

Administer

Seurannan aloitus

12.6.2023 07:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Taloushallinnon moniottelija

Aloitamme Administerin seurannan osta-suosituksella ja 4,0 euron tavoitehinnalla. Administer on taloushallinnon moniottelija, ja konsernista löytyy merkittävä tilitoimisto, palkkahallinnon erikoisosaamista, taloushallinnon konsultointia sekä ohjelmistopalveluja. Yhtiö ja sen tarjoama ovat kasvaneet voimakkaasti yritysostoilla, mutta kannattavuuskehitys on samalla jättänyt paljon parantamisen varaa. Näemme yhtiössä merkittävää tuloskasvupotentiaalia, jos kompleksisesta kokonaisuudesta saataisiin lähivuosina enemmän tehoja irti. Odotettuihin tulosparannuksiin liittyy luonnollisesti merkittäviä riskejä, mutta arvostuksen ollessa edullinen (2023e oik. P/E 12x ja EV/EBIT 10x) pidämme osakkeen riskikorjattua tuotto-odotusta houkuttelevana.

Laaja tarjonta taloushallinnon palveluja ja ohjelmistoja defensiiviselle markkinalle

Administer on yksi suurimmista taloushallintopalvelujen tarjoajista Suomessa. Merkittävimpiä konserniyhtiöitä ovat Suomen suurimpiin tilitoimistoihin kuuluva emoyhtiö Administer, palkkalaskelmien määrällä mitattuna Suomen suurin HR- ja palkkahallintopalvelujen tarjoaja Silta, keski-suuri ohjelmistotoimittaja EmCe sekä talous- ja henkilöstöhallinnon asiantuntija Eonia (yritysosto 11/2022). Liiketoiminta on taloushallinnon alueella erittäin moniulotteinen, yhtiö palvelee käytännössä kaikkia asiakassegmenttejä ja konsernin sisällä on useampia eri liiketoimintamalleja, mikä kasvattaa kompleksisuutta edelleen. Mielestämme yhtiö on laajasti hyvä, mutta meidän on hankala löytää selkeää ydinliiketoimintaa, jossa Administer olisi todistetusti ylivertainen. Administer toimii defensiivisellä Suomen noin 1,2 miljardin euron tilitoimistomarkkinoilla sekä yli 200 MEUR:n HR-palvelumarkkinalla.

Skaalautuvaa kasvua etsimässä

Administer on kasvanut voimakkaasti yritysostoilla (2017-2023e yli 25 % CAGR), mutta samalla orgaaninen kasvu on jäänyt vaisuksi. Lisäksi kannattavuuskehitys on ollut heikkoa (2017-2022 käyttökate 6,8 %) ja jäänyt kauas potentiaalista. Tätä selittänee osin voimakas yritysostovetoinen kasvu, kompleksisuuden nousu sekä panostukset omiin ohjelmistoihin (eFina ja EmCe), tekoälyn kehittämiseen sekä myyntiorganisaatioon. Panostukset eivät toistaiseksi ole heijastuneet tehokkuuteen, kannattavuuteen tai orgaaniseen kasvuun, mutta tämä voi muuttua fokuksen mukana. Lähivuosina Administerin pitäisi päästä kiinni skaalautuvaan kasvuun, missä kriittisiä elementtejä ovat mielestämme toiminnan merkittävä tehostuminen (mm. ohjelmistot ja prosessit) sekä orgaaninen kasvu. Tänä vuonna Eonia-yritysosto tarjoaa yhtiölle tasokorjauksen sekä liikevaihtoon että tulokseen, ja näemme merkittävää potentiaalia yleisen kannattavuuden parantamisessa keskipitkällä aikavälillä. Ennustammekin yhtiölle voimakasta tuloskasvua lähivuosina, vaikka näytöt skaalautuvasta kasvusta eivät ole viime vuosilta vakuuttavia.

Edullinen kaikilla mittareilla, jos potentiaalia saadaan ulosmitattua odotetusti

Administerin sijoitusprofiili on mielestämme tällä hetkellä sekoitus kasvu- ja käännetyhtiötä. Arvostuskertoimet (2024e oik. P/E 9x ja EV/EBIT 7x) ovat matalia, mikä kuvastaa mielestämme sijoittajien epäilyksiä yhtiön strategian toimivuuteen, kannattavuuskehitykseen ja sitä kautta tuloskasvunäkymiin. Viime vuosina Administer on mielestämme ollut selkeä alisuorittaja emmekä ole toistaiseksi nähneet yhtiön potentiaalia, jonka realisoitumiseen liittyy luonnollisesti merkittävää epävarmuutta. Vallitsevalla arvostustasolla negatiiviset riskit (alisuorittamisen jatkuminen pitkään) ja positiiviset mahdollisuudet (kannattavuuden merkittävä parantuminen lähivuosina) ovat mielestämme vinoutuneet positiiviselle puolelle, ja pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta houkuttelevana.

Suositus

Osta

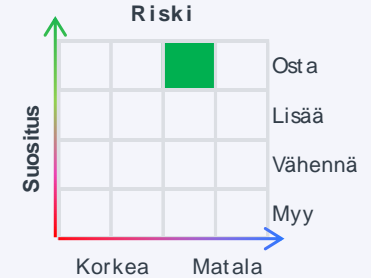
(aik. -)

4,00 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

3,27



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	52,8	79,6	83,0	86,7
kasvu-%	26 %	51 %	4 %	4 %
EBIT oik.	2,7	5,5	7,0	8,9
EBIT-% oik.	5,1 %	6,9 %	8,4 %	10,3 %
Nettotulos	-0,7	0,0	1,2	3,2
EPS (oik.)	0,13	0,26	0,35	0,48

P/E (oik.)	20,7	12,5	9,4	6,8
P/B	1,2	1,5	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,7 %	3,5 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	18,4	9,6	6,9	5,0
EV/EBITDA	13,0	7,8	5,9	4,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,6	0,5

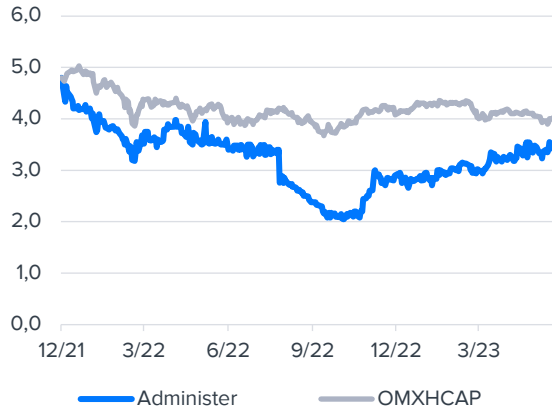
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

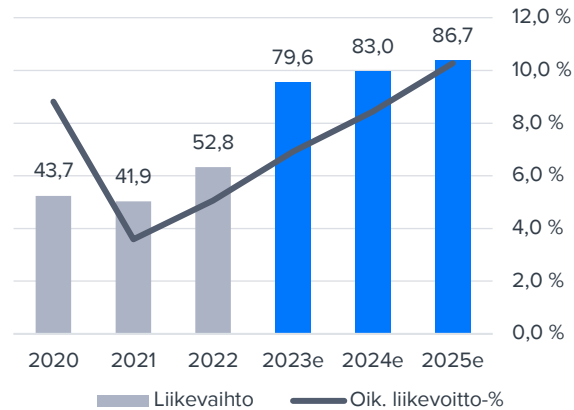
Administer arvioi liikevaihdon olevan 76-81 MEUR (2022: 52,8 MEUR) ja käyttökatemarginaalin olevan 7-9 % (2022: 7,1 %) vuonna 2023.

Osakekurssi



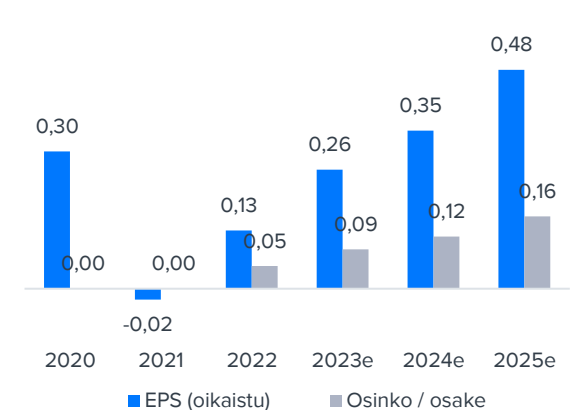
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Näemme yhtiön tehokkuudessa ja kannattavuudessa merkittävää parantamisen varaa nykytasolta
- Voimakas tuloskasvu kannattavuuden parantuessa
- Hyväksyttävän arvostustason nousu taloudellisen kehityksen parantuessa
- Defensiiviset kassavirrat ja toimiala, joka on kasvanut historiallisesti suhdanteista riippumatta
- Kasvu onnistuneilla yritysostoilla



Riskitekijät

- Yritysostojen integraation puutteeseen ja kasvavaan organisaatorakenteeseen liittyvä kompleksisuus
- Teknologiapanostuksien (automaatiikka / tekoäly) hyödyt eivät ole toistaiseksi heijastuneet kannattavuuteen
- Monimutkaisen kokonaistarjoaman hallitseminen ja alisuoriutujaksi jääminen
- Orgaanisen kasvun puute panostuksista huolimatta on huolenaihe
- Heikkenevä taloustilanne, kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,27	3,27	3,27
Osakemäärä, milj. kpl	14,3	14,3	14,3
Markkina-arvo	47	47	47
Yritysarvo (EV)	53	48	44
P/E (oik.)	12,5	9,4	6,8
P/E	neg.	38,0	14,8
P/Kassavirta	7,2	7,6	12,0
P/B	1,5	1,5	1,4
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	7,8	5,9	4,4
EV/EBIT (oik.)	9,6	6,9	5,0
Osinko/tulos (%)	neg.	133,9 %	72,4 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,5 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-14
Sijoitusprofiili	s. 15-18
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 19-25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 26-31
Taloudellinen asema	s. 32-35
Ennusteet	s. 36-41
Arvonmääritys ja suositus	s. 42-47
Taulukko	s. 48
Vastuuvapauslauseke	s. 49

Administer lyhyesti

Administer on talous- ja palkkahallinnon palveluja, konsultointipalveluja sekä ohjelmistopalveluja tarjoava konserni.

1985

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

52,8 MEUR (+25,9 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

Liikevaihdon jakautuminen 2022

19 % / 45 % / 36 %

Administer emoyhtiö / Silta / Muut

3,8 MEUR (7,1 % lv:sta)

Käyttökate 2022

738

Henkilöstö keskimäärin H2'22

-2019

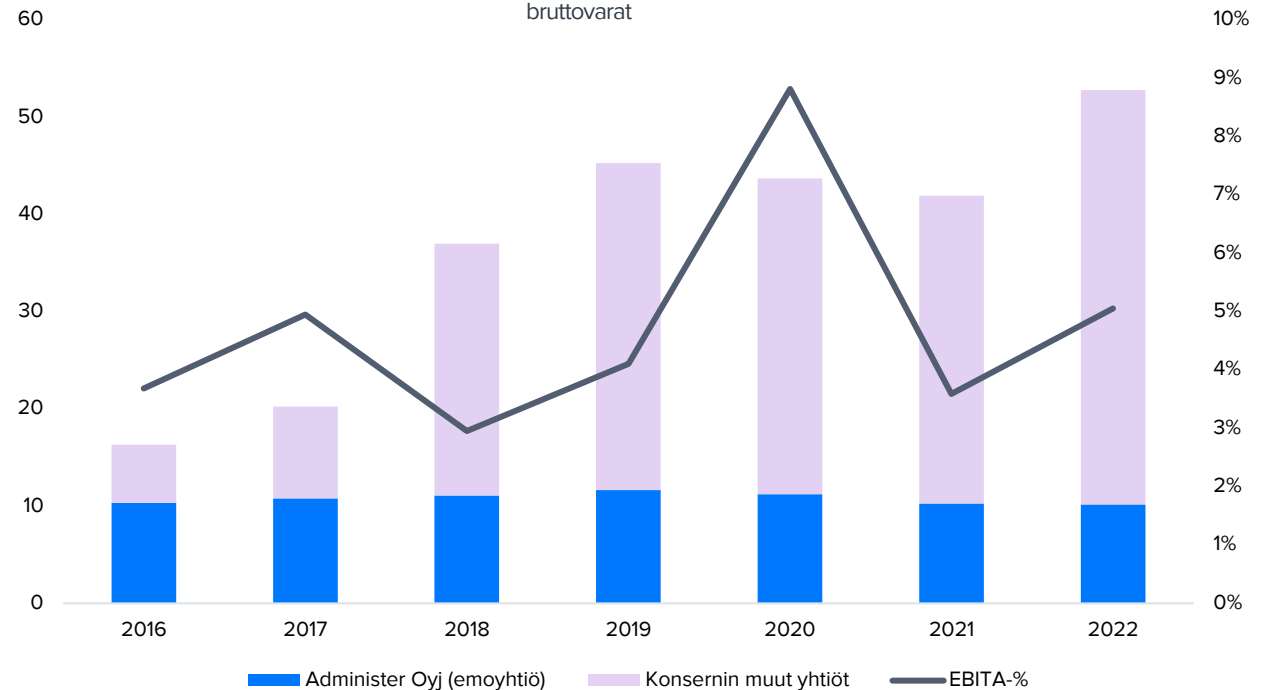
- Liikevaihto ylittää 10 MEUR ensimmäistä kertaa vuonna 2014
- 2014-2019 voimakkaan kasvun aikaa
- Yhtiö laajenee uuteen kokoluokkaan Silta-yritysjärjestelyn (2018) myötä

2020-2021

- Vuosina 2020-2021 transaktioliiketoiminta laskee koronan vuoksi ja tytäryhtiö Adner kohtaa asiakaskatoa järjestelmäuudistuksen vuoksi
- Liikevaihto kääntyy laskusuuntaan
- EmCe-yrityskauppa 2021 elokuussa
- Administer listautuu First North -listalle vuonna 2021 ja kerää 14 MEUR:n bruttovarat

2022-

- Liikevaihto palaa kasvu-uralle lukuisien yritysostojen myötä
- Tytäryhtiö Adnerin asiakaskato rasittaa edelleen yhtiötä
- Merkittävä yrityskauppa (Econia) vuoden 2022 lopulla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Lyhyt yhtiökuvaus perustiedoista

Administer on talous- ja palkkahallinnon palveluja, konsultointipalveluja sekä ohjelmistopalveluja tarjoava konserni. Yhtiö on liikevaihdolla mitattuna yksi suurimmista taloushallintopalvelujen tarjoajista Suomessa sekä palkkalaskelmien määrällä mitattuna Suomen suurin HR- ja palkkahallintopalvelujen tarjoaja. Administer toimii Suomen noin 1,2 miljardin tilitoimistomarkkinoilla sekä yli 200 MEUR:n HR-palvelumarkkinalla.

Administerin asiakaskuntaan kuuluu kaikenkokoisia organisaatioita pienistä ja keskisuurista yrityksistä suuryrityksiin, kuntiin ja kaupunkeihin. Yhtiö pystyy tarjoamaan taloushallinnon palveluita kaikissa kokoluokissa. Asiakaskunta on hajautunut kymmenen suurimman asiakkaan osuuden ollessa noin 20 % liikevaihdosta vuonna 2020. Yhteensä yhtiöllä oli listautumisesitteiden mukaan yli 4500 asiakasta. Administerilla on yli 30 toimipistettä pääosin Suomessa, mutta yhtiöllä on toimintaa myös Tukholmassa Ruotsissa ja Tallinnassa Virossa. Lisäksi yhtiöllä on pienimuotoista toimintaa Espanjassa, ja jatkossa yhtiön tavoitteena on kasvaa Euroopassa laajemmin.

Administer on perustettu Helsingissä vuonna 1985 kirjanpito- ja taloushallinnon palveluja tarjoavana yrityksenä. Administerin oma ja edelleen käytössä oleva selainpohjainen taloushallinnon ohjelma eFina lanseerattiin vuonna 2000. Osana laajentumisstrategiaansa Administer on ollut aktiivinen yritysostoissa jo vuodesta 2001 lähtien. Konsernin ensimmäinen sivutoimipiste perustettiin vuonna 2009 ja ulkomaille yhtiö laajeni vuonna

2016 avatessaan toimiston Tukholmaan.

Konsernirakenne

Administer konserniin kuuluu useita omilla brändeillään toimivia tytäryhtiöitä. Merkittävimmät konserniyhtiöt ovat emoyhtiö Administer Oyj sekä yhtiön 100 %:sti omistamat HR- ja palkkahallintopalveluja tarjoava Silta Oy, taloushallinnon ulkoistus- ja konsultointipalveluja tarjoava Adner Oy, ohjelmistopalveluja tarjoava Emce Solution Partner Oy sekä vuoden 2022 lopussa hankittu Econia Oy:n, joka on talous- ja henkilöstöhallinnon sekä kansainvälisten palveluiden asiantuntijayritys. Yhtiö omistaa myös merkittäviä vähemmistöosuuksia muun muassa taloushallintopalveluja julkiselle sektorille tarjoavasta Kuntalaskenta Oy:sta. Konsernin ulkopuolelle jää lisäksi muita yhtiöitä, kuten Yrittäjän Polku Oy ja Serveria Oy.

Administer (emoyhtiö) vastaa konsernissa pääosin tilitoimistoliiketoiminnasta. Yhtiön taloushallinnon palvelujen ytimessä on yhtiön oma eFina-taloushallintojärjestelmä. Emoyhtiön liikevaihto on ollut varsin tasaisesti 10-12 MEUR:n välillä viimeiset viisi vuotta. Samalla kannattavuus on vaihdellut käyttökateetasolla suunnilleen 0-15 %:n välillä.

Silta on palkanlaskennan ja HR-palveluiden asiantuntijayritys. Sillan kautta yli 140 000 suomalaista saa palkkansa tililleen joka kuukausi. Silta on liikevaihdollisesti suuri osa Administer-konsernia yhteensä noin 23,6 MEUR:n liikevaihdolla (2022). Sillan käyttökatemarginaali on vaihdellut noin 6-10 %:n välillä vuosina 2019-2022, ja vuonna 2022 käyttökate oli 10 %.

ADMINISTER

- Administer on talous- ja palkkahallinnon palveluja, konsultointia sekä ohjelmistopalveluja tarjoava konserni
- Koostuu useista omilla brändeillään toimivista yhtiöstä
- Yhtiön tavoitteena on uudistaa taloushallintopalvelujen markkinoita kehittämällä uusia teknologioita ja ratkaisuja
- Toimii pääasiassa Suomen 1,2 miljardin tilitoimistomarkkinalla sekä noin 200-300 MEUR:n HR-palvelumarkkinalla
- Toimii yli 30 paikkakunnalla Suomessa, Ruotsissa, Virossa sekä Espanjassa

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Konsernirakenne ja merkittävimmät konserniyhtiöt

Emoyhtiö

ADMINISTER

Konsernin merkittävimmät tytär- ja vähemmistöyhtiöt

ADMINISTER

- Administer-konsernin emoyhtiö on sähköisiin taloushallinnon palveluihin erikoistunut auktorisoitu tilitoimisto
- Perustettu vuonna 1985
- Liikevaihto 10,2 MEUR ja käyttökate nollassa (2022)

Emoyhtiö

emce

- EmCe tarjoaa taloushallinto- ja toiminnanohjausohjelmistoa, jota käytetään Administerin eFina-ohjelmiston taustajärjestelmänä sekä myydään erillisenä tuotteena
- Liikevaihto 7,6 MEUR ja käyttökate noin 10 % liikevaihdosta (2022)

Tytär-yhtiö (100 % omistus)



- Palkanlaskennan ja HR-palveluiden asiantuntijayritys
- Osaksi Administer-konsernia yritysostolla vuonna 2018
- Liikevaihto 23,6 MEUR ja käyttökate noin 10 % liikevaihdosta (2022)

Tytär-yhtiö (100 % omistus)

ADNER

- Adner tuottaa taloushallinnon ulkoistuspalveluja
- Palvelut tuotetaan NetSuite-ohjelmistoaustalla
- Liikevaihto vain 1,2 MEUR ja käyttökate rumasti tappiolla (2022)

Tytär-yhtiö (100 % omistus)

econia

- Econia on talous- ja henkilöstöhallinnon asiantuntijayhtiö
- Osaksi Administer-konsernia yritysostolla vuonna 2022
- Liikevaihto 24,4 MEUR ja käyttökate noin 8 % liikevaihdosta (2022*)

Tytär-yhtiö (100 % omistus)

Kunta
laskenta

- Kuntalaskenta tarjoaa taloushallinnon palveluita julkishallinnon asiakkaille
- Administer hankki 49,9 %:n osuuden yhtiöstä vuonna 2018
- Liikevaihto noin 1,7 MEUR ja käyttökate 5,5 % lv:sta (2022)

Osakkuusyhtiö (49,9 % omistus)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Econia tarjoaa palveluita talouden, henkilöstöressurssien, kansainvälisen liiketoiminnan kehittämiseen ja työoikeudellisiin asioihin. Administer osti Econian marraskuussa 2022 ja Econia yhdisteltiin konserniin 1.11.2022 alkaen, joten vaikutus 2022 lukuihin oli vielä pieni. Econian liikevaihto oli kuitenkin vuonna 2022 noin 24,4 MEUR ja käyttökate oli noin 2,0 MEUR. Siten Econia on liikevaihdollisesti suurin Administer-konsernin tytäryhtiöistä ja yhtiöllä on myös merkittävä tulospotentiaalia. Econia-yrityksostolla onkin suuri vaikutus koko Administer-konserniin.

EmCe on ohjelmistopalveluyhtiö, jonka taloushallinto- ja toiminnanohjausjärjestelmän toimivaa EmCe-ohjelmistoa käytetään Administerin eFina-ohjelmiston taustajärjestelmänä. Lisäksi EmCe-ohjelmistoa myydään erillisenä ohjelmistona tilitoimistoille ja näiden loppuasiakkaille. EmCen liikevaihto on ollut tasaisesti noin 8 MEUR viime vuosina ja yhtiön käyttökate on pyörinyt nollan tuntumassa. Vuonna 2022 liikevaihto laski 7,6 MEUR:oon, mutta käyttökate nousi 10 %:n tasolle. Administer osti EmCen elokuussa 2021.

Adner tuottaa taloushallinnon ulkoistuspalveluja yrityksille mahdollistaen taloushallintopalveluiden tuottamisen asiakkaille ilman järjestelmä-investointeja ja käyttöönottoprojekteja. Adner on myös aloittanut yhteistyön EmCen kanssa, minkä kautta yhtiö toimittaa myös Microsoft Business Central -toiminnanohjausjärjestelmää. Adnerin liiketoiminta on kärsinyt merkittävästi asiakaskadosta vuosina 2021-2022, mutta tilanne on käsityksemme mukaan hiljalleen vakiintunut. Vuonna 2022 yhtiön liikevaihto oli vain 1,2 MEUR ja tulos rumasti tappiollinen. Vuonna 2018 liikevaihto oli vielä 5,9 MEUR, mistä pudotus on

ollut raju. Administer osti Adnerin vuonna 2017.

