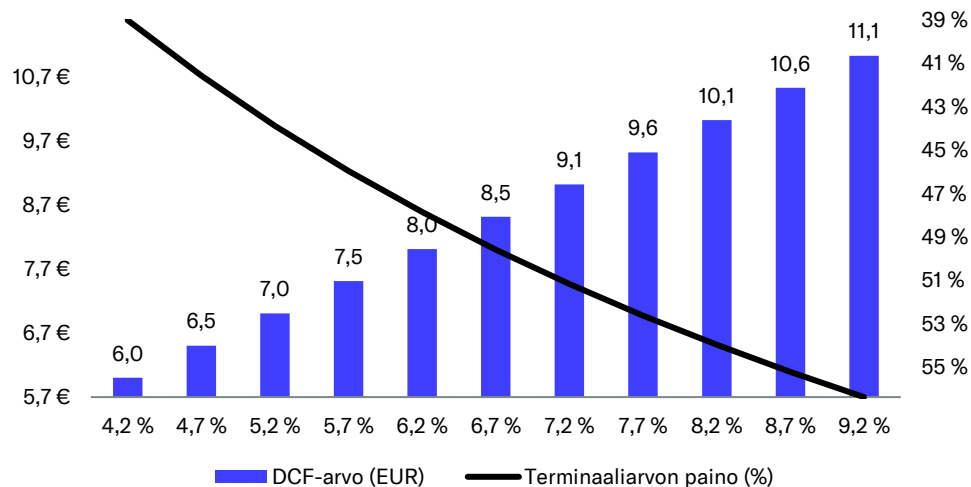
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



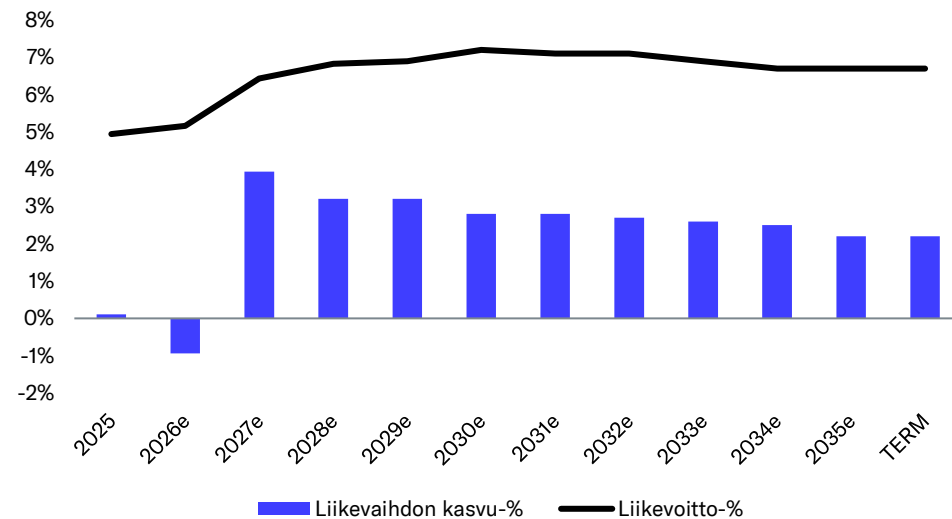
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	360,0	361,0	361,4	358,0	372,1
Käyttökate	44,4	36,8	36,5	35,8	40,8
Liikevoitto	25,5	18,4	17,9	18,5	23,9
Voitto ennen veroja	20,8	13,6	13,4	14,4	20,2
Nettovoitto	16,6	10,4	10,6	11,4	15,8
Kertaluontoiset erät	-7,1	-9,0	-9,2	-6,8	-5,1

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	284,6	297,8	304,0	294,9	294,9
Oma pääoma	114,1	117,8	122,1	127,9	138,0
Liikearvo	109,7	117,4	126,7	126,7	126,7
Nettovelat	63,1	70,6	71,7	59,2	45,6

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	44,4	36,8	36,5	35,8	40,8
Nettokäyttöpääoman muutos	0,3	2,5	2,1	1,4	-0,9
Operatiivinen kassavirta	39,7	35,0	34,3	33,2	34,6
Investoinnit	-19,8	-31,6	-25,9	-12,0	-12,4
Vapaa kassavirta	20,5	2,9	8,7	21,2	22,2

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,2	8,8	8,5	7,7	6,4
EV/EBIT (oik.)	12,6	11,8	11,5	10,8	9,0
P/E (oik.)	15,5	14,4	13,4	12,8	10,8
P/B	3,0	2,1	2,0	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,2 %	2,3 %	2,6 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,66	0,41	0,42	0,45	0,62
EPS (oikaistu)	0,89	0,70	0,71	0,66	0,79
Operat. Kassavirta / osake	1,58	1,38	1,36	1,32	1,37
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,82	0,11	0,34	0,84	0,88
Omapääoma / osake	4,55	4,67	4,84	5,07	5,47
Osinko / osake	0,30	0,22	0,22	0,22	0,31

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	3 %	0 %	0 %	-1 %	4 %
Käyttökateen kasvu-%	-9 %	-17 %	-1 %	-2 %	14 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-7 %	-16 %	-1 %	-7 %	15 %
EPS oik. kasvu-%	-19 %	-22 %	2 %	-6 %	18 %
Käyttökate-%	12,3 %	10,2 %	10,1 %	10,0 %	11,0 %
Oik. Liikevoitto-%	9,1 %	7,6 %	7,5 %	7,1 %	7,8 %
Liikevoitto-%	7,1 %	5,1 %	4,9 %	5,2 %	6,4 %
ROE-%	15,1 %	9,0 %	8,8 %	9,1 %	11,9 %
ROI-%	13,1 %	9,1 %	8,4 %	8,8 %	11,7 %
Omavaraisuusaste	40,9 %	40,5 %	41,1 %	44,4 %	47,9 %
Nettovelkaantumisaste	55,3 %	60,0 %	58,7 %	46,3 %	33,1 %
Nettovelka/käyttökate	1,4	1,9	2,0	1,7	1,1
EBITDA/nettorahoituskulut	9,4	7,6	8,2	8,8	11,0

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22/01/2024	Vähennä	13,50 €	13,60 €
09/02/2024	Lisää	15,00 €	14,00 €
10/05/2024	Lisää	15,00 €	13,60 €
09/08/2024	Vähennä	13,00 €	12,55 €
29/08/2024	Lisää	13,00 €	11,95 €
16/10/2024	Osta	12,50 €	10,35 €
01/11/2024	Osta	12,50 €	10,55 €
13/02/2025	Osta	12,50 €	10,55 €

Analyytikko vaihtuu			
09/04/2025	Lisää	12,50 €	11,15 €
06/05/2025	Lisää	12,00 €	10,70 €
07/08/2025	Lisää	11,50 €	10,50 €
30/10/2025	Lisää	11,00 €	9,70 €
13/02/2026	Vähennä	9,50 €	9,10 €
08/05/2026	Vähennä	7,50 €	7,24 €
06/08/2026	Vähennä	8,00 €	7,68 €
04/09/2026	Vähennä	8,50 €	8,50 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**