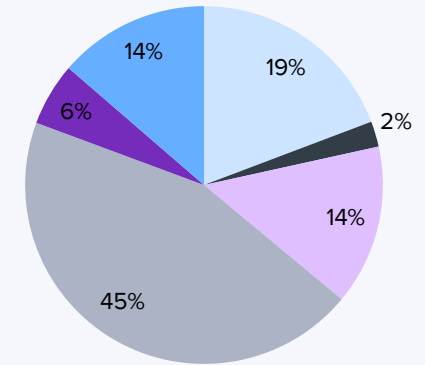
Kuntalaskenta on Administerin 49,9 %:sti omistama osakkuusyhtiö, joka tarjoaa talous- ja palkkahallinnon palveluita julkishallinnolle. Yhtiön liikevaihto vuonna 2022 oli ~1,7 MEUR. **Yrittäjän Polku Oy** (100 % omistus) on alkuvaiheessa oleva kevytyrittäjille kirjanpitolpalveluita tarjoava alustayhtiö. **Serveria Oy** (50 %:n omistus) on pieni yhtiö, jolla ei ole oleellista merkitystä konsernille.

Liikevaihdon jakautuminen

Palvelualueittain Administerin liikevaihto voidaan jakaa taloushallintopalveluihin, HR- ja palkkahallintopalveluihin sekä ohjelmistopalveluihin. Tämän lisäksi Econia-yrityksoston kautta tarjotaan on tullut lisäksi työoikeudellisia palveluja sekä isännöintiä. Yhtiö tarjoaa myös konsultointia kaikilla sen liiketoiminta-alueilla, joten erilaista liiketoimintaa on paljon.

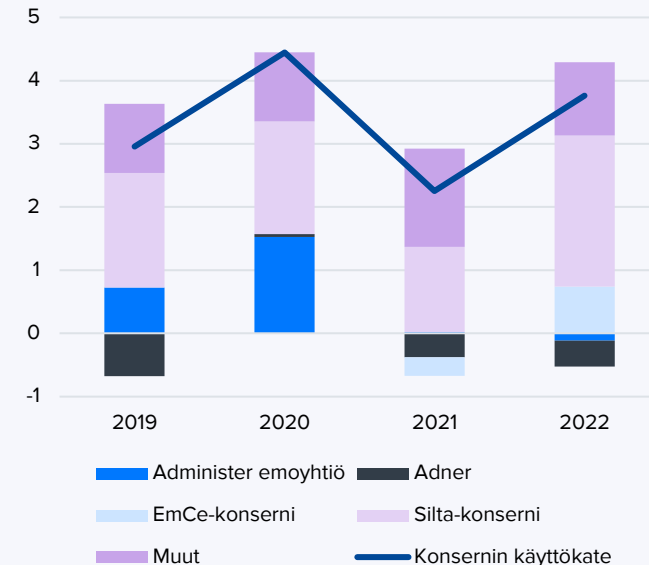
Administer ei ole raportoinut listautumisensa jälkeen liiketoiminta-alueiden liikevaihtoja, mutta tytäryhtiöiden tilinpäätöksiä perusteella jakauman pystyy arvioimaan kohtuullisesti. Olemme esittäneet tytäryhtiöiden liikevaihtojen vuoden 2022 jakauman sivupalkissa, mistä saa suuntaa antavan kuvan eri alueiden liikevaihtoista. Tytäryhtiöiden sisällä on eri liikevaihtoluokkiin kuuluvia eriä, mutta lähtökohtaisesti emoyhtiö Administer tarjoaa taloushallintopalveluita, Silta HR- ja palkkahallintopalveluita, EmCe ohjelmistoa ja Adner konsultointia sekä taloushallintoa. Osuudet muuttuivat merkittävästi Econia-yrityskaupan myötä. Econian liikevaihto koostuu käsityksemme mukaan taloushallintopalveluista, HR-palveluista sekä konsultoinnista.

Liikevaihdon jakauma (2022 arvio)



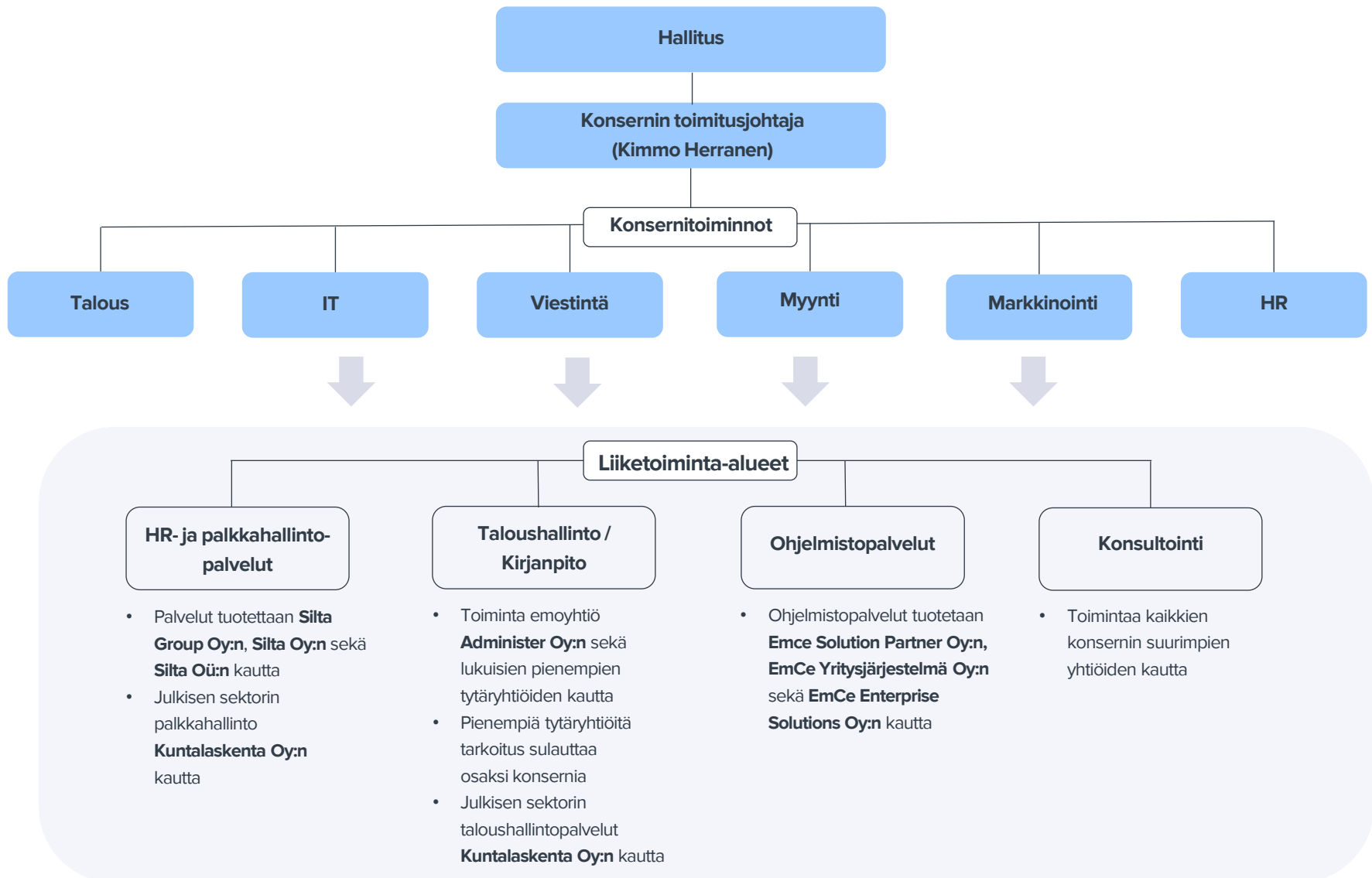
■ Administer ■ Adner ■ Emce ■ Silta ■ Econia ■ Muut

Tytäryhtiöiden käyttökatekehitys (MEUR)



Liikevaihdon jakauma arvioitu tytäryhtiöiden 2022 tilinpäätöksistä. Luvut ovat suuntaa antavia, yritysostot mukana yhdistelystä alkaen.

Organisaatiomalli ja liiketoiminta-alueet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Taloushallintopalvelut

Administerin taloushallintopalvelut kattavat digitaalisen taloushallinnon, kirjanpidon, osto- ja myyntilaskujen käsittelyn, raportointipalvelut sekä perintäpalvelut. Kirjanpito palveluihin kuuluvat kaikkien lakisääteisten kirjanpito palveluiden tarjoaminen, mitkä voidaan ulkoistaa yhtiölle.

Taloushallintopalveluiden perustana toimii yhtiön asiakasrajapinnassa oleva eFina-taloushallintojärjestelmä, joka on rakennettu tukemaan paperitonta taloushallintoa. Ohjelmiston kautta asiakkaat voivat esimerkiksi seurata saamiaan, selata laskujen historiatietoja ja luoda liiketoiminnastaan raportteja reaaliaikaisesti. Administerin tavoitteena taloushallintopalveluissa on automatisoida kirjanpitäjän perinteisesti manuaalisesti hoitamia työtehtäviä. Yhtiö pyrkii muun muassa tekoälyn avulla käsittelemään ostolaskut ja kuitit tuoden tehokkuutta työtehtäviin. Yhtiö on pyrkinyt hyödyntämään tekoälyä myös enenevissä määrin kirjanpito työn suorittamisessa.

Yhtiön taloushallintoasiakkaat ovat pääasiassa pk-yrityksiä, jotka pääasiassa ostavat Administerilta kokonaisvaltaisen taloushallinnon palvelukokonaisuuden. Taloushallinnon palvelut ovat luonteeltaan pääasiassa jatkuvaluontoista kk-laskutusta. Palveluissa on kausiluontoisuutta tilinpäätöskauden vuoksi, minkä vuoksi alkuvuosi on tyypillisesti loppuvuotta vahvempi.

HR- ja palkkapalvelut

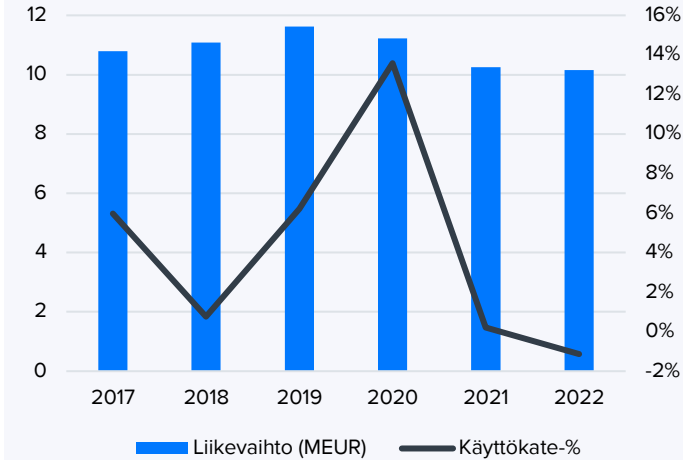
Administer tarjoaa palkkahallintopalveluja pääasiassa tytäryhtiönsä Silta Oy:n kautta suurille ja keskisuurille yrityksille. Lisäksi yhtiö tarjoaa

palkkahallintoa tilitoimistoasiakkailleen emoyhtiönsä kautta ja julkiselle sektorille Kuntalaskenta Oy:n kautta. Administer on palkkalaskelmien määrällä mitattuna Suomen suurin palkkahallintopalvelujen tuottaja. Listautumisen yhteydessä noin 90 % Administerin HR- ja palkkahallintopalvelujen liikevaihdosta muodostui palkanlaskennasta ja loput noin 10 % HR-palveluista. Yhtiö näkee kuitenkin HR-palveluissa merkittäviä kasvumahdollisuuksia.

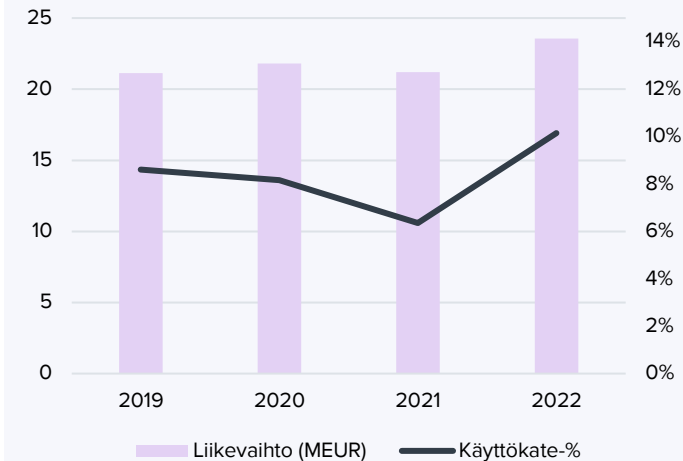
Palkanlaskennassa on isoissa asiakkaisissa pääosin volyyymi- ja tehokkuuskilpailu, sillä prosessien täytyy olla erittäin tehokkaita ja näiden luominen vaatii tiettyä mittakaavaa. Administer käsittelee noin 140 000 palkkalaskelmaa joka kuukausi. Yhtiölle uusi merkittävä referenssi palkkapalveluissa on Neste, jonka kanssa yhteistyö alkoi vuonna 2022. Palkkahallinnon palvelut ovat luonteeltaan jatkuvia ja liikevaihto kertyy tasaisesti koko vuoden ajan. Palkanlaskenta on myös luonteeltaan varsin defensiivistä, sillä palkat maksetaan suhdanteista riippumatta. Suuremmat henkilöstövähennykset aiheuttavat kuitenkin muutoksia palkkakuittien määrässä.

HR- ja palkkapalvelut räätälöidään aina asiakkaan tarpeiden mukaisesti. Palvelukokonaisuus riippuu yleensä asiakkaan koosta suurten yritysten ostaessa usein vain palkkahallintopalveluja, kun taas pienet ostavat usein laajemman kokonaisuuden sisältäen myös HR-palveluja. Pienille asiakkaille Administer tarjoaa palvelut omien eFina- ja EmCe-ohjelmistojen kautta, mutta suurten asiakkaiden osalta hyödynnetään useimmiten asiakkaiden omia ohjelmistoja.

Administerin (emoyhtiö) kehitys



Silta Groupin kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Palkkapalveluissa Administer tarjoaa asiakkailleen alustan, jonka kautta he toimittavat tarvittavan aineistot (kuten työsuhde- ja palkkatiedot). Administer käsittelee tiedot aineiston pohjalta ja siirtää tiedot palkkajärjestelmään, jonka kautta aineiston mukaisten palkkojen laskenta ja maksatus tapahtuu. Isoille yrityksille Silta tarjoaa palkkapalveluiden täydellistä ulkoistusta, jossa Silta ottaa käytännössä haltuun yhtiön koko palkanlaskentaosaston henkilöstöineen. Sillan arvolupaus asiakkaalle on tehokkuushyödyt (eli kustannussäästöt) sekä toimintavarmuus, mikä on palkanlaskennassa kriittisessä roolissa.

HR-palveluihin kuuluu asiakkaiden tukeminen niin strategisen tason suunnittelussa kuin operatiivisissa käytännön toimenpiteissä. Yhtiö tarjoaa palveluita mm. organisaatorakenteen suunnittelussa, toimenkuvien määrittelyssä, lakisääteisten dokumenttien laatimisessa sekä rekrytointiprosesseissa. Yhtiö tarjoaa myös kokonaisvaltaisia PEO-palveluja (Professional Employer Organization eli työvoiman ulkoistuspalveluja), ja tätä aluetta Econia-yritysosto myös vahvistaa. HR-palvelut ovat katerakenteeltaan verrattavissa hyväkatteiseen konsultointiliiketoimintaan, mutta PEO-palvelut ovat arviomme mukaan varsin matalakatteista.

Konsultointipalvelut

Administerin konsultointipalvelut muodostuvat pääasiassa talousjohtopalveluihin (esim. CFO- ja controller-palvelut) ja palkkahallintoon liittyvästä konsultoinnista. Merkittävä osa konsultoinnista tarjotaan erillään muusta palvelukokonaisuudesta, mutta hiljattain konsultointi on siirtynyt entistä enemmän muita palvelualueita tukeväksi

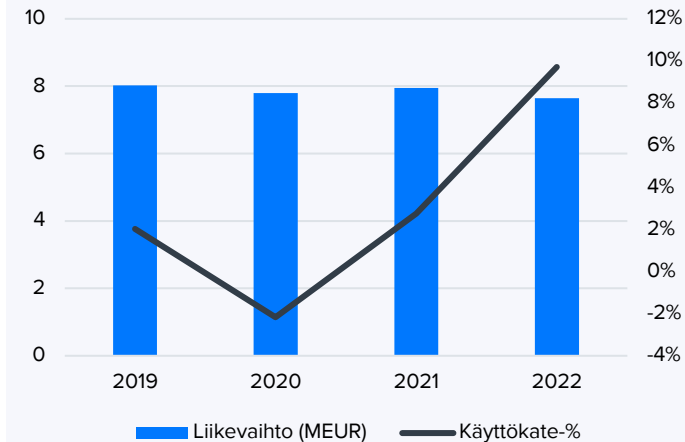
konsultoinniksi. Esimerkiksi palkkahallintopalvelujen konsultointi sisältää mm. palkkaprosessien kehittämiseen liittyvää konsultointia, joka toimii usein tapana saada asiakkaita yhtiön palkkahallintopalvelujen piiriin.

Konsultointia tarjotaan konsernissa usean tytäryhtiön kautta, joten sen tarkkaa osuutta on haastavaa arvioida tarkasti. Tytäryhtiöistä Adnerin liikevaihto on käsityksemme mukaan valtaosin konsultointiin luokiteltavaa. Adner tuottaa ulkoistetut talousjohtopalvelut NetSuite-järjestelmällä ja on järjestelmän ainoa liiketoiminnan ulkoistuskumppani Suomessa. Adnerin liikevaihto on kuitenkin romahtanut, ja osuus konsernin 2022 liikevaihdosta oli vain 2 %.

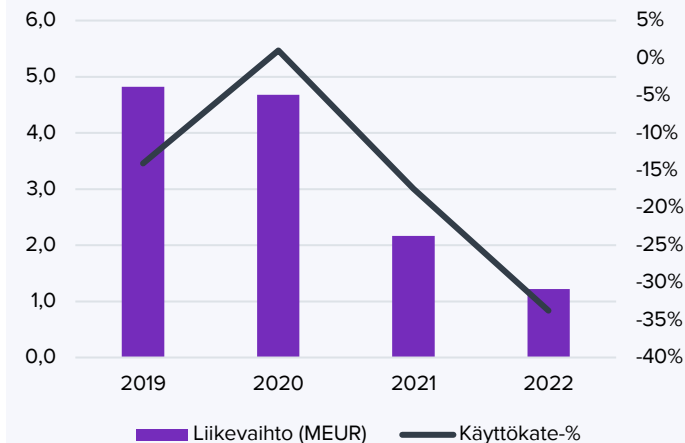
Ohjelmistopalvelut

Administer hyödyntää kehittämiään ohjelmistoja ja ohjelmistoratkaisuja pääasiassa osana sen tarjoamia palvelukokonaisuuksia. Administerin taloushallinnon ytimessä on eFina-ohjelmisto, jonka kautta yhtiö tarjoaa asiakkailleen kirjanpidon, raportoinnin, laskutuksen, palkkahallinnon, arkistot sekä matka- ja kululaskutuksen. Selainpohjaisen eFina-ohjelmiston lisäksi yhtiö on kehittänyt ohjelmistosta mobiiliversion. Yhtiön EmCe-ohjelmisto toimii taas eFinan taustajärjestelmänä, minkä lisäksi yhtiö myy EmCe-ohjelmistoa tilitoimistoasiakkailleen sekä näiden loppukäyttäjille erillisenä tuotteena. Siten varsinainen ohjelmistomyynti koostuu EmCe-ohjelmiston myynnistä. Tästä arviomme mukaan hieman yli puolet koostuu SaaS-pohjaisesta liikevaihdosta. Tämän lisäksi EmCe toimittaa Microsoftin järjestelmiin pohjautuvaa EmCe Business Central -toiminnanohjausjärjestelmää.

EmCen kehitys



Adner Oy:n kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kokonaisuudessaan arvioimme, että 60 % EmCen liikevaihdosta on lisenssituloa ohjelmistoista ja loput 40 % on koostuu valtaosin Microsoftin ERP-järjestelmien toimituksista ja käyttöönottopalveluista. Jälkimmäinen on luonteeltaan enemmän ohjelmistopalveluita, ja vähemmän arvokasta kuin SaaS-ohjelmistoliikevaihto. EmCe-konsernin (ohjelmistopalvelut) liikevaihto oli noin 7,6 MEUR vuonna 2022, mikä on noin 14 % konsernin liikevaihdosta. Ohjelmistojen merkitys on toki tätä suurempi, koska niitä käytetään myös sisäisesti muualla konsernissa.

EmCe-ohjelmistossa yhdistyvät taloushallinto- ja palkanlaskentajärjestelmät. Taloushallinnon puolella ohjelmistoon sisältyy kirjanpito, palkkahallinto, laskutus ja raportointi. Lisäksi ohjelmistoon sisältyy toiminnanohjausjärjestelmän osa-alueita, kuten toimitusketjujen hallintaa, analytiikkaa ja raportointia. EmCen markkinaosuus taloushallinnon ohjelmistoissa on noin 5 %.

Myyntistä vastaa erillinen myyntiorganisaatio

Konsernin myynnistä vastaa Administerin sisäinen noin 30 hengen myyntiorganisaatio, joka keskittyy ensisijaisesti uusasiakashankintaan. Tähän on käsityksemme mukaan panostettu merkittävästi viime vuosina, mutta toistaiseksi tulokset ovat olleet laihoja - joskin mahdollisesti ne ovat vasta tulossa lukuihin toimialalle tyypillisen viiveen takia.

Myyntiorganisaatio on jaettu neljään osaan: pk-yrityksiin ja tilitoimistoasiakkaisiin, suuriin ja keskiuuriin asiakkaisiin, kuntasektoriin sekä ohjelmistoasiakkaisiin. Pk-yritysten ja tilitoimistojen myynti tapahtuu alueellisissa organisaatioissa ja muilta osin myynti tapahtuu valtakunnallisesti.

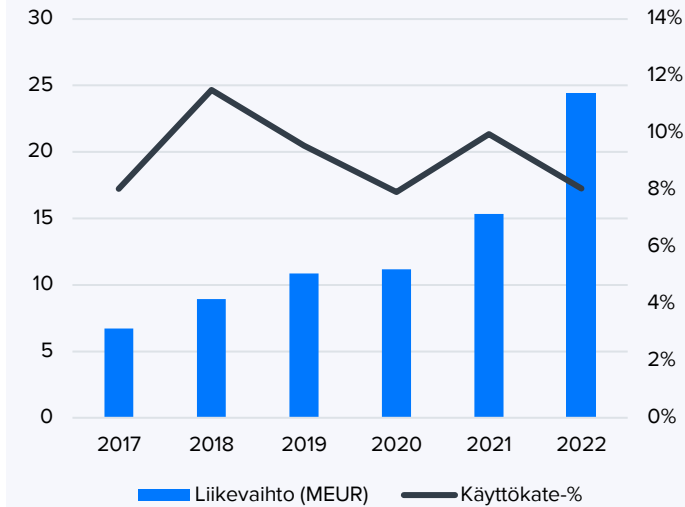
Kaikki myyjät myyvät Administerin laajaa palvelujen ja ohjelmistojen kokonaisuutta, joskin myyjillä on myös omia erityisiä osaamisalueita. Myyntiorganisaatio hyödyntää myös ulkoisia kumppaneita, joiden kautta pyritään luomaan ensimmäisiä asiakaskontakteja.

Tuote- ja tutkimuskehitys

Administer panostaa merkittävästi omaan tuote- ja tutkimuskehitykseen. Yhtiön tuote- ja tutkimuskehityksen ytimessä on rutiininomaisten tehtävien automaatiota edistävien teknologioiden kehittäminen. Näitä ominaisuuksia yhtiö on kehittänyt sisäisesti erityisesti eFina-ohjelmistoonsa. Merkittävässä roolissa yhtiön tuote- ja tutkimuskehityksessä on tekoälyn kehitys (eFina AI), jota se pyrkii kehittämään suurten datamassojen avulla kohti itsenäistä päätöksentekoa. Käsityksemme mukaan eFina-ohjelmisto suorittaa nykyään hieman yli puolet ostojen vahvistuksista tekoälyä hyödyntämällä.

Lisäksi yhtiö on kehittänyt työntekijäresurssien hallintajärjestelmän osaksi eFina-ohjelmistoaan, jonka kautta yhtiö seuraa työntekijöidensä laskutettavan asiakastyön osuutta työajasta. Järjestelmän tavoitteena on laskutusasteen nostaminen, jolla olisi positiivinen vaikutus kasvuun ja kannattavuuteen. Lisäksi yhtiön tuotekehitys kohdistuu myös uusien ohjelmistojen kehittämiseen esimerkiksi dokumenttien hallintaan, työajanseurantaan, matkalaskutukseen ja rekrytointijärjestelmiin liittyen. Yhtiö pyrkii myös kehittämään palkanlaskennan vaatiessa edelleen merkittävästi manuaalista työtä.

Econia Oy:n kehitys*



Tekoälyn osuus ostolaskujen käsittelyssä (%)



* Tilikausi 2017 vastaa 7/2016-6/2017 lukuja ja tilikausi 2018 7/2017-6/2018 lukuja.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Administer kirjaa osan tuotekehitysmenoistaan suoraan kuluina, joiden suuruutta yhtiö ei erikseen raportoi. Yhtiö aktivoi myös osan T&K-menoistaan taseeseen ja vuosina 2020-2021 aktivoidut tuotekehitysmenot ovat olleet noin 1,2 MEUR, mutta taso nousi 1,9 MEUR:oon vuonna 2022. Administerin omaan tuotekehitystiimiin kuuluu noin 70 henkeä, josta suurin osa työskentelee tytäryhtiö EmCen alla. Kehitystiimi on suuri ja aiheuttaa yhtiölle merkittäviä kuluja (arviolta yli 5 MEUR/vuosi), mutta suurella osalla henkilöstöstä on myös laskutettavaa asiakastyötä. Tämä vääristää ja hankaloittaa laskelmaa.

Julkisen sektorin palvelut

Administer on taloushallinto- ja palkkahallintopalveluidensa osalta merkittävä toimija myös julkisella sektorilla. Yhtiö palvelee julkisen sektorin toimijoita sekä oman Administer-brändinsä alla että erikseen kuntasektorilla Kuntalaskenta-brändin alla. Yhtiön suurempia asiakkuuksia julkisella sektorilla on muun muassa Länsimetro Oy, Espoo Catering Oy, Kemijoki Oy, Teollisuuden Voima oy, Pohjolan Voima Oyj, Apotti Oy ja Arkea Oy. Administer onkin varsin merkittävä toimija julkisen sektorin taloushallintopalveluissa.

Kunnille Administer tuottaa palveluita sen Kuntalaskenta-brändin avulla, josta se omistaa 49,9 %:n vähemmistöosuuden (lopun omistaa Pieksämäen kaupunki). Kuntien tarvitsema taloushallinto ja kirjanpito poikkeavat monilta osin yksityisen sektorin taloushallinnosta. Kunnilla on vaativat raportointivelvoitteet, jotka asettavat erityisiä vaatimuksia IT-järjestelmien osalta. Administerin eFina-ohjelmistoa onkin pidempään kehitetty vastaamaan myös kuntien vaatimuksia.

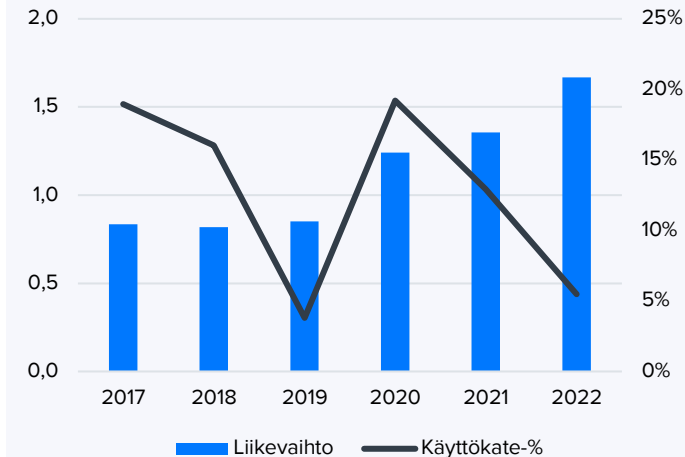
Kuntalaskenta Oy:lla on tällä hetkellä noin 15 kuntaa asiakkaana. Kuntalaskennan kilpailijoita ovat muun muassa tiettyjen kuntien itse omistavat Monetra ja Sarastia. Kilpailuasetelma onkin varsin poikkeuksellinen, sillä kuntien omistusosuuksien kautta kunnat voivat joissain määrin kiertää avointa kilpailutusta, minkä laillisuudesta on eriäviä mielipiteitä. Kuntalaskenta pyrkii kilpailemaan haastavassa asetelmassa avoimien kilpailutusten kautta, ja pienemmissä kunnissa kilpailutustilanteet voivat myös olla aidosti avoimia. Näissä Kuntalaskenta onkin pärjännyt. Kuntalaskenta pyrkii erottautumaan kuntaomisteisista yhtiöistä paremman maineen sekä mahdollisesti parempien hintojen ja yleisesti palvelutarjooman avulla.

Administer konsernin kannalta Kuntalaskennan merkitys on varsin rajallinen yhtiön ollessa vähemmistöomistaja (49,9 %) ja liikevaihdon ollessa käsityksemme mukaan noin 1,7 MEUR vuonna 2022. Liikevaihto on kuitenkin kasvanut merkittävästi vuoden 2019 jälkeen, ja toiminta on ollut myös kohtuullisen kannattavaa (2022 käyttömarginaali 5,5 % ja liikevoitto 3,8 %). Kasvunäkymä on käsityksemme mukaan hyvä.

Palvelut muille asiakasryhmille

Eri suuruisten yritysten ja julkisen sektorin toimijoiden lisäksi Administer tuottaa palveluita myös muille kirjanpitovelvollisille, kuten yhdistyksille ja asunto-osakeyhtiöille. Näistä tuleva tulovirta on arviomme mukaan pientä, vaikka asiakasjoukko on kappalemääräisesti suuri. Tyypillisesti Administer tarjoaa näille asiakkuuksille lain vaatimat vähimmäistoimenpiteet, joita on mahdollisuus täydentää lisäpalveluilla.

Kuntalaskenta Oy:n kehitys



Administerin liiketoimintamalli

Tuotekehitys ja järjestelmät



- Administerin tuotekehitys tähtää rutiininomaisten tehtävien automatisointiin sekä uusien taloushallinto-ohjelmistojen kehittämiseen
- Administer tuottaa palvelujaan omien ohjelmistojensa eFinan ja EmCen kautta (EmCeä myydään myös erillisenä ohjelmistona)
- Sekä talous- että palkkahallinnossa käytetään myös asiakkaan omia kolmannen osapuolen ohjelmistoja
- Konsernissa työskentelee noin 70 henkilöä tuotekehityksessä, joista suurin osa EmCen alla

Palvelualueet



Taloushallinto

- Administer konsernin ydin, joka kattaa digitaalisen taloushallinnon, kirjanpidon, osto- ja myyntilaskujen käsittelyn, raportointipalvelut sekä perintäpalvelut
- Taloushallintopalvelut tuotetaan pääasiassa Administer emoyhtiön alla



HR- ja palkkahallinto

- Palkkahallintopalvelut tuotetaan pääasiassa tytäryhtiö Silta Oy:n kautta (julkinen sektori Kuntalaskenta Oy:n kautta)
- Palvelut räätälöidään asiakkaan tarpeiden mukaisesti
- Tarjotaan palkkahallinnon ulkoistuksia, jotka tarjoavat asiakkaille tehokkuushyötyjä
- HR-palvelut kattavat mm. rekrytointi- ja PEO-palvelut



Ohjelmistot

- Ohjelmistoratkaisuja hyödynnetään pääasiassa osana yhtiön tarjoamia palvelukokonaisuuksia
- EmCe-ohjelmistoa myydään asiakkaille myös palveluista erillisenä ohjelmistona
- Yhtiö pyrkii myös jatkuvasti kehittämään uusia taloushallintoon liittyviä ohjelmistoratkaisuja



Konsultointi

- Pääasiassa talousjohtopalveluihin ja (esim. CFO- ja controller-palvelut) palkkahallintoon liittyvää konsultointia
- Tarjotaan erillään muusta palvelukokonaisuudesta, mutta myös muita palvelualueita tukevaa konsultointia
- Konsultointia tarjotaan jokaisen palvelualueen kyljessä

Asiakaskunta

- Pääasiassa pk-yrityksiä

- Pääasiassa keskisuuria ja suuria yrityksiä, Kuntalaskennan kautta myös julkisen sektorin toimijat

- Tilitoimistot sekä näiden loppukäyttäjäasiakkaat

- Kaikenkokoiset asiakkaat painottuen suuriin asiakkaisiin

Markkinat

- Pääkohdemarkkinat Suomen noin 1,2 miljardin taloushallintomarkkina, yli 200 MEUR:n HR-palvelumarkkina sekä taloushallinnon ohjelmistojen markkina

Myynti

- Konsernilla noin 30 hengen uusasiakashankintaan keskittyvä myyntitiimi
- Myyntiorganisaatio on jaettu neljään osaan: pk-yrityksiin ja tilitoimistoasiakkaisiin, suuriin ja keskisuriin asiakkaisiin, kuntasektoriin sekä ohjelmistoasiakkaisiin.
- Pk-yritysten ja tilitoimistojen myynti tapahtuu alueellisissa organisaatioissa ja muilta osin myynti tapahtuu valtakunnallisesti.

Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Administer on yritysostovetoinen kasvuyhtiö, jonka kannattavuus on ollut viime vuosina alhainen ja kaukana potentiaalistaan. Näin ollen yhtiö on sijoittajaprofiililtaan myös käänneyhtiö, kunnes kannattavuutta saadaan parannettua. Yhtiön liiketoimintaa on taloushallinnon alueella erittäin moniulotteinen, eikä yhtiötä ole helppo laittaa yhteen muottiin suurten ja suhteellisen itsenäisten tytäryhtiöiden takia. Konsernin sisällä on myös useampia eri liiketoimintaprofiilin omaavia liiketoimintoja, mikä kasvattaa kompleksisuutta edelleen. Suurin osa liiketoiminnasta on kuitenkin suhteellisen henkilöintensiivistä asiantuntijaliiketoimintaa, jota täydennetään ja tehostetaan liiketoimintaa tukevilla ohjelmistoilla.

Vahvuudet

Laaja-alainen tarjonta ja osaaminen. Administerin tarjonta kattaa käytännössä kaikki taloushallinnon osa-alueet ja yhtiö pystyy palvelemaan kaikki potentiaalisia asiakaskuntia pienistä start-up yrityksistä aina Suomen suuryrityksiin (Nokia). Lisäksi yhtiöllä on merkittävä määrä ohjelmisto-osaamista. Nämä antavat yhtiölle merkittäviä mahdollisuuksia ja tehokkaasti toimiessaan yhtiöllä voisi olla merkittäviä synergioita eri alueilla.

Defensiivisyys. Yhtiön liiketoiminta on varsin defensiivistä, sillä kirjanpito ja palkanlaskenta täytyy hoitaa talouden suhdanteista riippumatta. Tilitoimistoala onkin yleisesti erittäin defensiivinen. Yhtiön transaktiopohjaisissa tulovirroissa on toisaalta syklisiä elementtejä, mikä nähtiin vuosina 2020-2021 liikevaihdon kääntyessä laskuun. Myös

yhtiön ohjelmistomyynti (EmCe) on osittain suhdanneriippuvaista ja kilpailu ohjelmistoissa on luonteeltaan erilaista (keskittyminen skaalautuvuuden ja skaalahyötyjen takia).

Hajautuneet tulovirrat. Administerin tulovirrat ovat hyvin hajautuneet niin asiakaskohtaisesti kuin palveluiden välillä. Näin ollen yhtiö ei ole kovin riippuvainen yksittäisen yhtiön, sektorin tai edes liiketoiminta-alueen menestyksestä. Suurimmat asiakkuudet ovat käsityksemme mukaan noin 1 MEUR:n kokoluokassa (vuodessa). Käsityksemme mukaan yhtiöllä on kuitenkin toimialaosaamista erityisesti energiaan ja matkailuun, mikä oli ongelmallista pandemian aikaan.

Kassavirtaprofiili. Administerin kassavirtaprofiili on hyvä negatiivisen käyttöpääoman vuoksi. Yhtiön aktivoi vain osa tuotekehityksestään, mitä kautta yhtiön kassakonversio on hyvällä tasolla.

Heikkoudet

Heikko kannattavuus. Administerin kannattavuus on viime vuosina ollut vaisu ottaen huomioon yhtiön omat tavoitteet ja toimialan varsin houkutteleva kannattavuuspotentiaali. Tätä selittää osittain kasvupanostukset mm. tuotekehitykseen ja myyntiorganisaatioon, mutta silti yhtiön orgaaninen kasvu on arviomme mukaan ollut toistaiseksi vähäistä. Mielestämme kokonaisuutta ei ole vielä saatu tehokkaaksi, mikä voi olla haastavaa myös tulevaisuudessa huomioiden monimaiset liiketoiminnat sekä osin itsenäiset tytäryhtiöt. Kannattavuuden skaalautuminen onkin yksi asia, mikä Administerin pitäisi pystyä kääntämään heikkoudesta vahvuudeksi.



SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">• Laaja-alainen tarjonta ja osaaminen antaa mahdollisuuksia• Defensiivinen ja hajautunut rahavirta laskee riskejä• Liiketoiminta sitoo vähän pääomia• Ohjelmisto-osaaminen	<ul style="list-style-type: none">• Kannattavuus on ollut heikko jo pidempään• Selkeä fokus sekä vahva kilpailuetu ovat vaikeita määritellä• Heikko orgaaninen kasvu
<ul style="list-style-type: none">• Konsernin eri osien tehokas integrointi• EmCen ohjelmisto-osaaminen• Läpimurto automaatiassa / tekoälyssä	<ul style="list-style-type: none">• Kilpailun kiristyminen• Toimialan murros• Omien ohjelmistojen kilpailukykyisyys• Yritysostoissa epäonnistuminen
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili 2/2

Selkeän fokuksen puute. Administerin laaja tarjonta kääntyy selväksi vahvuudeksi, jos kokonaisuus saadaan toimimaan ja kilpailukyky vahvistuu kaikilla eri segmenteillä. Tällä hetkellä meidän on kuitenkin vaikea määrittää Administerin ydinkohderyhmää, jossa yhtiön tarjonta olisi ylivertainen (ja siten kilpailuetu olisi vahva). Osasy tähän on todennäköisesti selkeän fokuksen puute, koska yhtiön rajalliset resurssit ovat hajautuneen erittäin laajoille alueille.

Heikko orgaaninen kasvu. Administerin orgaaninen kasvu on laskelmiemme mukaan ollut viime vuosina heikkoa, mikä kertoo hankaluuksista uusasiakashankinnassa tai yritysostoihin liittyvästä asiakasvuodosta. Panostuksia esimerkiksi myyntiin on kuitenkin tehty merkittävästi, joten jos tuloksia ei ala hiljalleen näkyä, herättää orgaanisen kasvun puute huolia yhtiön kilpailukyvästä eri toimialueilla.

Mahdollisuudet

Konsernin eri osien tehokas integrointi.

Administer muodostuu tällä hetkellä emoyhtiöstä sekä suhteellisen itsenäisistä tytäryhtiöistä, joiden välillä on merkittävää yhteistyötä ja konsernitoimintoja. Näkemyksemme mukaan eri osa-alueiden tehokas integrointi yhdeksi saumattomaksi kokonaisuudeksi mahdollistaisi merkittävästi vahvemman kokonaisuuden keskipitkällä aikavälillä.

EmCen ohjelmisto-osaaminen. Onnistuessaan Emce voi olla merkittävä ajuri Administerin kilpailukykyllä ohjelmisto-osaamisensa ansiosta. Mahdollisuus yhdistää omaa tuotekehitystä asiakastuotteiden kehittämiseen tekee tästä mielenkiintoisen ja mahdollistaa tietyt synergiat.

Läpimurto automaatioissa / tekoälyssä.

Administer on panostanut merkittävästi automaatioon, robotiikkaan ja tekoälyyn, jota yhtiö hyödyntää osana kirjanpito-ohjelmistojaan. Onnistuessaan yhtiö voi luoda merkittävän kilpailuedun itselleen, mutta toistaiseksi panostukset eivät ole heijastuneet tehokkuuteen tai kannattavuuteen.

Uhat

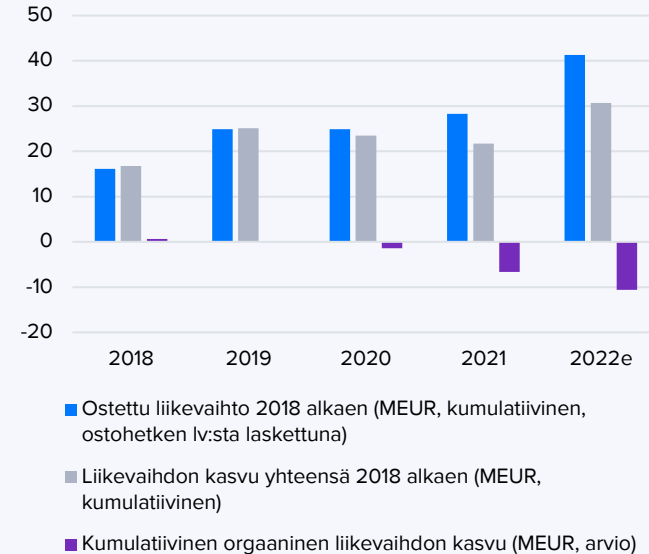
Kilpailun kiristyminen. Taloushallinto digitalisoituu varsin nopeasti, mitä kautta toimialalle voi tulla uusia toimijoita ja kilpailu olemassa olevien toimijoiden kanssa voi kiristyä. Erityisesti ohjelmistoissa kilpailu on jo osin rajat ylittävää, ja mahdolliset skaalaeduct ovat merkittäviä. Sitä kautta erityisesti ohjelmistot ovat alttiita myös kansainväliselle kilpailulle, vaikka palvelut ovat enemmän paikallisia.

Toimialan murros. Toimiala on pitkäaikaisessa murroksessa, jossa kirjanpito automatisoituu hiljalleen. Tämä tulee muuttamaan toimialan luonnetta mikä on uhka myös Administerille, vaikka näemme yhtiön positioituneen muutokseen varsin hyvin.

Omat ohjelmistot. Emcen ohjelmistoilla on merkittäviä vahvuuksia, mutta keski-suurena toimijana se on arviomme mukaan vaarassa jäädä väliinputoajaksi toimialalla. Mielestämme Emce onkin Administerille sekä uhka että mahdollisuus.

Yritysostoissa epäonnistuminen. Administerin historialliset näytöt yritysostoilla arvonluonnista ovat ainakin osin kyseenalaiset, ja esimerkiksi Adner-yritysosto on mielestämme tuhonnut arvoa.

Kumulatiivinen liikevaihdon kasvu ja kumulatiivinen ostettu liikevaihto



Sijoitusprofiili

1.

Hyvä positio defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla

2.

Kannattavuudessa merkittävää parantamisen varaa (tulokasvuvipu)

3.

Hajautunut liiketoimintakokonaisuus taloushallinnan ympärillä

4.

Maltillinen riskiprofiili defensiivisen tulovirran ansiosta

5.

Arvostustaso on maltillinen heikkojen vuosien syötyä sijoittajien luottamusta

Potentiaali



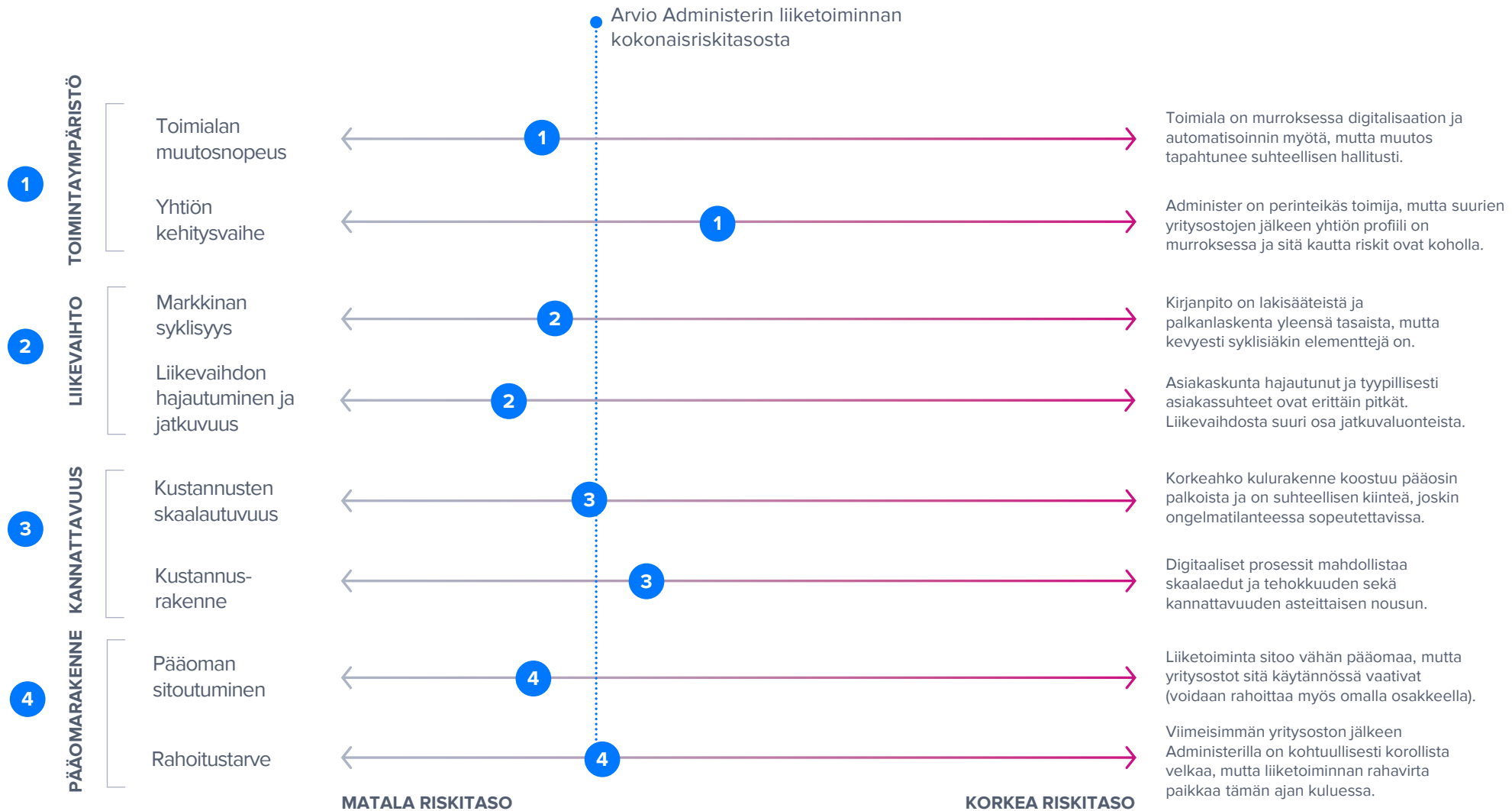
- Näemme tehokkuudessa ja kannattavuudessa merkittävää parantamisen varaa nykytasolta
- Voimakas tulokasvu kannattavuuden parantuessa
- Yritysostojen tehokkaampi yhdistäminen konserniin voisi tehostaa toimintaa ja tuoda skaalaetuja
- Defensiiviset kassavirrat ja toimiala, joka on kasvanut historiallisesti suhdanteista riippumatta
- Arvostustaso on maltillinen suhteessa potentiaaliin

Riskit



- Yritysostojen integraation puutteeseen ja kasvavaan organisaatorakenteeseen liittyvät riskit
- Teknologiapanostuksien (automaatiikka / tekoäly) hyödyt eivät ole toistaiseksi heijastuneet kannattavuuteen
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Monimutkaisen kokonaistarjoaman hallitseminen ja alisuoriutujaksi jääminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/6 (Tilitoimistot)

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,23 miljardia euroa vuonna 2021. Tilitoimistojen asiakasyritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä keskisuurista yrityksistä. Keskisuurissa ja suurissa yrityksissä taloushallinto hoidetaan vielä pitkälti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistustrendi etenee asteittain. Jos nykyisten asiakkaiden itse tekemän taloushallinnon työn ja vielä ulkoistamattomien yritysten taloushallinnon työn arvo huomioitaisiin markkinan määrittelyssä, olisi markkinakoko huomattavasti suurempi.

Markkina on melko riippumaton makrotalouden sykleistä, mikä tekee siitä hyvin defensiivisen. Yrityksille on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Näiden tekijöiden vuoksi vahva markkinapositiona toimialalla on erittäin arvokas. Defensiivisyydestä kertoo myös se, ettei toimialan liikevaihto laskenut edes vuoden 2009 finanssikriisissä. Koronapandemian yhteydessä vuonna 2020 alan liikevaihto laski noin 3 %, mutta palasi jälleen kasvuun vuonna 2021.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 4,9 % vuodessa jaksolla 2002-2021. Lyhyellä aikavälillä inflaation myötä tehdyt hinnankorotukset voivat vauhdittaa kasvua, mutta toisaalta heikentyvä talousnäkymä jarruttaa kehitystä. Pitkällä aikavälillä odotamme noin 2-4

%:n kasvun jatkuvan.

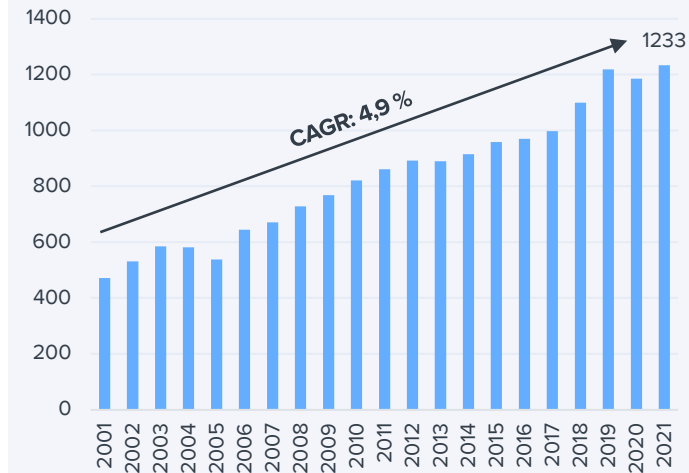
Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arviomme mukaan olleet noin puolet markkinan kasvusta. Kirjanpidon sähköistymisen ja digitalisaation myötä kiristyneen kilpailun vuoksi merkittäviä hinnankorotuksia on vaikeampaa saada läpi. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Tämä sidonnaisuus on kuitenkin arviomme mukaan asteittain murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä. Samalla digitalisaatio on lisännyt kirjanpidon rutiinipalveluiden laajuutta, mikä on tukenut transaktioliikevaihdon kasvua.

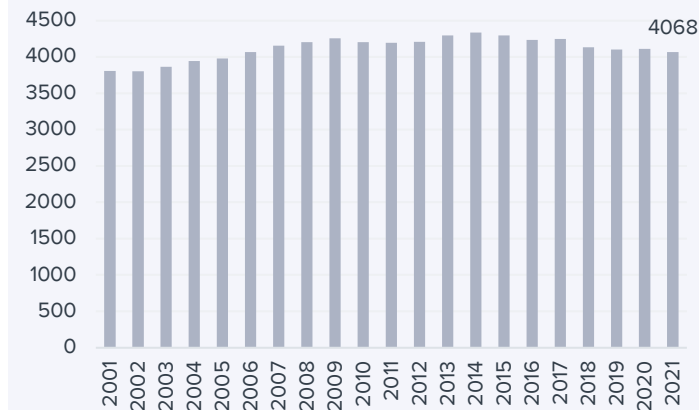
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, joka näkyikin toimialan luvuissa. Markkina palautui tästä kuitenkin nopeasti eikä pidempiaikaisia vaikutuksia ilmennyt.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajureina toimivat lähivuosina erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistyminen. Yritykset ulkoistavat yhä enemmän tukitoimintojaan (esim. IT) keskittyessään ydinliiketoimintaansa. Tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluille.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



Toimiala 2/6 (Tilitoimistot)

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jota ajavat digitalisaatio, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo vallitseva käytäntö, suuressa osassa tilitoimistoja paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn on edennyt viime vuosina laajalla rintamalla ja yleistyy vääjäämättä jatkossakin. Sähköistyminen muuttaa tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta konsultin työtehtävät kasvattavat merkitystään. Resursseja vapautuu lisäarvopalvelujen tuottamiseen. On silti hyvä muistaa, että asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/tilitoimistosuhde voi muodostua hyvin läheiseksi ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys, millä myös toimialan pieni asiakasvaihtuvuus selittyy.

Valtaosa pienistä ja paikallisista tilitoimistoista pyrkii lähinnä säilyttämään oman reviiirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys ja lainsäädäntömuutosten tuomat vaatimukset ovat merkittävä haaste ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit haastaa muita tilitoimistoja. Toisaalta toimialan suurimmat ovat sähköisen palvelun hallitsevia ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa. Palveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut nopeaa viime vuosina, mikä on mahdollistanut aikaisten omaksujen kilpailukyyn nousun.

Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

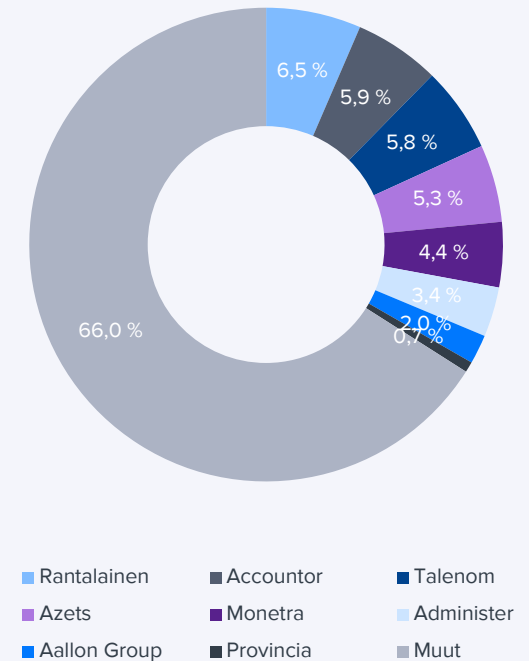
Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2021 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4054 yritystä (2020: 4110). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 3 työntekijää. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Tilitoimistojen lukumäärässä onkin nähty viime vuosina maltillista laskua ja suurimpien yhtiöiden osuus koko markkinasta on kasvanut.

Alan merkittävimpiä toimijoita Suomessa ovat Rantalainen, Accountor, Talenom, Azets, Administer ja Aallon Group sekä julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Provincia. Administer asemoituu liikevaihdoltaan (2022: 52,8 MEUR) suurten toimijoiden joukkoon, joskin eroteltaessa puhtaasti ”tilitoimistoliiketoiminta” yhtiö profiloituu enemmänkin haastajaksi. Erottelu on kuitenkin osin teennäinen, ja muillakin yhtiöillä on usein myös muuta liiketoimintaa.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2021 hallussaan vain noin 34 % markkinasta, joten valtaosa markkinasta on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arvioimme toimialan konsolidaation kiihtyvän. Tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista Suomessa 2021 (%)



Toimiala 3/6 (Tilitoimistot)

Skaalaetujen merkitys korostuu

Teknologian kehittyessä näemme merkittävän muutoksen myös skaalan merkityksessä. Toisin kuin historiassa, nykyaikaiset liiketoimintamallit saavat merkittävää tukea skaalasta. Skaalaedut edesauttavat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatiossa mahdollistavat erittäin vahvan kannattavuuden ydinliiketoiminnassa ja toisaalta myös kasvavan hintakilpailun, jos automaatio yleistyy merkittävästi ja se määrää joskus ns. rajahinnan. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi skaalaetuja on arviomme mukaan saavutettavissa myös myynnin ja markkinoinnin osalta.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvamarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän ja markkinan muokkaantuvan voimakkaasti seuraavan kymmenen vuoden aikana. Muutospaineet haastavat toimialan ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Myös voittajat on suhteellisen helppo ennakoita. Arviomme mukaan murroksen voittajia ovat ainakin ohjelmistokehitykseen vahvasti panostaneet Talenom ja Accountor. Lisäksi varteenotettavia haastajia ovat muut suuremmat tilitoimistot kuten Administer, Aallon Group, Rantalainen, ja Azets, joilla kaikilla on myös omaa ohjelmistokehitystä. Administerilla tätä on paljonkin, mutta se ei heijastu kannattavuuteen.

Kilpailu toimialalla on edelleen varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut aina rajattua. Alan suuremmista toimijoista harvat tekevät aidosti aktiivista uusmyyntiä merkittävässä mittakaavassa. Talenom on erottunut tässä pidemmällä aikavälillä, mutta myös Administerilla on merkittävä oma myyntitiimi. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa ”reviiriä” ja muut suuret ovat panostaneet pääosin yritysostoihin.

Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitää arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä kasvotusten, mikä tekee kilpailusta alueellista. Kilpailu voi myös olla rajoittunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot, eivätkä pienemmät yhtiöt pienillä paikkakunnilla ole välttämättä kovin houkuttelevia ostokohteita isommille toimijoille.

Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

Tilitoimistojen liiketoiminnassa on selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuun-maaliskuulle. Administerilla vuoden jälkimmäinen puolisko on ollut tilitoimistoista poiketen ensimmäistä vahvempi, mikä johtuu pääosin yhtiön erilaisesta liiketoimintarakenteesta (palkanlaskennan suuri rooli sekä ohjelmistot).



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä noin 2-4 %:n vuosivauhtia
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa
- Toimiala on voimakkaasti fragmentoitunut
- Yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, sillä kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille
- Kilpailu on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaan ovat yleisesti alhaisia. Hintakilpailu on suhteellisen maltillista
- Asiakassuhteet ovat normaalisti erittäin pitkiä ja asiakaspoistuma johtuu usein yritysostosta tai konkurssista
- Defensiivisyyden, kasvun ja terveen kannattavuuden ansiosta vahva markkinaposition toimialalla on erittäin arvokas
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvuajurin
- Arviomme mukaan skaalaetujen merkitys tulee korostumaan tulevaisuudessa automatisaation edetessä
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä korkeana

Tilitoimistojen kilpailukenttä Suomessa

Voittajien yhteisiä tekijöitä:

- Vahvat IT-järjestelmät
- Panostaneet sähköistymiseen ja digitalisaatioon
- Riittävä kokoluokka jatkuvaan kehittämiseen
- Skaalaetuja hyödyntävä liiketoimintamalli

Voittajat



Haastajien yhteisiä tekijöitä:

- Toistaiseksi hyvin kilpailukykyisiä yhtiöitä
- Riittävä kokoluokka omaan kehitystyöhön
- Yritysosohalukkuus korkea
- Mahdollisuuksia nousuun tai laskuun kategorioissa

Haastajat



+ muutama muu suurehko tilitoimisto

Häviäjät

Valtaosa nykyisistä noin 4100 pienestä tilitoimistosta



Häviäjien yhteisiä tekijöitä:

- Valtaosin pieniä tai alueellisia tilitoimistoja
- Ei resursseja itsenäiseen järjestelmäkehitykseen
- Asema vaikea arvon keskittyessä voimakkaammin ohjelmistoihin
- Voimakkaasti yrittäjävetoisia ja riippuvaisia henkilösuhteista

Muutama selkeä voittaja

Kasvuhaluiset haastajat, joilla mahdollisuuksia kehittää myös omaa teknologiaa

Pienet ja paikalliset tilitoimistot

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista ja riittävä kokoluokka

Toimiala 4/6 (Palkanlaskenta)

Palkanlaskenta suurissa yhtiöissä

Palkanlaskenta on osa tilitoimistojen normaalia toimintaa, mutta yleensä se on enemmänkin osa muuta taloushallintoa. Pienillä ja keskisuurille yrityksille standardiratkaisut ovat lähtökohtaisesti täysin riittäviä, ja niitä perinteiset tilitoimistot (kuten Administer) pystyvät hyvin tarjoamaan. Administerin kohdalla palkanlaskenta on kuitenkin merkittävästi normaalia suuremmassa roolissa tytäryhtiö Sillan kautta. Sillan asiakkaita ovat mm. Nokia, Cargotec, Kemira ja DNA, joiden volyymit, tarpeet ja vaatimustasot poikkeavat merkittävästi pk-yrityksistä. Suuryhtiöissä palvelut räätälöidään asiakastarpeisiin ja niitä hoitaa yleensä palkanlaskentaan erikoistuneet yhtiöt.

Palkanlaskennan ulkoistamisratkaisut

Silta tarjoaa asiakkailleen koko palkanlaskennan ulkoistamista, jolloin yhtiö rakentaa asiakkaalle digitaalisen palkka- ja HR-palveluiden kokonaisuuden. Silta tarjoaa asiakkailleen integraatioalustan, jonka kautta eri järjestelmät keskustelevat keskenään ja tieto liikkuu automaattisesti järjestelmien välillä. Tämä on merkittävä investointi toiminnan alkuvaiheessa. Sillan osaamis- ja palveluvalikoimaan kuuluvat seuraavat palkkajärjestelmät: CGI Palkat (pääjärjestelmä), Fenix, Mepco sekä saman konsernin EmCe.

Palkanlaskennan ulkoistaminen tarkoittaa yleensä sitä, että tehtävä annetaan tilitoimiston hoidettavaksi ilman suurempia rakenteellisia järjestelyitä. Esimerkiksi Silta ottaa toiminnan haltuunsa ja kehittää sitä hyödyntäen omaa erikoisosaamistaan ja teknologiaratkaisujaan.

Suuryrityksien kohdalla sisäisen toiminnan ulkoistaminen voi tarkoittaa myös henkilöstön siirtymistä asiakkaan palkanlaskennasta Siltaan. Koko käyttöönottoprosessi voikin kestää vuoden esimerkiksi Sillan uudessa asiakkuudessa Neste. Prosessin onnistuessa palkanlaskennan prosessit tehostuvat ja henkilöt vapautuvat palvelemaan asiakkaita laajemmin, mitä kautta liiketoiminnasta voi muodostua hyvin kannattavaa. Asiakkaat hakevat ulkoistuksella luotettavuuden ja helppouden lisäksi säästöjä, minkä takia tehostaminen on onnistumisen edellytys.

Liiketoiminnan luonne

Palkanlaskenta suuryrityksille on ensisijaisesti volyymi- ja tehokkuuslaji, koska yksikkökustannukset on painettu alas. Yhden ”palkkapussin” laskeminen maksaa yleensä noin 7-20 euroa, mutta volyymien mukana alalaita lienee merkittävästi lähempänä. Sillalla on käsityksemme mukaan 140 tuhatta ”palkkapussia” hoidettavana kuukaudessa, mikä tarkoittaisi esimerkiksi 11 euron kappalehinnalla yli 1,5 MEUR liikevaihtoa kuukaudessa (~18,5 MEUR vuodessa).

Suuryrityksien palkanlaskenta onkin käytännössä pitkälle hiottua prosessiteollisuutta, jotta toiminta on mahdollisimman automatisoitua ja virheetöntä. Volyymien mukana kannattavuus voi skaalautua, mutta markkinassa kilpailukykyinen järjestelmä / liiketoiminta vaatii suurempia investointeja kuin perinteinen tilitoimisto. Markkinalle tulokynnys on korkeampi erityisesti suuryhtiöissä, jotka vaativat referenssejä, auditointeja ja luotettavuutta. Dynamiikka on sitä kautta erilainen kuin tilitoimistojen palveluliiketoiminnassa.

Sillan valikoituja referenssejä



Palkanlaskentaan erikoistuneita yhtiöitä ja muita toimijoita



Toimiala 5/6 (HR-palvelumarkkina)

Palkanlaskennan kilpailukenttä suuryrityksissä

Aiemmin mainitusta kilpailukentästä suuryrityksille tarjoavat palveluita jossain määrin esimerkiksi Accountor ja Visma, mutta Sillan pääkilpailijat ovat palkanlaskentaan erikoistuneita yhtiöitä kuten Zalaris (listattu Oslossa) ja belgialainen SD Worx (osti Aditron toiminnot vuonna 2021). Molemmat ovat kansainvälisiä yhtiöitä ja levittäytyneet laajasti Eurooppaan, ja molemmilla on myös omat ohjelmistot toimialalle. Tätä kautta suora vertailu Siltaan voi olla osin harhaanjohtavaa, vaikka Administerilla on myös omaa ohjelmistotarjontaa EmCen tukemana.

HR-palvelumarkkinat

HR-palvelualalla Administerin kohdemarkkinat voidaan jakaa henkilöstöhallinnon konsultointiin, rekrytointipalveluihin sekä taloushallinnon henkilöstövuokraukseen. Kokonaisuudessaan kohdemarkkina on Tilastokeskuksen mukaan noin 200-300 MEUR:n kokoinen. Palveluerissä on Tilastokeskuksen aineistossa varsin suurta vuosikohtaista vaihtelua, joten markkinakoon määrittämiseen liittyy epävarmuutta.

HR-palvelumarkkinasta hieman yli puolet koostuu rekrytointipalveluista, joka on noin 150 MEUR:n kokoinen. Rekrytointipalvelut ovat kasvaneet kokonaismarkkinasta nopeimmin edellisen reilun kymmenen vuoden aikana. Vahvan kasvun taustalla on arviomme mukaan ulkoistamistrendi rekrytoinneissa sekä haasteet löytää osaajia. Kokonaisuudessaan HR-palvelumarkkina on kasvanut noin 12 %:n vuotuista vauhtia vuosien 2010-2021 välillä. Tähän liittyy epävarmuutta puuttuvien datapisteiden takia, joissa olemme

käyttäneet omia karuja oletuksia.

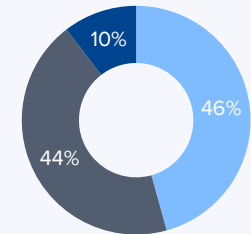
HR-palvelualan odotetaan muuttuvan entistä kokonaisvaltaisemmaksi osaksi yritysten liiketoimintaa tukien siten markkinan kasvua. Administer näkee, että HR-palveluissa kasvussa erityisesti data-analytiikan ja teknologian hyödyntäminen kehitys on Suomessa vielä aikaisessa vaiheessa, ja tässä yhtiö näkee selviä kasvumahdollisuuksia.

Taloushallinnon ohjelmistomarkkinat

Administer toimii EmCen kautta myös Suomen taloushallinnon ohjelmistojen markkinalla. Tarkkaa tietoa markkinan koosta ei ole, mutta yleisesti sen on arvioitu olevan 300 MEUR:n kokoluokassa tilitoimistoille. EmCen tarjonnassa on myös Microsoftin toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) tarjontaa, mikä vaikeuttaa kokonaisuuden hahmottamista edelleen.

Taloushallinnon ohjelmistojen markkina on nähdäksemme selvässä kasvussa, jota tukevat digitalisaatioon linkittyvät markkinatrendit. Isossa kuvassa taloushallinnon ohjelmistomarkkinan kasvu perustuu siihen, että sen osuus taloushallintopalveluiden arvoketjusta kasvaa automaation myötä. Kirjanpitäjän ja taloushallinnon rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan ohjelmistoilla, jolloin perinteisen, käsityönä tehtävän työn osuus arvoketjusta pienenee (kuten tositteiden mapittaminen, tositteiden tiliointi kirjanpito-ohjelmaan ja laskujen postittaminen). Verkkolaskutuksen yleistymisen on markkinan kasvun keskeinen mahdollistaja, sillä paperilaskuista luovuttaessa ohjelmistosta

HR-palvelumarkkinan arvioitu jakauma 2020 (%)



- Rekrytointipalvelut (ml. Johtohenkilöiden rekrytointipalvelut)
- Henkilöstöhallinnon konsultointipalvelut
- Taloushallinnon henkilöstön vuokrauspalvelut

HR-palvelumarkkinan erien kehitys



Lähde: Tilastokeskus

* Vuosien 2011 ja 2021 osalta puuttuvia datapisteitä, joiden osalta käytetty Inderesin oletuksia.

Toimiala 6/6 (Taloushallinto-ohjelmistot)

saadaan tehokkuushyötyjä irti. Verkkolaskutusta on ollut jo vuosikymmeniä, mutta tekemistä on edelleen. Pidämme laskutuksen sähköistymistä vääjäämättömänä mm. EU:n ajaessa tätä voimakkaasti eteenpäin verkkolaskustandardilla. Tällä yrityksiä pakotetaan sähköisen laskutuksen ja viranomaisilmoitusten piiriin. Suurissa yrityksissä siirtymä sähköisiin taloushallinnon ratkaisuihin on jo pitkälti tapahtunut, kun osassa pk-yrityksissä siirtymä on edelleen alkuvaiheessa maasta riippuen. Ohjelmistomarkkina on lisäksi murroksessa kohti pilvipohjaisia ja jatkuvien sopimusten toimitusmalleja.

Suomi on taloushallinnon teknologiamurroksessa selvästi Euroopan kärkikastia. Esimerkiksi Eurostatin mukaan vuonna 2020 44 % yrityksistä Suomessa käyttivät pilvipohjaisia taloushallinnon ohjelmistoja. Pilvipohjaisten taloushallinnon ohjelmistojen käyttö on edennyt Suomessa erittäin nopeasti, kun vuonna 2014 vastaava luku oli vain 20 %. Siten pilvipohjaisia ohjelmistoja käyttävien yritysten osuuden osalta nopeimmat kasvupyrähdykset ovat todennäköisesti takanapäin, vaikka edelleen osuudessa on selvästi tilaa kasvaa. EU:ssa osuus on vielä matala (EU-27 maissa keskiarvo noin 16 %), mutta kasvuvauhti on voimakasta jo sääntelyinkin takia.

Kilpailua useammassa tasossa

Pienemmillä tilitoimistoilla ei ole suurten toimijoiden resursseja investoida omiin ohjelmistoihin, mikä luo tarpeen ohjelmistotoimittajille. Taloushallinnon ohjelmistomarkkinoilta löytyy laaja valikoima ohjelmistoja. Eroja löytyy mm. ohjelmistojen laajuudessa (taloushallinto, muut yritysohjelmistot,

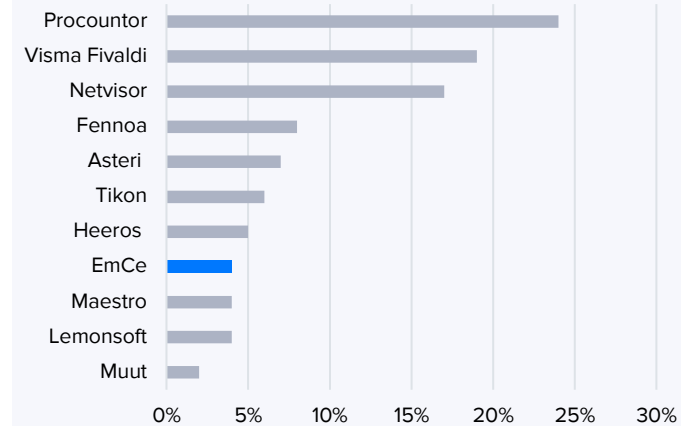
toimialakohtaiset ratkaisut, ERP), palvelujen kattavuudessa (ohjelmisto / tilitoimisto), kohdeasiakasryhmissä (Mikro-, pk- & suuryritykset) ja hinnoitteluperusteissa.

Tilisanomien syksyllä 2021 tehdyssä tilitoimistoammattilaisille suunnatussa kirjanpito-ohjelmistovertailussa EmCen markkinaosuus oli noin 4 %, ja oma arviomme on nyt noin 5 %. Siten EmCe asemoituu markkinalla selvästi haastajan asemaan, mitä kautta markkinaosuuksien voittaminen olisi EmCelle tärkeää. Ohjelmistoissa skaalaedut ovat selkeitä, koska T&K-panostuksia on helpompi tehdä suuremmasta tulovirrasta. Käyttäjien tyytyväisyydellä, ohjelmiston helppokäyttöisyydellä ja työskentelyn tehokkuudella mitattuna ohjelmisto sijoittui vertailussa suunnilleen ohjelmistojen keskikastiin.

Yksinkertaistaen kilpailukentästä löytyy nähdäksemme karkeasti kolmenlaisia toimijoita: 1) puhtaasti ohjelmistoon keskittyvät yhtiöt (esim. Visma, Accountor / Procountor, Heeros, Lemonsoft), 2) ohjelmistoja ja tilitoimistopalveluja yhdistävät yhtiöt (kuten Administer) ja 3) tilitoimistotoimijat, jotka ovat tehneet omasta ohjelmistosta kilpailuedun (esim. Talenom). Markkinoilta löytyy myös paljon täsmäratkaisuja tiettyihin taloushallinnon alueisiin.

Administerin kannalta kilpailutilanne on moninainen. EmCen tilitoimistoille sekä näiden asiakkaille suunnatun ohjelmistomyynnin kautta yhtiö kilpailee puhtaasti ohjelmistoihin keskittyvien yhtiöiden kanssa, mutta toisaalta tilitoimistoliiketoiminnassaan Administer kilpailee pääosin omaa ohjelmistokehitystä tekevien tilitoimistojen (kuten Talenom) kanssa.

Kirjanpito-ohjelmistojen markkinaosuudet (10/2021)



Taloushallinnon ohjelmistomarkkinan keskeiset trendit



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia tähtää voimakkaaseen kannattavaan kasvuun

Administerin listautumisen yhteydessä laaditun vuosien 2022-2024 strategiakauden ytimessä on voimakas yritysostojen tukema kasvu. Samaan aikaan yritys tavoittelee voimakasta kannattavuusparannusta, jossa avainasemassa on yhtiön mukaan palvelujen jatkuva tehostaminen teknologian mahdollistaman automatisoinnin hyödyntämänä.

Administer tavoittelee merkittävää osuutta suomalaisesta talous- ja palkkahallinnon palveluista ja ratkaisuksista sekä konsultoinnista. Tähän yritys arvioi pääsevänsä olemalla alansa paras toimija laadukkaalla asiakaskokemuksella, innovatiivisella asenteella sekä kattavalla palvelujen ja teknisten ratkaisujen kokonaisuudella. Yritys pyrkii osana strategiaansa tuomaan markkinoille uusia tuotteita ja palveluja sekä etsii jatkuvasti sopivia yrityskauppakohteita. Tämän lisäksi yhtiön tähtäimessä on kansainvälistyminen, jonka osalta siemenet on kylvetty jo Ruotsiin, Viroon ja Espanjaan.

Kokonaisuudessaan yhtiön strategia ja taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme erittäin kunnianhimoisia, kun yritys pyrkii samaan aikaan konsolidoimaan kotimaista tilitoimistomarkkinaa yritysostoin, parantaa kannattavuuttaan sekä laajenemaan kansainvälisille markkinoille.

Kilpailuetua teknologiasta

Olenaisessa roolissa Administerin kasvu- ja kannattavuustavoitteiden taustalla on yhtiön

mukaan omat vahvat teknologiset kyvykkyydet. Perinteisiin tilitoimistoihin nähden Administer panostaakin merkittävästi ohjelmistokehitykseen. Konsernissa on noin 70 ohjelmistokehittäjää, mikä on merkittävä osuus koko konsernin henkilöstöstä (2022 keskimäärin: 657). Jos nämä olisivat päätoimisesti T&K-toiminnossa (ilman asiakaslaskutusta), T&K-panostukset arviomme mukaan yli 5 MEUR vuosittain. Suurin osa kehittäjistä työskentelee EmCellä ja yrityskauppa olikin osaltaan myös merkittävä tuotekehitysinvestointi, jolla hankittiin kriittistä taloushallinto-ohjelmistojen osaamista.

Administerin teknologiastrategia on moniulotteinen, koska yritys hyödyntää ja kehittää toiminnassaan kahta eri ohjelmistoalustaa. Administer tuottaa taloushallintopalvelunsa pääasiassa yhtiön itse kehittämällään eFina-ohjelmistolla, eikä tätä ohjelmistoa myydä erillisenä ohjelmistona asiakkaille. Oma ohjelmisto mahdollistaa merkittävästi paremmat katteet taloushallintopalveluissa verrattuna tilanteeseen, jossa taloushallintopalvelut tuotetaan kolmannen osapuolen ohjelmistolla.

EmCe-ohjelmisto tuli Administerin osaksi vuonna 2021 yrityskaupan myötä. EmCen ohjelmistoja myydään erillisinä ohjelmistoina yhtiön tilitoimistoasiakkaille sekä näiden loppukäyttäjille. Tärkeässä roolissa on erityisesti SaaS-mallilla toimiva EmCe 365, joka on rakennettu aiempia ohjelmiston versiota skaalautuvammaksi. Lisäksi EmCe toimii Administerin eFina-ohjelmiston taustajärjestelmänä. Ohjelmistoja ei ole kuitenkaan tarkoitus yhdistää, sillä tämä olisi

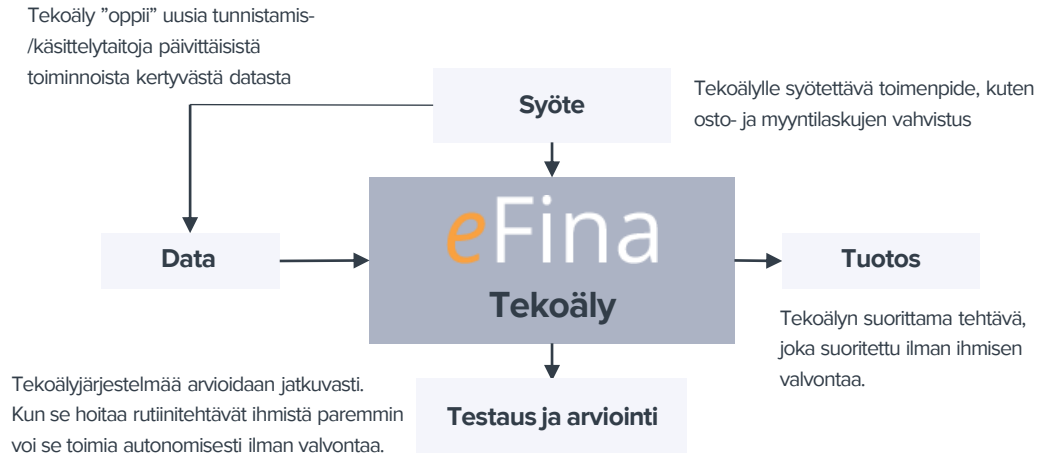
käsityksemme mukaan erittäin vaikeaa. EmCen myötä saatua ohjelmisto-osaamista hyödynnetään myös yhtiön muussa tuotekehityksessä ja erityisesti uusien tuotteiden kehittämisessä. Kokonaisuus on siis suhteellisen monimutkainen.

Uusien tuotteiden kehityksen lisäksi Administerin tuotekehitys keskittyy vahvasti tekoälyn, automaation ja toiminnanohjauksen hyödyntämiseen sen toiminnoissa. Yhtiön mukaan sillä on tällä alueella selvä tekninen etumatka kilpailijoihinsa nähden. Tämän pitäisi auttaa uusasiakashankinnassa toimintojen tehostamisen kautta sekä toisaalta houkuttelevan palvelukokonaisuuden myötä. Automaation tuomat edut kasvavat volyymin mukana, minkä ansiosta kannattavuuden pitäisi skaalautua kasvun myötä. Etuja on kuitenkin hankala kvantifioida.

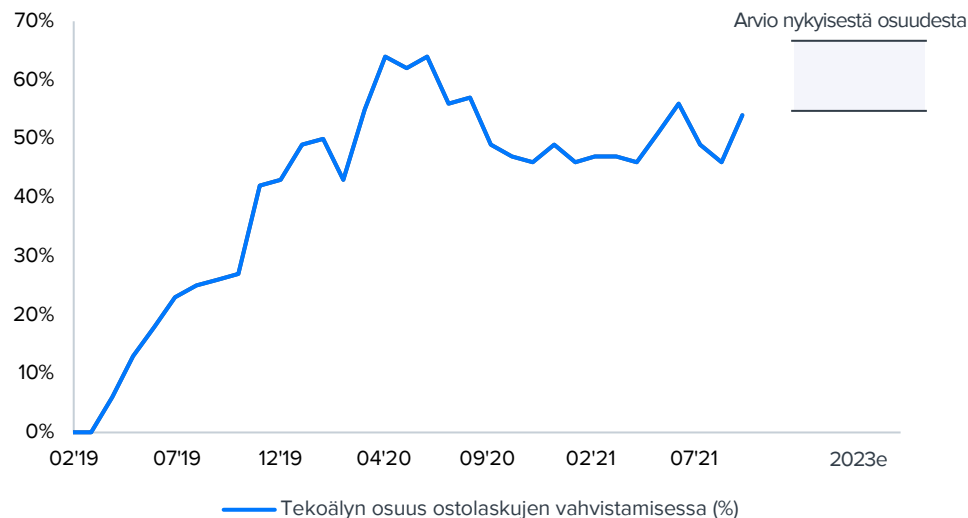
Vuoden 2019 alussa Administerin tekoälyn käsittelemien ostolaskujen osuus oli vielä 0 %, josta se nousi vuodessa noin 50 %:n tasolle. Tämän jälkeen kehitys on tasaantunut ja käsityksemme mukaan osuus on nyt noin 55-65 %. Merkittävää kannattavuusparannusta ei kuitenkaan ilmennyt tekoälyn osuuden kasvaessa. Tekoälyn pitäisi ”oppia” jatkuvasti uusia tunnistamis-/käsitteilytapoja, minkä myötä sen osuuden laskujen käsittelyssä pitäisi kasvaa. Haasteena on aidosti itsenäisen oppimisen vaatiminen, eikä pelkästään kirjanpitäjien tekemien toimenpiteiden muistaminen ja kopiointi sekä manuaaliset korjaukset. Myyntilaskut on jo käsityksemme mukaan lähes täysin automatisoituja.

Teknologia- ja ohjelmistostrategia

Havainnollistus eFina-ohjelmiston tekoälyn toiminnallisuudesta:



Tekoälyn osuus ostolaskujen käsittelyssä (%)



eFina-ohjelmisto tiivistettynä:

- Alkuperäinen versio lanseerattu vuonna 2000
- Rakennettu tukemaan paperitonta taloushallintoa
- eFinan kautta yhtiö tarjoaa asiakkailleen kirjanpidon, raportoinnin, laskutuksen, palkkahallinnon, arkistot sekä matka- ja kululaskutuksen
- Ohjelmistoa ei myydä erillisenä ohjelmistona, vaan se on aina osa Administerin palvelukokonaisuutta
- Oma ohjelmisto mahdollistaa paremmat katteet taloushallintopalveluissa verrattuna tilanteeseen, jossa ne tuotetaan 3. osapuolen ohjelmistolla

EmCe -ohjelmisto tiivistettynä:

- Taloushallinto- ja toiminnanohjausohjelmisto
- Uusin EmCe 365 on SaaS-mallilla toimiva skaalautuvaksi rakennettu ohjelmisto
- Toimii eFina-ohjelmiston taustajärjestelmänä, minkä lisäksi ohjelmistoja myydään erikseen ulkoisesti
- Osaksi Administer-konsernia yrityskaupan myötä vuonna 2021
- EmCeltä saatu tuotekehitys osaaminen kriittisessä roolissa yhtiön uusien tuotteiden kehityksessä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Mielestämme Administerin teknologinen kilpailuetu on käytännössä vielä todistamatta. Mielestämme vahvan teknologisen kilpailuedun pitäisi näkyä kilpailijoita vauhdikkaampana orgaanisena kasvuna sekä toimintojen tehostamisen kautta selvästi toimialaa parempana kannattavuutena. Administerin orgaaninen kasvu tai kannattavuus eivät täytä näitä kriteerejä ainakaan toistaiseksi, mutta tulevaisuudessa tilanne voi toki muuttua. Potentiaalia on paljon, jos automaatiosta saataisiin merkittäviä hyötyjä irti.

Yritysostrategia

Yritysostot ovat suuressa roolissa Administerin kasvustrategiassa, ja listautumisen jälkeen yhtiö on tehnyt yhteensä ainakin 12 yritysjärjestelyä. Näistä selvästi suurin ja tärkein on ollut Econia Oy:n osto loppuvuonna 2022, joka tarjoaa voimakasta epäorgaanista kasvua tänä vuonna. Lukuisien yritysjärjestelyjen myötä yhtiö on käyttänyt listautumisessa kerätyt kassarahat, joten yhtiön mahdollisuudet tehdä suuria järjestelyjä ilman oman osakkeen merkittävämpää roolia maksuvälineenä ovat jatkossa rajallisemmat. Rahavirran kautta resursseja silti on, ja velkaakin tase kestää kohtuullisen hyvin. Yritysostoissa Administer pyrkii tarjoamaan yritysten myyjille houkuttelevan sijoituskohteen (Administer) verrattuna tilanteeseen, jossa yrittäjä olisi jatkanut toimintaansa itsenäisenä yrityksenä.

Yritysostoissa yhtiö pyrkinee jatkossa etenkin laajentamaan alueellisesti, koska aiempien yritysostojen jälkeen Administerin palvelutarjoama kattaa jo lähestulkoon kaikki taloushallintopalvelut ja asiakassegmentit.

Synergioita Administer hakee tarjoamalla yrityksille tukea henkilöstöhallinnon palveluissa, IT-palveluissa, myyntitoiminnoissa sekä hallinnon palveluissa. Yhtiö ei kuitenkaan integroi yritysostoja voimakkaasti omaan toimintamalliinsa, vaan toiminta jatkuu varsin itsenäisenä. Synergiahyödyt ovatkin olleet toistaiseksi rajallisia, mikä näkyy arviomme mukaan myös konsernin kannattavuudessa. Ainakin Adner -yritysosto voidaan mielestämme jo laskea selkeäksi epäonnistumiseksi, kun katsomme yhtiön kehitystä Administerin oston jälkeen.

Kansainvälistyminen osana strategiaa

Administer pyrkii laajentamaan toimintojaan myös kansainvälisesti. Yhtiöllä on jo pienimuotoista toimintaa Ruotsissa, Virossa sekä Espanjassa. Ruotsiin yhtiö laajeni jo vuonna 2016 pitkälti olemassa olevien asiakkaidensa toiveesta. Toiminta on ollut tähän asti pientä, mutta yhtiön tarkoituksena on kuitenkin laajentaa Ruotsin toimintoja ja aktivoitua uusasiakashankinnassa. Virossa ainakin Administerin omistamalla Sillalla on oma tytäryhtiö.

Yhtiö näkee palvelukokonaisuudellaan nykyisten toimintamaiden lisäksi mahdollisuuksia myös laajemmin Euroopassa. Manner-Euroopan osalta yhtiö on aloittanut laajenemisen Espanjassa, jossa Econialla on ollut toimintaa. Käsityksemme mukaan toimintaa Espanjassa on tarkoitus laajentaa, mutta yhtiö tulee etenemään rauhallisesti tunnustellen ja opetellen markkinan toimintamalleja. Keskipitkällä aikavälillä yhtiö todennäköisesti tulee laajenemaan myös muille Euroopan markkinoille. Käsityksemme mukaan

Puola voisi olla yksi yhtiötä kiinnostava markkina. Yhtiön viime vuonna tekemä WaBuCo-yritysjärjestely tukee myös osaltaan yhtiön laajenemista Eurooppaan, sillä yhtiö on panostanut kansainväliseen osaamiseen ja toiminut pidemmän aikaa lukuisien kansainvälisten yritysten kanssa.

Administer näkee Euroopassa merkittäviä mahdollisuuksia, jossa tilitoimistoalan ja taloushallinnon digitalisaatiomurros on tapahtumassa parhaillaan. Murrosta tukee lainsäädännölliset muutokset, markkinatrendit sekä kuluttajakäyttäytymisen muutokset. Taloushallinnon digitalisaatioaste on myös suurimmassa osassa Euroopan maita selvästi Suomea jäljessä, mikä luo kasvumahdollisuuksia. Euroopassa tilitoimistojen ”standardi” on edelleen paperipohjainen, mutta on selvää, että muutos on edessä. Euroopan markkinadynamiikka on myös suotuista isommalle konsolidoijalle. Euroopassa on valtava määrä mikro- ja pieniyhtiöitä, joita palvelee lukematon määrä yksittäisiä konsultteja sekä pieniä tilitoimistoja. Markkina on voimakkaasti fragmentoitunut ja sitä pitävät hallussaan valtaosin pienet tilitoimistot, jotka toimivat perinteisillä työmenetelmillä ja käsityksemme mukaan ilman merkittävää omaa teknologiakehitystä.

Eurooppaan laajentuminen on pidemmän päälle merkittävä mahdollisuus, mutta ottaen huomioon yhtiön vielä osittain vajavaiset näytöt kannattavasta kasvusta Suomessa, pidämme voimakasta kansainvälistä laajenemista yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa varsin riskipitoisena.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Toisaalta alan digitalisaatiotrendi on tällä hetkellä vahva, ja siten ymmärrämme yhtiön halun olla trendissä aikaisessa vaiheessa mukana. Yleisesti yhtiö vaikuttaisi seuraavan kansainvälistymisessä suomalaisen Talenomin jalanjalkia.

Kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet

Administer tavoittelee saavuttavansa 84 MEUR:n liikevaihdon (2022: 52,8 MEUR) sekä 24 %:n käyttökatemarginaalin (2022: 7,1 %) vuonna 2024. Erityisesti kannattavuuden osalta tavoite on äärimmäisen kunnianhimoinen, mutta käsittelemme ensin kasvutavoitetta, joka pitää sisällään sekä orgaanisen (uusasiakashankinta sekä lisämyynti nykyisille asiakkaille) että epäorgaanisen kasvun.

Kasvutavoite on ollut kova ottaen huomioon yhtiön liikevaihdon tason listautumisen yhteydessä (2021: 41,9 MEUR). Yhtiö on kuitenkin ollut listautumisen jälkeen aktiivinen yritysostoissa ja erityisesti marraskuussa 2022 tehdyn Econia-yritysoston jälkeen kasvutavoite vaikuttaa realistiselta. Tämän avulla Administerin liikevaihto nousee arviomme mukaan lähes 80 MEUR:n tasolle vuonna 2023 (ohjeistus 76-81 MEUR). Tavoitteen saavuttaminen vaatii kuitenkin edelleen orgaanisen kasvun selvää kiihtymistä tai lisää yrityskauppoja. Odotamme yhtiön olevan jatkossakin aktiivinen yritysostorintamalla ja kasvun olevan pääasiassa epäorgaanista.

Kannattavuuden osalta Administer 24 %:n käyttökatemarginaali vuonna 2024 vaikuttaa nykytietojen pohjalta epärealistiselta, kun vuoden 2023 käyttökatemarginaali on yhtiön ohjeistuksen perusteella 7-9 %. Administer pyrkii

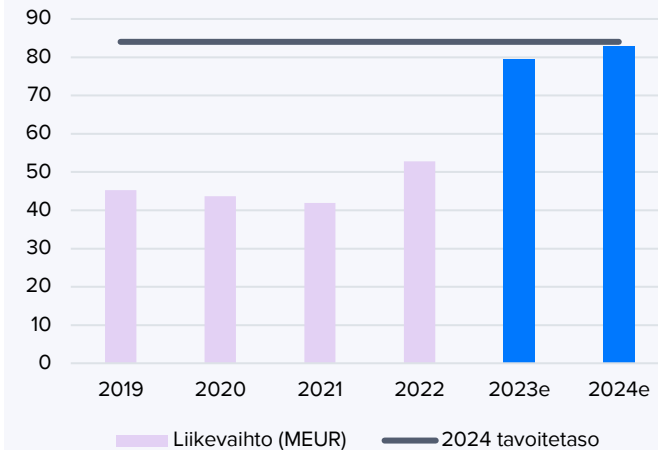
parantamaan kannattavuutta erityisesti skaalautuvan kasvun kautta, jonka mahdollistaa oman teknologian hyödyntäminen ja operatiivisen toiminnan tehostaminen. Yhtiön automatisoidessa rutiininomaisia tehtäviä yhtiön työntekijöiden laskutusasteet paranevat ja he voivat keskittyä korkeamman lisäarvon konsultatiivisempiin lisäarvopalveluiden tuottamiseen, kuten controller-, talousjohto- ja HR-palveluihin. Tämä tukisi kannattavuutta, mutta vaatii aikaa.

Kaikki edellä mainitut tekijät ovat perusteltuja ja näemme Administerin kannattavuuspotentiaalin korkeana pitkällä aikavälillä strategian onnistuessa. Vuoden 2024 kannattavuustavoite vaatisi kuitenkin valtavan hypyn kannattavuudessa nopeasti. Käsittelemme mukaan nopeita, merkittäviä ratkaisuja ei ole saatavilla, mitä kautta emme usko tavoitteen toteutumiseen. Odotamme Administerilta lähivuosina merkittäviä kannattavuusparannuksia, mutta ennusteemme eivät ole lähelläkään tavoitetasoa vuonna 2024. Pitkällä aikavälillä tavoite on mielestämme realistinen, mutta vaatii silloinkin yhtiöltä merkittäviä onnistumisia.

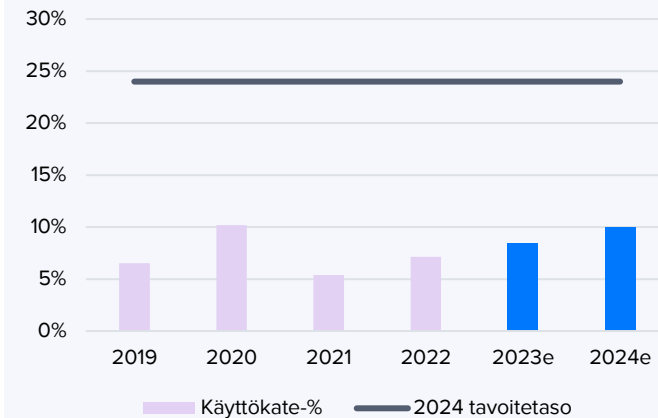
Osinkopolitiikka

Osinkopolitiikkansa mukaan Administer pyrkii jakamaan osinkoa vähintään 30 % sen liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta. Vuonna 2022 hallituksen osinkoehdotus oli 0,05 €/osake (aiemmin nollassa). Pidämme suhteellisen konservatiivista politiikkaa järkevänä yhtiön allokoimassa pääomiaan yritysjärjestelyihin ja kasvupanostuksiin.

Vuoden 2024 liikevaihtotavoite



Vuoden 2024 kannattavuustavoite (käyttökate-%)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Administerin 2022-2024 taloudelliset tavoitteet

Kasvu

Administerin liikevaihtotavoite vuonna 2024 on 84 MEUR (2022: 52,8 MEUR). Tavoite edellyttäisi yli 26 %:n liikevaihdon vuosittaista kasvuvauhtia vuosina 2023-2024.

Kannattavuus

Administerin tavoitteena on saavuttaa 24 %:n käyttökatemarginaali vuoteen 2024 mennessä (2022: 7,1%).

Osinkopolitiikka

Administer pyrkii jakamaan osinkoa vähintään 30 % liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta.

Orgaaninen kasvu

- Administer hakee merkittävää osuutta kotimaisista talous- ja palkkahallinnon palveluista
- Administerin orgaaniset kasvutavoitteet sisältävät uusasiakashankinnan sekä lisämyynnin nykyisille asiakkaille
- Lisäksi yhtiö pyrkii myös laajentamaan Ruotsin ja Espanjan toimintojaan
- Yhtiö investoi tuotekehitykseen ja pyrkii tuomaan markkinoille uusia tuotteita ja palveluita

Epäorgaaninen kasvu

- Administer ollut erittäin aktiivinen yritysostoissa tehtyään 12 yritysjärjestelyä listautumisen jälkeen
- Yritystojen onnistuminen selviää paremmin keskipitkällä aikavälillä
- Yhtiö pyrkii tarjoamaan ostokohteidensa myyjille houkuttelevan sijoituskohteen (Administer), jälkimarkkinat omistuksilleen sekä mahdollisuuksia toimintansa kehittämiseen (synergiat)

Kannattavuus kohenee automaation kautta

- Administer pyrkii kohottamaan kannattavuuttaan jatkuvalla tehostamisella, tarkalla tuotannonohjauksella, henkilöstön ja asiakkaiden sitouttamisella sekä lisäpalveluilla asiakkaille
- Toiminnan tehostamisessa avainasemassa rutiinitehtävien automatisointi
- Automatisaation myötä resursseja vapautuu konsultatiivisempaan työhön, joka toisi yhtiölle korkeakatteista liikevaihtoa

Strategian kasvu- ja tulosajurit

Inderesin näkemys strategian kulminaatiopisteistä

Toteutunut

- Investointeja omaan ohjelmistokehitykseen ja myyntiorganisaatioon
- Tarjonnan laajentaminen ulkoiseen ohjelmistomyyntiin EmCe-yrityskaupan myötä
- Listautumisessa kerätty pääomaa, jolla vauhditettu epäorgaanista kasvua merkittävästi
- Kasvuloikka uuteen kokoluokkaan Econia-yritystoston myötä

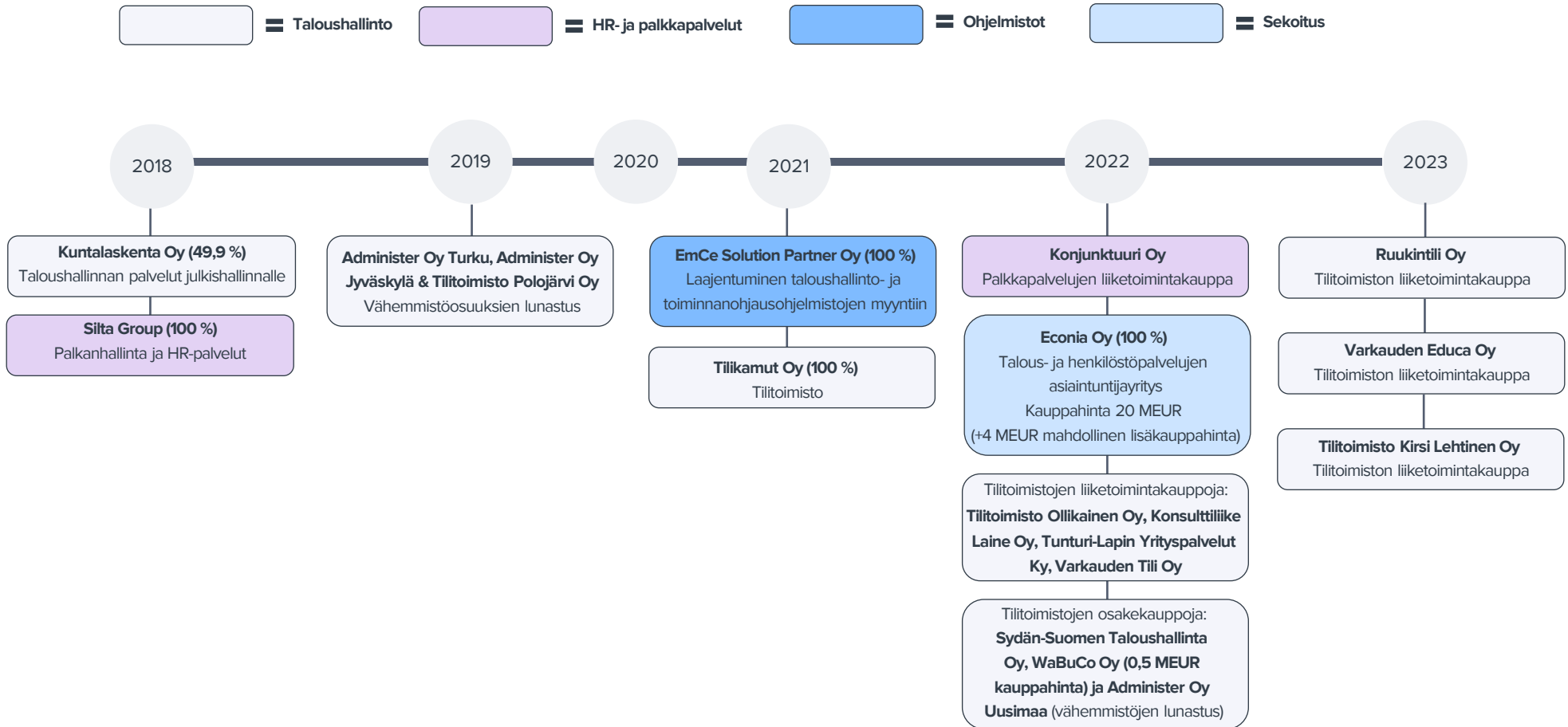
Lähtöleveys 1-2v

- Kannattavuustason merkittävä parantaminen, jossa avainasemassa toiminnan tehostaminen teknologian tukemana (automaatio)
- Yritystostoihin liittyvien synergiahyötyjen saavuttaminen ja yhtenäisyyden parantaminen
- Orgaanisen kasvu kiihdyttäminen ja yritysostostrategian maltillinen jatkaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Kannattavuusparannuksen jälkeen nousevien rahavirtojen investointi kilpailukykyyn ja kasvuun
- Rutiininomaisten tehtävien korvaaminen enenevässä määrin tekoälyllä
- Laajentuminen voimakkaammin Eurooppaan

Administerin viimeaikaiset yritysjärjestelyt (2018-2023)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/3

Epäorgaaninen kasvu on ollut vauhdikasta

Administerilla on hyvät näytöt kasvusta viimeisten kymmenen vuoden ajalta. Konsernin liikevaihto ylitti 10 MEUR:n vuonna 2014 ja vuonna 2022 liikevaihto oli kasvanut jo 52,8 MEUR:oon. Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2017-2022 on ollut 21,1 % (pohjalukuna vuosi 2017). Suurimmat kasvupyrähdykset ovat kuitenkin tapahtuneet epäorgaanisesti yritysostojen kautta. Etenkin Sillan osto vuonna 2018 nosti konsernin liikevaihdon uuteen kokoluokkaan, ja nyt edessä on merkittävä harppaus Econia -yritysoston kautta. Orgaanisen kasvun arvioimme olleen viime vuosina hidasta toimialan yleiseen kasvuun verrattuna.

Administerin liikevaihto laski vuosina 2020-2021 kaksi vuotta putkeen (-3,5 % ja -4,0 %) erityisesti koronapandemian myötä laskeneiden transaktiovolyymien vuoksi. Tilitoimistomarkkinan supistuminen vuonna 2020 oli pieni ja vuonna 2021 tilitoimistomarkkina palasi kasvuun saavuttaen uuden huippunsa. Administer kärsikin pandemiasta selvästi toimialaa enemmän, mahdollisesti matkailun merkittävän painon takia. Listattujen verrokkien (Talenom ja Aallon Group) orgaaninen kasvu hidastui koronan vuoksi, mutta ei kääntynyt negatiiviseksi. Vuonna 2021 Administerin kasvuun vaikutti negatiivisesti myös tytäryhtiö Adnerin asiakaspoistuma, jolla oli selvä negatiivinen vaikutus liikevaihtoon. Vuonna 2022 Administer palasi kasvu-uralle liikevaihdon kasvaessa lähes 26 %, mutta kasvu oli jälleen epäorgaanista (erityisesti EmCe sekä vuoden 2022 lukuisat pienemmät yritysostot). Kasvua rajoitti edelleen Adnerin asiakaspoistuma.

Kannattavuuskehitys ollut vaisua

Administerin kannattavuuskehitys on ollut vaihtelevaa ja viime vuosina vaisua, kun huomioidaan yhtiön mielestämme korkea kannattavuuspotentiaali houkuttelevalla toimialalla. Yhtiön raportoituja lukuja rasittaa liikearvopoistot, joita yhtiö tekee FAS-kirjanpidossa yritysostoista. Tämä heikentää vertailukelpoisuutta IFRS-standardin mukaisesti raportoiviin yhtiöihin, minkä takia olemme oikaisseet liikearvopoistot ja seuraamme operatiivista tulokuntoa oikaistuilla luvuilla. Viiden vuoden oikaistun liikevoiton (EBITA) keskiarvo on ollut 4,9 %. Yhtiö myös kirjaa osan tuotekehitysmenoistaan suoraan kuluiksi, mikä osaltaan rasittaa tulosrivejä.

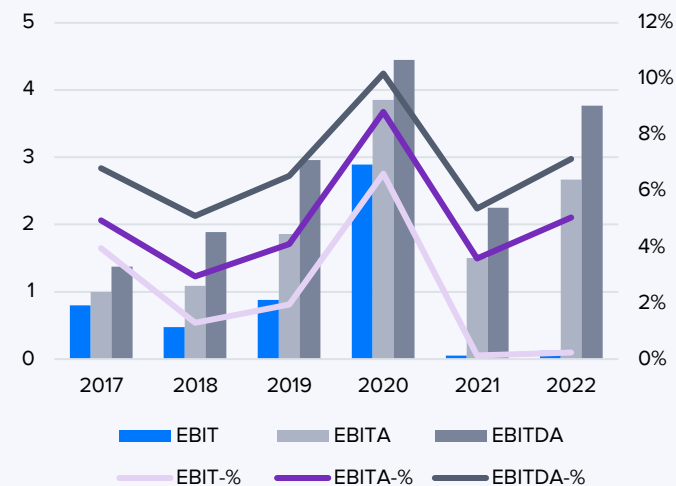
Vuonna 2020 oikaistu liikevoittomarginaali kohosi hetkellisesti 8,8 %:n tasolle, mikä oli selkeä huippu Administerille viime vuosina. Taustalla oli arviomme mukaan toiminnan tehostuminen, koronan painama kulurakenne sekä yleisesti ehjä vuosi. Vuonna 2021 kannattavuus heikkeni selvästi oikaistun liikevoittomarginaalin laskiessa 3,6 %:iin, kun liikevaihto laski samalla kun yhtiö teki panostuksia myyntiorganisaatioon ja hallintoon listautumisen jälkeen. Yhtiö valitsi tietoisesti, ettei se tee henkilöstövähennyksiä huolimatta pandemian myötä laskeneista transaktiomääristä. Myös Adnerin asiakaspoistuma vaikutti negatiivisesti yhtiön kannattavuuteen. Vuonna 2022 kannattavuus jatkoi suhteellisen vaisulla tasolla oikaistun liikevoittomarginaalin oltua 5,1 %. Taustalla vaikutti edelleen Adnerin asiakaspoistuma ja päällekkäiset kustannukset tytäryhtiön järjestelmäuudistuksesta.

Liikevaihdon kehitys (MEUR) ja kasvu-%



* Perustuu Inderesin laskelmiin, yhtiö ei raportoi orgaanista kasvua

Tuloksen (MEUR) ja kannattavuuden kehitys



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/3

Yritysosot suuressa roolissa kasvustrategiassa

Yritysosot ovat olleet Administerin kasvustrategiassa olennaisessa roolissa pitkään. Administer on tehnyt vuoden 2018 jälkeen ainakin 19 yritysjärjestelyä, jossa mukana on myös vähemmistöosuusien lunastuksia ja pienempiä osakkuusyhtiöitä. Merkittävimpiin jaksolla tehtyihin yrityskauppoihin kuuluu Silta Group Oy:n hankinta huhtikuussa 2018, EmCe Solution Partner Oy:n hankinta elokuussa 2021 sekä Econia Oy:n hankinta marraskuussa 2022. Silta- sekä Emce-yritysjärjestelyjen kauppahintoja ei ole julkistettu, joten järjestelyistä on vaikea tehdä arvioita. Econian osalta olemme vasta ensimetreillä.

Administeriin liittymisen jälkeen ostettujen yhtiöiden taloudellinen kehitys on ollut suhteellisen vaisua yhtiöiden tilinpäätöksiä tarkastellessa. Sillan liikevaihto on pysynyt vuosina 2019-2021 käytännössä paikoillaan 21-22 MEUR:ssa, ja samalla kannattavuus on ollut laskussa. Käyttökatemarginaali laski samalla ajanjaksolla vajaasta 9 %:sta reiluun 6 %:n tasolle. Vuonna 2022 Sillan suunta kuitenkin muuttui parempaan: liikevaihto kasvoi noin 11 % ja käyttökatemarginaali nousi 10 %:n tasolle.

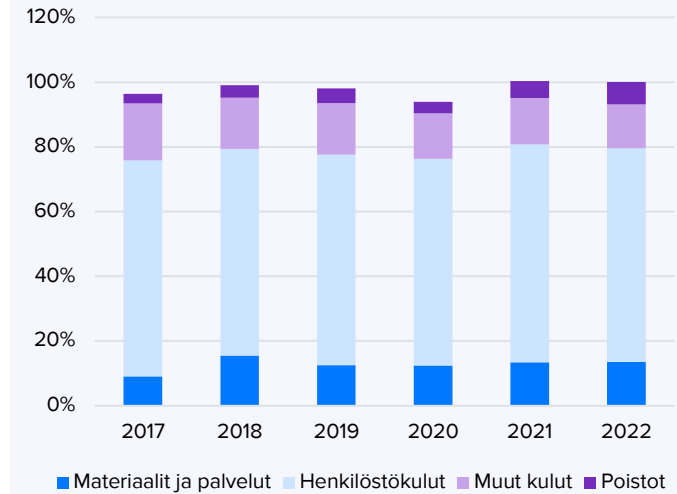
EmCe on ollut osa konsernia alle kaksi vuotta, joten yhtiön kehitystä yrityskaupan jälkeen on vielä aikaista arvioida. Itsenäisenä yhtiönä EmCen liikevaihto oli vuodet 2017-2021 paikoillaan suunnilleen 8 MEUR:ssa ja käyttökatemarginaali vaihteli niukasti tappiollisesta 5 %:iin. Vuonna 2022 EmCen liikevaihto laski hieman 7,6 MEUR:oon, mutta käyttökate nousi selvästi noin 10 %:n tasolle.

Tuorein merkittävä yrityskauppa on Econia Oy, jonka Administer osti 20 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla. Lisäksi kauppaan sisältyi 4 MEUR:n lisäkauppahinta, joka on riippuu yhtiön liikevaihto- ja kannattavuustavoitteiden saavuttamisesta vuosina 2023-2024. Kauppahinta vastasi toteutuneilla vuoden 2022 luvuilla 0,8-1,0x EV/S-kerrointa ja 10-12x EV/EBITDA-kerrointa (riippuen lisäkauppahinnasta). Kauppahinta oli mielestämme neutraali silloisiin vuoden 2022 tulosodotuksiin nähden, mutta toteumaan sekä Administerin silloisiin arvostuskertoimiin verrattuna hinta oli korkea. Administer arvioi kaupan yhteydessä Econian liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 noin 25 MEUR:oon (+63 %) ja käyttökateen olevan noin 3 MEUR (marginaali noin 12 %). Toteuma vuodelta 2022 oli kuitenkin alempi: liikevaihto 24,4 MEUR ja käyttökate 2,0 MEUR (marginaali 8,0 %), kun loppuvuotta heikensivät kertaluonteiset kulut. Historiassa Econian taloudellinen kehitys on ollut vahvaa liikevaihdon kasvettua vuosina 2018-2021 keskimäärin noin 23 %:n vauhtia käyttökatemarginaalin ollessa 8-12 %.

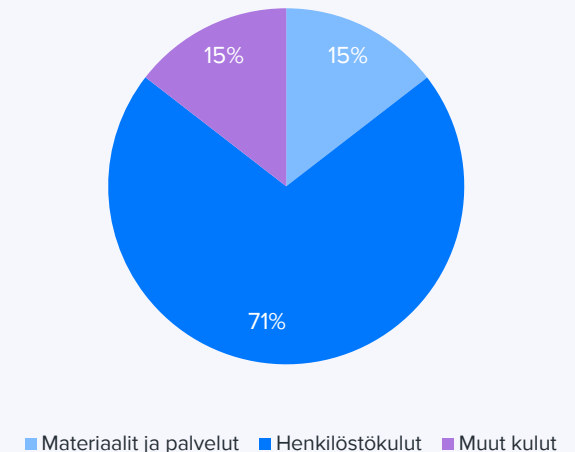
Tyypillinen asiantuntijayhtiön kulurakenne

Administerin kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti pääasiassa henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2022 34,9 MEUR eli 71 % kaikista operatiivisista kuluista (ei sisällä poistoja). Kuluerä on lyhyellä aikavälillä melko kiinteä, mutta toiminnan tehostamisen (esimerkiksi automatisaation lisääminen) kautta kuluerässä on mielestämme paljon skaalautumispotentiaalia. Materiaalit ja palvelut -erä koostuu ostoista sekä ulkopuolisista palveluista ja se oli vuonna 2022 7,1 MEUR eli 15 % liikevaihdosta.

Kulurakenteen kehitys (%-liikevaihdosta)



Operatiivisten kulujen jakauma (2022)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/3

Kuluerä on käsityksemme mukaan pääasiassa muuttuva, ja arvioimme sen kasvavan suunnilleen liikevaihdon mukana. Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2022 myös 7,1 MEUR eli 15 % liikevaihdosta. Muut kulut sisältävät pääasiassa kiinteitä kuluja, joista merkittävä osa liittyy Administerin liiketoiminnan ”infraan” (kuten hallinto, it-järjestelmät ja toimitilat). Myös muuttuvia kuluja on mukana, mutta näemme muissa kuluissa selkeää tehostamisen varaa ja sitä kautta erä voi skaalautua hyvin liikevaihdon kasvun mukana. Kulurakennetta on kuitenkin hankala seurata konsernin muuttuessa yritysostojen mukana.

Tase

Administerin tase on varsin yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema on vahvalla pohjalla. Yhtiön omavaraisuusaste vuoden 2022 lopulla oli 48,7 % ja nettovelkaisuusaste noin 37 %. Taseen loppusumma vuoden 2022 lopussa oli 66,0 MEUR. Taseen vastaavaa puolella ylivoimaisesti suurimpana eränä oli aineettomat hyödykkeet, joka koostui pääasiassa liikearvosta (42,1 MEUR, pääosin konserniliikearvoa). Aineellista omaisuutta liiketoiminta ei juuri kaipaa, ja taseessa sitä oli vain 0,9 MEUR. Taseen vastattavaa puolella oma pääoma oli 32,1 MEUR. Korollista velkaa taseessa oli 16,4 MEUR, josta merkittävä osa nostettiin 2022 lopulla Econia-yrityskaupan yhteydessä (13 MEUR). Administerin liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa.

Tase on kohtuullisen hyvässä kunnossa, mutta Econia yrityskaupan myötä aiemmin ylikapitalisoitunut tase tarjoaa rajallisesti liikkumavaraa. Administerin suhteellisen defensiivisen liiketoimintaprofiilin vuoksi tase kestää velkaa suhteellisen hyvin, mutta ennen

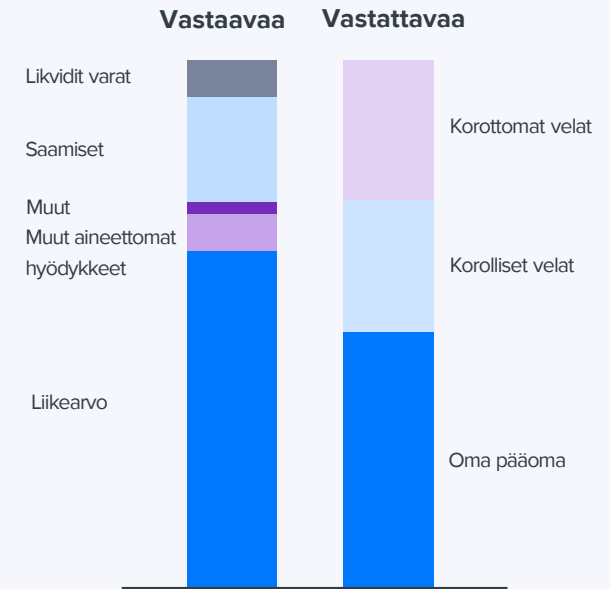
merkittävää velkavipua kannattavuus (ja tätä kautta kassavirta) olisi mielestämme hyvä saada paremmalle tasolle. Historialliseen tuloskuuntoon nähden velkamäärä on jo merkittävä, koska korollinen nettovelka / käyttökate oli 3,2x ja lähellä kovenanttitasoa. Vuoden 2022 käyttökatteessa Econia-yritysosto on kuitenkin mukana pieneltä osalta, joten laskelma antaa vielä liian pessimistisen kuvan yhtiön velanhoitokyvystä.

Kassavirta ja investoinnit

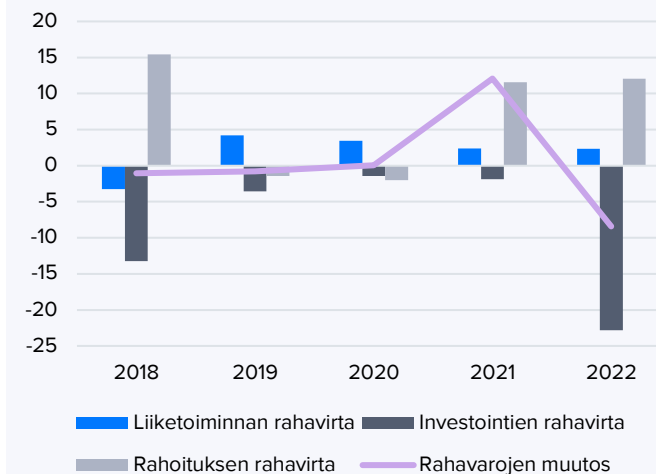
Administerin liiketoiminta on historiallisesti pyörinyt negatiivisella käyttöpääomalla. Vuosina 2017-2022 käyttöpääoma on ollut noin -6 % liikevaihdosta (vaihdellut -11 %:n ja -2 %:n välillä). Käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostoveloista. Negatiivinen käyttöpääoma tarkoittaa sitä, että yhtiön kasvu liikevaihdon kasvu ei sido pääomaa, vaan on kassavirtaa vahvistavaa. Administerin kassavirtaprofiili on siis hyvä, mutta ongelmana runsaampien kassavirran tuottamiselle on ollut vaisu kannattavuus.

Vuosina 2018-2020 Administerin rahavirrat olivat suunnilleen nollassa. Liiketoiminnan rahavirrat ovat olleet keskimäärin reilun 3 MEUR:n tasolla viime vuosina, mikä suhtautuu varsin hyvin käyttökateeseen (vaikka vuosittaiset erot voivat olla merkittäviä). Yhtiö on investoinut kaikki liiketoiminnan rahavirrat yritysjärjestelyihin. Yhtiö aktivoi osan tuotekehitysmenoistaan taseeseen, mutta arvioimme mukaan suurin osa kirjataan suoraan kuluiksi. Vuonna 2018 investoinnin rahavirrat olivat poikkeavat Silta-yritysjärjestelyyn kerätyn rahoituksen vuoksi, ja vuonna 2021 rahoituksen rahavirrassa näkyi listautumisannissa kerätyt varat (bruttona 14 MEUR).

Vuoden 2022 yksinkertaistettu tase



Rahavirtojen kehitys



Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	27,5	48,3	44,9	41,6	38,4
Liikearvo	23,3	42,1	38,3	34,6	30,8
Aineettomat hyödykkeet	3,4	4,7	5,0	5,4	6,0
Käyttöomaisuus	0,4	0,9	1,0	1,0	1,0
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	19,7	17,7	23,2	22,5	23,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	6,6	13,0	15,9	14,9	15,6
Likvidit varat	13,1	4,5	7,2	7,5	7,8
Taseen loppusumma	47,2	66,0	68,1	64,1	61,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	32,3	32,1	31,4	31,4	32,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,1	1,4	0,7	0,7	2,2
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	30,1	30,6	30,6	30,6	30,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,6	14,7	11,3	8,5	5,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,6	12,7	9,3	6,4	3,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset velat	12,3	19,1	25,4	24,2	23,1
Lainat rahoituslaitoksilta	1,8	3,7	4,7	3,5	2,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	10,5	15,4	20,7	20,8	20,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	47,2	66,0	68,1	64,1	61,9

Ennusteet 1/5

Taustatietoja ennusteista

Administer-konsernin tulos muodostuu pääasiassa sen suurien tytäryhtiöiden kautta, minkä takia olemme rakentaneet ennustemalliamme samaa tietä. Tytäryhtiöiden ymmärtäminen auttaa hahmottamaan monimutkaista kokonaisuutta, tuloksenmuodostumista, tulosajureita ja kannattavuuspotentiaalia. Tämän takia olemme esittäneet useita graafeja, joissa on arvioitamme eri konserniyhtiöiden kehityksestä. Samalla korostamme, ettei meillä ole tytäryhtiöille erillisiä ennustemalleja, koska tilinpäätöksiä pohjalta lukujen seuraaminen tapahtuisi vuosittain merkittäväällä viiveellä. Hankaluuksia aiheuttaa myös monimutkainen konsernirakenne, joka elää koko ajan uusien yritysostojen ja muutoksien mukana. Suosittelemme sijoittajia kohtelemaan esitettyjä tytäryhtiöiden ennusteita suunta-antavina arvioina, joiden avulla pääsemme virallisiin konsernitason ennusteisiimme. Administerin raportoinnin mahdollisesti tarkentuessa pystymme mallintamaan tarkemmin myös eri osa-alueiden kehitystä, mitä kautta läpinäkyvyys konserniin parantuisi merkittävästi.

Koneeseen täytyy saada lisäkerroksia

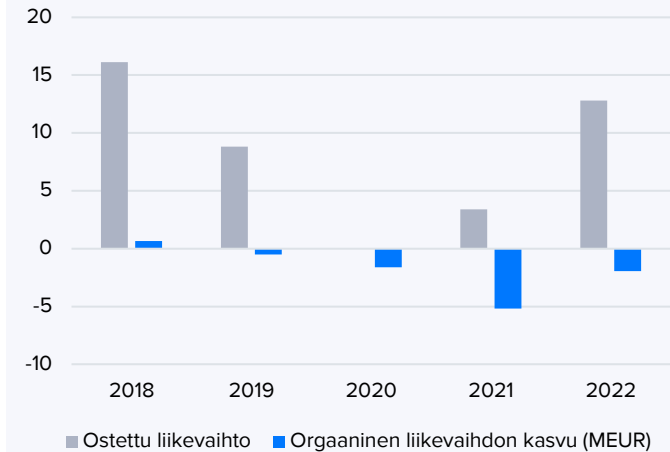
Administer on kasvanut voimakkaasti yritysostoilla (2017-2023e yli 25 % CAGR), mutta samalla orgaaninen kasvu on jäänyt vaisuksi ellei jopa negatiiviseksi (katso graafi). Tämä on mielestämme huolestuttavaa. Samalla kannattavuuskehitys on ollut heikkoa (2017-2022 käyttökate 6,9 %) ja jäänyt kauas yhtiön potentiaalista. Heikkoa kannattavuuskehitystä selittää voimakas yritysostovetoinen kasvu, kompleksisuuden nousu sekä panostukset omiin ohjelmistoihin (eFina ja

EmCe), tekoälyn kehittämiseen sekä myyntiorganisaatioon. Panostukset eivät toistaiseksi ole heijastuneet tehokkuuteen, kannattavuuteen tai orgaaniseen kasvuun, mikä voi muuttua hyötyjen noustessa pintaan viiveellä uudistuneen fokuksen mukana.

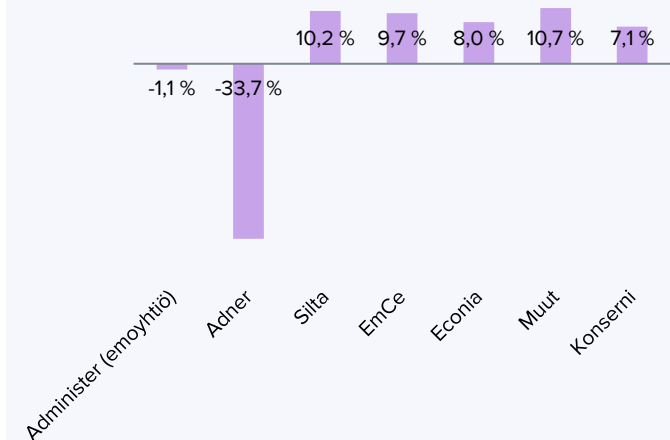
Osasy Administerin heikkoon kehitykseen on tytäryhtiö Adnerin todella heikot tulokset viime vuosien merkittävän asiakaspoistuman ja järjestelmämuutoksen takia (osin päällekkäisiä kuluja), mutta kannattavuus on mielestämme ollut suhteellisen heikolla tasolla käytännössä kaikilla yhtiön osa-alueilla perustuen tytäryhtiöiden tilinpäätöksiin. Tämä voi johtua kokoluokkaan nähden suurista yleiskustannuksista sekä toisaalta tehottomuuksista, joita voimakas kasvu usein aiheuttaa. Käsityksemme mukaan konsernikulut allokoidaan yhtiöille konsernipalveluiden käytön perusteella aiheuttamisperiaatteen mukaan, ja taustalla on erillinen yhtiö Administer Group Services Oy (2021 liikevaihto noin 2,9 MEUR).

Olemme esittäneet viereisessä graafissa Administerin merkittävien tytäryhtiöiden käyttökatemarginaalit vuodelta 2022. Parhaiten viime vuosina on kehittynyt Econia, joka ei ole silloin ollut vielä osa Administeria (yritysosto 11/2022). Ottamatta tarkemmin kantaa yksittäisien tytäryhtiöiden kannattavuuspotentiaaliin, mielestämme kaikissa olisi merkittävää parantamisen varaa yhtiön onnistuessa tehostamisessa sekä orgaanisessa kasvussa. Mielestämme kannattavuuden osalta Administer onkin alisuoriutunut viime vuosina laajalla rintamalla suhteessa potentiaalini, mihin pitää saada muutos tulevina vuosina.

Ostettu liikevaihto ja orgaanisen liikevaihdon kasvu (MEUR)*



Tärkeimpien tytäryhtiöiden käyttökatemarginaalit (2022, %)



* Inderesin laskelmat, jotka pohjautuvat ostetun yhtiön aiempaan liikevaihtoon, arvioituu ajankohtaan ja konsernilukujen kehitykseen. Esim. kausivaihtelu heikentää lukujen luotettavuutta.

Ennusteet 2/5

Kohti skaalautuvaa kasvua

Lähivuosina Administerin pitäisi päästä kiinni skaalautuvaan kasvuun, missä kriittisiä elementtejä ovat mielestämme toiminnan merkittävä tehostuminen (mm. ohjelmistot ja prosessit) sekä orgaaninen kasvu. Tänä vuonna Eonia -yhtysosto tarjoaa yhtiölle tasokorjauksen sekä liikevaihtoon että tulokseen käytännössä jo konsolidoinnin takia, minkä lisäksi Adnerin oletettu elpyminen parantaa konsernilukuja. Yleisesti näemme merkittävää potentiaalia kannattavuuden parantamisessa. Mielestämme Administerilla pitäisi olla kaikki edellytykset keskimääräistä parempaan kannattavuuden tilitoimistoalalla omien ohjelmistojen kautta. Jos teknologiainvestoinneista saataisiin lisähyötyjä tehokkuuteen, tämä nostaisi potentiaalia edelleen. Tulospöytäkuva näkymä onkin sinänsä erinomainen ja ennustamme voimakasta tulospöytäkasvua lähivuosille, mutta yhtiön näytöt skaalautuvasta kasvusta eivät ole viime vuosilta vakuuttavia. Epävarmuutta on siten paljon.

Voimakkaalle kasvuhakuisuudelle on mielestämme hyviä perusteluita, koska kasvava skaala antaa yhä enemmän resursseja tuotekehitykseen ja mahdollistaa teknologiset harppaukset. Kasvavasta skaalasta pitäisi kuitenkin saada paremmin hyötyjä ja synergioita irti, mikä on mielestämme selkeä mahdollisuus Administerille. Toimialan murros etenee tällä hetkellä suhteellisen nopeasti pienien yhtiöiden miettiessä omaa digistrategiaansa ja Euroopassa sääntely ajaa sähköistymistä lähivuosina voimakkaasti eteenpäin. Tämä luo Administerille myös painetta kansainvälistyä, vaikka tällä hetkellä kokonaisuus ei mielestämme ole optimoitu Suomessakaan.

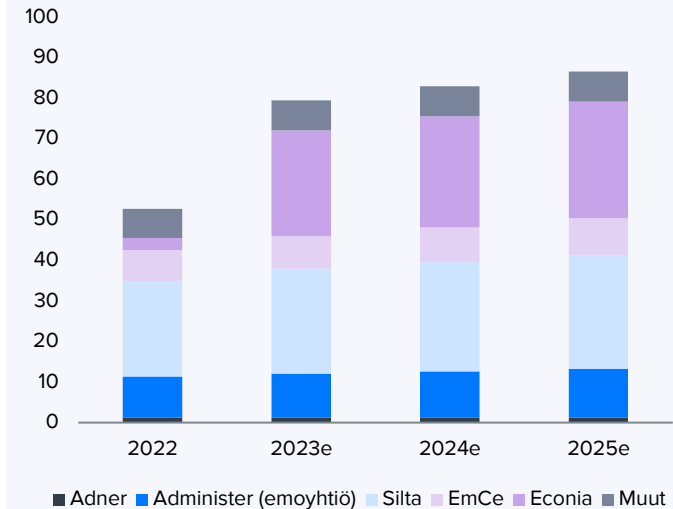
Näemme kansainvälisen kasvun pitkällä aikavälillä mahdollisuutena, mutta ajoituksen tällä hetkellä ongelmallisena.

Vuosi 2023: epäorgaanista kasvua edessä

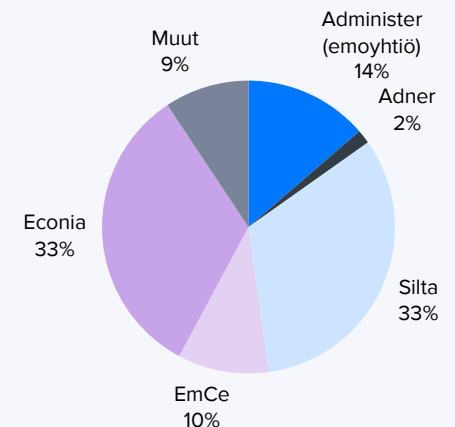
Administer teki viime vuonna yhdeksän yritystostoa, joista selvästi suurin oli marraskuun alussa ostettu Eonia. Pelkästään Econian pitäisi tuoda vuodelle 2023 arviolta yli 21 MEUR (arviolta 3 MEUR ehti vaikuttaa jo 2022) epäorgaanista kasvua liikevaihtoon, joten edessä on voimakkaan kasvun vuosi. Administer kasvaakin jälleen uuteen kokoluokkaan, ja liiketoiminnasta tulee yhä monimuotoisempaa. Alkuvuonna 2023 yhtiö on tehnyt jo kolme pientä liiketoimintakauppaa, joten epäorgaaninen kasvu jatkuu edelleen. Administerin viime vuosina tekemiä yritystostoja on listattu yhtiön [sijoittajat-sivustolla](#).

Yritystostojen rinnalle Administer kaipaisi myös orgaanista kasvua, joka toimisi samalla todisteena yhtiön kilpailukykyä uusasiakashankinnassa. Administerilla on suhteellisen suuri myyntiorganisaatio, jonka pitäisi pystyä myös merkittävään uusasiakashankintaan. Myyntiä on uudistettu viime vuosina (mm. uusi markkinointijohtaja), lisämyyntiin olemassa olevilla asiakkaille on panostettu (uutta tarjontaa) ja vuonna 2022 on käsityksemme saanut merkittävän määrän uusia asiakkaita. Näin ollen orgaanisen kasvun näkymä vaikuttaa lupaavalta. Olemme orgaanisen kasvun suhteen kuitenkin vielä varovaisia, ja odotamme sen jäävän edelleen alhaiseksi. Lisäksi on hyvä huomioida, että yritystostojen yhteydessä (erityisesti Eonia) asiakasvaihtuvuus voi lyhyellä aikavälillä nousta.

Liikevaihdon arvioitu kehitys (MEUR)



Liikevaihdon jakauma (2023e)



Ennusteet 3/5

Vuoden 2023 ohjeistuksessa Administer arvioi liikevaihdon olevan 76-81 MEUR (2022: 52,8 MEUR) ja käyttökatemarginaalin olevan 7-9 % (2022: 7,1 %). Näkymissään yhtiö lisäksi tavoittelee kasvuinvestointien jatkamista sekä orgaanista ja epäorgaanista kasvua vuonna 2023.

Ennustamme Administerin vuoden 2023 liikevaihdon olevan lähes 80 MEUR, mikä tarkoittaisi voimakasta noin 51 %:n kasvua edellisvuodesta (2022: 52,8 MEUR). Arvioidusta vajaan 27 MEUR:n kasvusta valtaosa tulee Econia-yrityksostosta (noin 23 MEUR) ja muista yritysostoista vuoden 2022 aikana. Administer on ostanut vuoden 2022 aikana noin 5 MEUR:n yhteenlasketun liikevaihdon (nämä näkyvät graafeissa Muut-kategoriassa), josta osa ehti vaikuttaa jo vuonna 2022 merkittävästi. Orgaanisen kasvun arvioimme olevan erittäin maltillista, mikä voi osoittautua varovaiseksi oletukseksi, jos Administer onnistuu myynnissä. Lisäksi on vaikea arvioida, pystyykö Econia jatkamaan vahvaa kasvuaan. Liikevaihdon arvioidussa jakaumassa huomataan, että Sillan ja Econian painoarvot ovat erittäin korkeita suhteessa esimerkiksi Administer emoyhtiöön. Näin ollen ne ratkaisevat pitkälti kasvunäkymän orgaanisen kasvun osalta. Suomen heikentyvä talousnäkyvä on myös osasy varovaisuuteen, ja arviomme mukaan transaktiiovolyymit ovat vuoden edetessä paineessa.

Kannattavuusparannus etenee hiljalleen

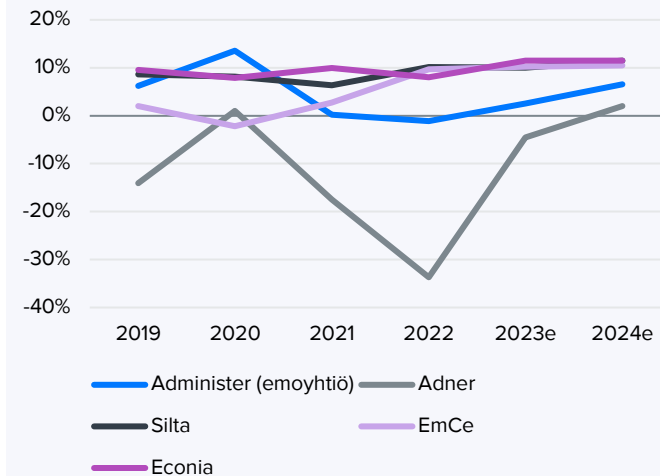
Administerin tulos tulee kasvamaan voimakkaasti vuonna 2023 pelkästään Econian merkittävän tuloskontribuution ansiosta olettaen, että Econia pystyy ylläpitämään operatiivisen kannattavuutensa.

Vuonna 2022 Econian käyttömarginaalin piti olla noin 12 % ennen loppuvuoden kertaluonteisia eriä, mikä ylittää selvästi konsernin keskimääräisen tason. Ennusteissamme oletamme 11-12 %:n käyttökateen olevan kestävä taso, mitä kautta Econia tuo mukaan merkittävän tulosparannuksen vuonna 2023. Muiden vuonna 2022 tehtyjen yritysostojen kontribuution odotamme olevan pieni ja ”Muut-kategorian” kannattavuuden olevan alhainen murrosvaiheessa. Oletamme, että pienempiä tilioimistoja fuusioidaan Administer -emoyhtiöön ajan kuluessa.

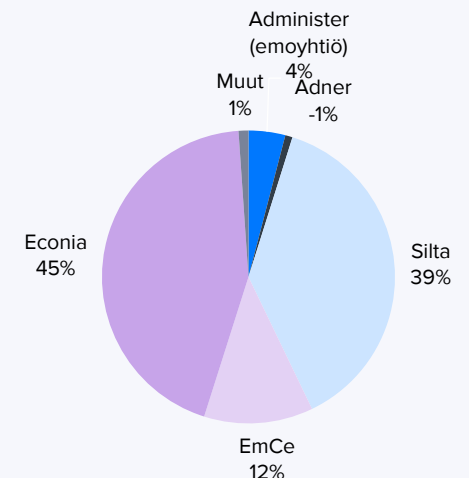
Administer emoyhtiön kannattavuus oli heikko tilikaudella 2022 (käyttökate nollassa), mikä oli meille yllätys. Liikevaihto ei kasvanut, mikä tietysti hankaloittaa tilannetta, mutta silti rakenteellisesti tilioimistoliiketoiminnan kannattavuusprofiilin pitäisi olla hyvä. Kulupuolella ulkopuoliset palvelut olivat kasvaneet merkittävästi, missä taustalla voi olla esimerkiksi voimakas epäorgaaninen kasvu. Odotamme kannattavuuden paranevan lähivuosina merkittävästi, mutta epävarmuuksia tähän liittyy, koska taustat eivät ole meille selviä.

Yleisesti näemme Administerin kannattavuudessa merkittävää parantamispotentiaalia, mutta ennustamme tämän tapahtuvan asteittain tehokkuuden parantumisen mukana. Tätä vahvistaa Administerin kannattavuusohjaus, jossa käyttökatemarginaali on vain 7-9 % vuonna 2023. Haarukka saavutettiin jo 2022 (7,1 %), ja silloin Econian kontribuutio oli vielä pieni. Odotamme parannuksia laajalla rintamalla (katso graafi), mikä sisältää oletuksen Adnerin vakautumisesta ja sen tappion supistumisesta pieneksi. Emme odota konsernikuluihin oleellisia lisäyksiä Econian mukaantulosta huolimatta, koska mielestämme yleiskulut ovat jo suhteellisen korkeita.

Tärkeimpien tytäryhtiöiden käyttökatemarginaalit (%)



Käyttökateen jakauma (2023e)



Ennusteet 4/5

Ennustamme Administerin käyttökatteen olevan vuonna 2023 noin 6,7 MEUR, missä on voimakas tasokorjaus edellisvuoteen nähden (2022: 3,8 MEUR). Merkittäviä tekijöitä ovat Econian mukaantulo valtaosalta vuotta, Adnerin tappioiden merkittävä pientyminen sekä selkeä kannattavuusparannus Administer-emo-yhtiössä yhtiön keskittyessä kasvuvaiheen jälkeen enemmän tehokkuuteen ja kannattavuuteen.

Erityisesti Econia-yritysosto toi mukanaan myös merkittävästi uutta liikearvoa, jonka Administer poistaa kymmenen vuoden aikana. Arviomme mukaan liikearvopoistot nousevat vuositasolla noin 3,8 MEUR:oon (2022: 2,5 MEUR), mikä painaa Administerin raportoitua liikevoittoa. Operatiiviselle kannattavuudelle parempi mittari onkin oikaistu liikevoitto (EBITA), jossa ainoa oikaisu on tällä hetkellä liikearvonpoistot. Näitä Administer ei tekisi IFRS-kirjanpidossa (Administerilla FAS), joten oikaisu tekee luvuista paremmin vertailukelpoisia.

Econia-yritysoston takia Administerin taseessa on nyt myös korollista velkaa (2022 lopussa 16,4 MEUR), minkä takia rahoituskulut ovat nousseet selvästi (arvioitu lainakannan keskikorko 5 %). Lisäksi veroissa on hyvä huomioida, ettei liikearvopoistoja voi vähentää verotuksessa. Tätä kautta veroprosentti nousee korkeaksi raportoidusta tuloksesta. Muuten Administerin verotaakka on käsityksemme mukaan maltillinen ja heijastelee Suomen normaalia tasoa. Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan noin 0,26 euroa, mikä on jälleen kokoluokkaa parempi kuin edellisvuonna (2022: 0,13 €) mutta edelleen kaukana yhtiön potentiaalista.

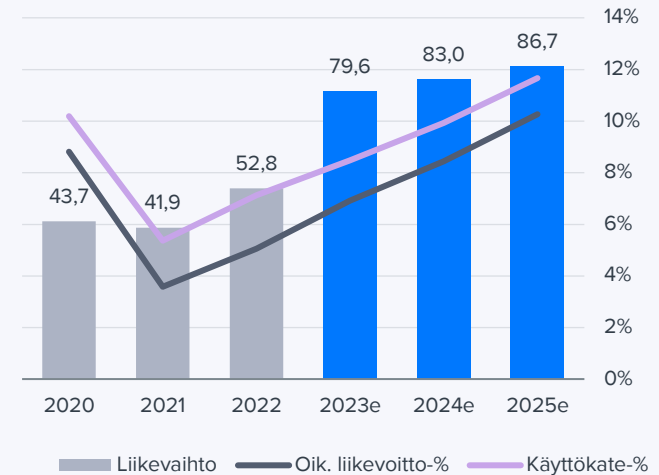
Vuosi 2024 samalla kannattavan kasvun uralla

Odotamme Administerin jatkavan kannattavaa kasvua myös tulevina vuosina, ja vuosi 2024 onkin ennusteissamme jatkumo tästä vuodesta. Odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan orgaanisesti noin 4,4 %, mikä ei oleellisesti poikkeaisi toimialan kasvusta. Potentiaalia on merkittävästi nopeampaankin kasvuun, mutta ennen korkeampia kasvuodotuksia odotamme yhtiöltä näyttöjä orgaanisesta kasvusta.

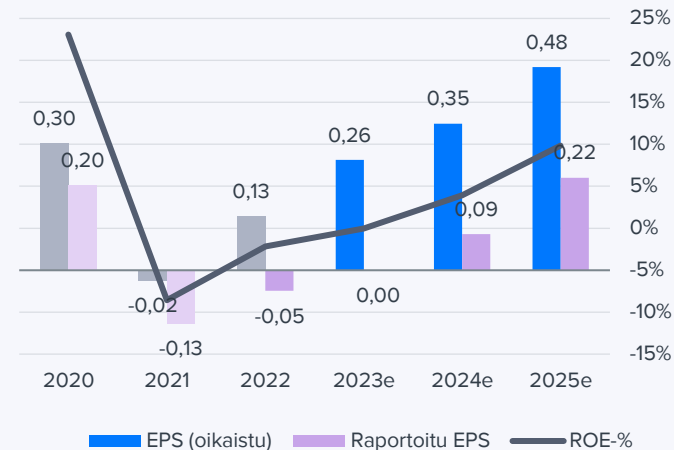
Kannattavuuden odotamme jatkavan maltillista paranemistaan vuonna 2024, ja ennustamme käyttökatemarginaalin olevan noin 9,9 %. Taso on edelleen matala suhteessa yhtiön potentiaaliin ja kaukana yhtiön taloudellisesta tavoitteesta (24 %), mutta silti selvästi parempi kuin viime vuosina. Perinteisesti kannattavuusparannukset vaativat aikaa, mutta olemme asiassa mielellään väärässä. Poistoissa emme odota muutoksia, mitä kautta tuloslaskelman alemmat rivit nousevat vivulla. EBITA-marginaalin ennustamme olevan 8,4 % ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,35 euroon.

Huomautamme, että ennusteemme eivät sisällä uusia yritysostoja. Arviomme mukaan Administer tulee jatkamaan yritysostoja, mutta suuremmissa järjestelyissä tulee todennäköisesti ainakin hengähdystauko Econia-yritysoston jälkeen. Näin ollen ennustamme kasvu on todennäköisesti hieman toteutuvaa hitaampaa, mutta tuloskehityksen kannalta pidämme ennusteitamme isossa kuvassa realistisilta. Jos yhtiö laajenee voimakkaammin esimerkiksi Eurooppaan, joudumme tarkastelemaan ennusteita uudelleen.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja ROE-%



Ennusteet 5/5

Pitkän aikavälin tulokasvunäkymä on vahva

Administerin pitkän aikavälin tulokasvuajurit ovat mielestämme erittäin vahvoja, mikä johtuu osittain heikosta lähtötasosta. Vuoden 2022 tulostaso on lähellä nollaa, minkä takia ennustamme tulokasvu näyttää matemaattisesti hurjalta: odotamme vuosina 2022-2025 yli 40 %:n vuosittaista tulokasvua, mutta merkittävä osa tästä on näkemyksemme mukaan aiemman heikkouden kiinniottamista.

Näemme yhtiöllä edellytykset voimakkaaseen tulokasvuun myös pidemmällä aikavälillä, jos yhtiö pääsee kiinni skaalautuvaan kasvuun. Yhtiöllä on hyvä asema defensiivisesti kasvavalla toimialalla, yhtiö voi saada merkittävää kilpailuetua omasta ohjelmisto-osaamisesta ja automaatiosta, ja volyymin mukana kannattavuuspotentiaali on mielestämme suhteellisen korkea valtaosalla yhtiön liiketoiminta-alueita. Administer on tehnyt merkittäviä investointeja tulevaisuuden teknologiaan ja organisaatorakenteeseensa, jotka ovat toistaiseksi tuoneet yhtiölle pääasiassa kuluja. Jos nämä panostukset osoittautuvat oikeiksi ja luovat Administerille vahvan kilpailuedun, yhtiön kannattavuus voi vielä skaalautua korkealle. Tällä hetkellä ensimmäisen tavoitetasoin pitäisi mielestämme olla Aallon Groupin tasolla, jonka käyttökatemarginaali oli noin 12 % vuonna 2022. Vastaavasti Talenomien Suomen ydinliiketoiminnan käyttökatemarginaali oli 38,6 % viime vuonna, mikä kuvastanee tilitoimistoalan parasta tasoa.

Rahavirta, tase ja osingot

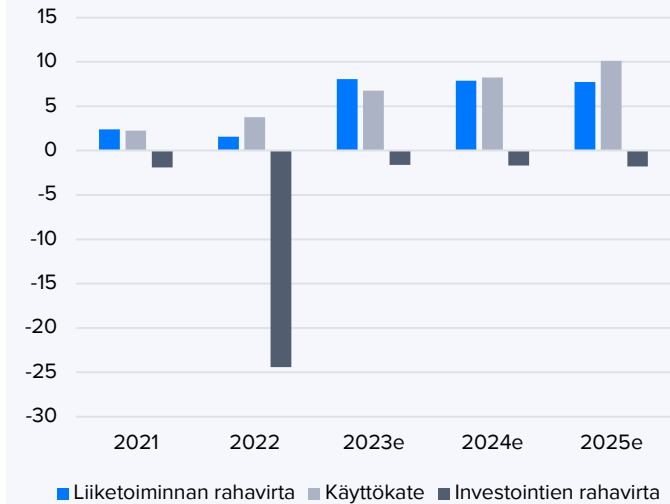
Administerin liiketoiminta pyörii negatiivisella nettokäyttöpääomalla eikä vaadi merkittäviä

investointeja (pl. tuotekehitys ja yritysostot), mitä kautta yhtiön liiketoiminnan rahavirtaprofiili on hyvä. Liiketoiminnan rahavirta on näkemyksemme mukaan varsin hyvin linjassa käyttökatteen kanssa, mikä tekee ennustamisesta suhteellisen suoraviivaista. Investointien määrää on vaikeampi ennakoita, koska sitä määrittää pitkälti yritysostot. Lähivuosien ennusteissa yritysostoja ei kuitenkaan ole, mitä kautta mukana on vain kohtuullisen pienet aktivoitavat tuotekehitysinvestoinnit. Rahoituksen rahavirtaa emme tässä esitä, mutta tarkempi kassavitalaskelma löytyy raportin liitteistä.

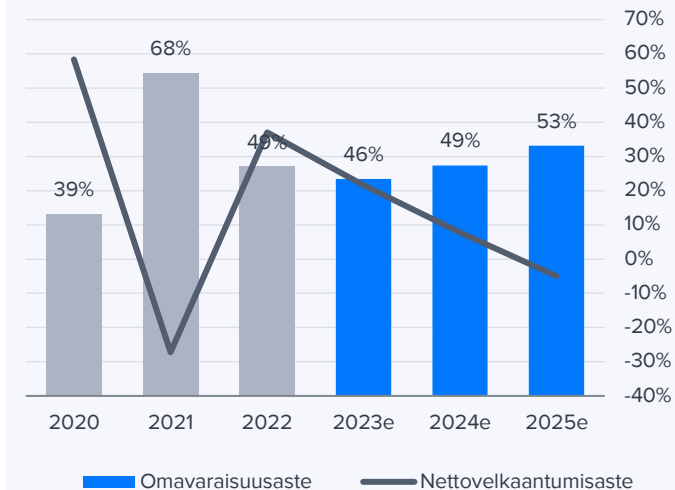
Administerin tase vahvistuu ennusteissamme tasaisesti tuloksen ja rahavirtojen mukana. Vuonna 2022 velkaantuneisuus nousi merkittävästi Econia-yritysoston takia, mutta ennusteissa yhtiö palautuu nettovelattomaksi jo vuonna 2025. Tämä johtuu osin siitä, että ennusteemme eivät sisällä yritysostoja ja sitä kautta investoinnit ovat alhaisia. Mielestämme Administerin defensiivisellä liiketoimintaprofiililla yhtiö voisi käyttää myös merkittävää velkavipua, mutta tätä ennen yhtiön kannattavuuden pitäisi parantua selvästi nykytasosta. Näin velka olisi lähtökohtaisesti edullista (riippuen toki vallitsevasta korkotasosta) eikä nostaisi Administerin riskiprofiilia oleellisesti.

Osinkopolitiikkansa mukaan Administer pyrkii jakamaan osinkoa vähintään 30 % sen liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta. Vuonna 2022 hallituksen osinkoehdotus oli 0,05 €/osake. Ennusteissamme oletamme Administerin jakavan osinkoina tasaisesti 33 % liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta, joten osinko kasvaa nopeasti tuloksen mukana.

Rahavirtaennusteet ja käyttökatte (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	19,8	22,1	41,9	23,9	28,9	52,8	39,7	39,9	79,6	41,9	41,1	83,0	86,7	91,0
Konserni	19,8	22,1	41,9	23,9	28,9	52,8	39,7	39,9	79,6	41,9	41,1	83,0	86,7	91,0
Käyttökate	0,6	1,7	2,3	1,0	2,7	3,8	3,1	3,7	6,7	4,1	4,2	8,2	10,1	11,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-1,3	-2,2	-1,5	-2,1	-3,6	-2,5	-2,5	-5,0	-2,5	-2,5	-5,0	-5,0	-5,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,2	1,3	1,5	0,6	2,1	2,7	2,5	3,0	5,5	3,4	3,6	7,0	8,9	10,3
Liikevoitto	-0,3	0,3	0,1	-0,5	0,6	0,1	0,6	1,2	1,7	1,6	1,7	3,2	5,1	6,5
Konserni	-0,3	0,3	0,1	-0,5	0,6	0,1	0,6	1,2	1,7	1,6	1,7	3,2	5,1	6,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Nettorahoituskulut	-0,1	-1,7	-1,8	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,3	-0,2
Tulos ennen veroja	-0,4	-1,4	-1,7	-0,5	0,3	-0,3	0,2	0,8	1,0	1,2	1,3	2,5	4,9	6,4
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,9	-0,6	-0,6	-1,2	-1,7	-2,0
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	-0,4	-1,4	-1,8	-0,6	-0,1	-0,7	-0,2	0,2	0,0	0,6	0,7	1,2	3,2	4,4
EPS (oikaistu)	0,01	-0,03	-0,02	0,03	0,10	0,13	0,12	0,15	0,26	0,17	0,18	0,35	0,48	0,57
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,10	-0,13	-0,04	-0,01	-0,05	-0,02	0,02	0,00	0,04	0,05	0,09	0,22	0,31

Tunnusluvut	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%			-4,0 %	20,5 %	30,8 %	25,9 %	65,9 %	38,2 %	50,7 %	5,7 %	3,0 %	4,4 %	4,4 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%			-61,0 %	124,2 %	68,4 %	77,5 %	347,4 %	43,5 %	106,3 %	39,6 %	17,3 %	27,3 %	27,0 %	15,9 %
Käyttökate-%	3,0 %	7,5 %	5,4 %	4,2 %	9,5 %	7,1 %	7,8 %	9,2 %	8,5 %	9,7 %	10,2 %	9,9 %	11,7 %	12,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,2 %	5,7 %	3,6 %	2,3 %	7,3 %	5,1 %	6,2 %	7,6 %	6,9 %	8,2 %	8,7 %	8,4 %	10,3 %	11,3 %
Nettotulos-%	-2,1 %	-6,2 %	-4,3 %	-2,4 %	-0,5 %	-1,3 %	-0,6 %	0,6 %	0,0 %	1,3 %	1,6 %	1,5 %	3,6 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Pörssitaival on alkanut heikosti

Administerin toistaiseksi lyhyt pörssitaival on ollut mollivoittoinen. Yhtiö listautui joulukuussa 2021 merkintähinnalla 4,86 euroa, mutta osaketta nyt hinnoitellaan 3,27 euron kurssilla. Listautumisesta osakekurssi on siis laskenut noin 33 %, mistä osa selittyy Helsingin pörssin heikolla kehityksellä (samalla jaksolla OMX Helsinki PI -18 % ilman osinkoja). Myöskään Administerin tuloskehitys ei kuitenkaan vielä ole vakuuttanut ja esimerkiksi vuoteen 2024 liittyvä kannattavuustavoite on omasta mielestämme epärealistinen. Tällä hetkellä Administerin markkina-arvo on vain 47 MEUR, mikä on mielestämme erittäin alhainen suhteessa yhtiön potentiaaliin.

Administerin sijoitusprofiili on mielestämme tällä hetkellä sekoitus kasvu- ja käänneyhtiötä. Yritysostojen avulla yhtiö on kasvanut voimakkaasti ja jatkaa tätä myös vuonna 2023, mutta kannattavuus on samalla ollut heikko ja kaipaisi voimakasta käännettä parempaan lähivuosina. Mielestämme yhtiötä hinnoitellaankin käänneyhtiönä, jonka tuloskasvuun liittyy merkittävää epävarmuutta. Lähivuosina profiili voi muuttua kannattavuusparannuksen tukeman tuloskasvun myötä, koska potentiaalia Administerilla on mielestämme merkittävästi parempaan.

Sijoittajan kannalta Administerin nykytilanne on mielestämme varsin otollinen. Osakkeeseen ladatut odotukset ovat maltillisia ja näkemyksemme mukaan osakkeen laskuvara on suhteellisen pieni, vaikka odottamaamme kannattavuuskäännettä ei tapahtuisi. Toisaalta näemme osakkeessa merkittävää nousupotentiaalia, jos yhtiö pääsee kannattavan kasvun uralle. Tätä kautta osakkeen riski/tuotto-suhde on mielestämme selvästi painottunut positiiviselle puolelle, vaikka näytöt viime vuosilta ovatkin vaisut.

Arvostuskertoimet ovat matalia

Administerin arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä matalia, mikä kuvastaa mielestämme sijoittajien heikkoa luottamusta yhtiön strategian toimivuuteen, kannattavuuskehitykseen sekä sitä kautta tuloskasvunäkymiin. Vaikka nämä huolet voivat olla perusteltuja ja viime vuosien kehitys on ollut vaisua, pidämme nykyistä arvostusta erittäin alhaisena ajatellen Administerin hyvää asemaa houkuttelevalla tilitoimistoalalla sekä yhtiön merkittävä tulosparannuspotentiaalia ajatellen.

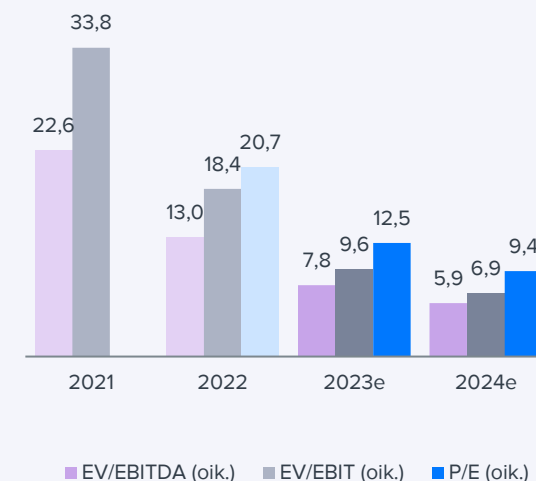
Administerin liikearvopoistoista oikaistu P/E on kuluvalle vuodelle vain noin 12x ja ensi vuodelle ainoastaan noin 9x. Kertoimet ovat Helsingin pörssin mittakaavassa maltillisia ja sijoittajien kannalta hyvälle toimialalla houkuttelevia, eivätkä alla olevat tulokset heijastele vielä yhtiön tulospotentiaalia. Administerin taseessa on Eonia-yritysoston jälkeen noin 12 MEUR korollista nettovelkaa, minkä takia yritysarvo (EV) pohjaiset kertoimet ovat tärkeitä. 2023e EV/EBIT (oikaistuna liikearvopoistoista) on noin 10x ja EV/EBITDA on hieman alhaisempi 8x. Vaikka Administerilla on hieman ”piilovelkaa” mahdollisiin lisäkauppahintoihin liittyen (erityisesti Eonia), kertoimet ovat kohtuullisia. Vuoden 2024 vastaavat (7x ja 6x) ovat mielestämme houkuttelevia.

Erityisen edullinen Administer on liikevaihtokertoimilla (2023e EV/S 0,7x), mikä kuvastaa merkittävää nousuvaraa, jos merkittävät kannattavuusparannukset realisoituvat tulevaisuudessa. Alle yhden tasoa voidaan pitää sektorilla yleensä houkuttelevana. Administer aloitti osingonmaksun keväällä 2023, ja osinkotuotto (lähivuosina noin 3 %) tarjoaa sijoittajille pienen lisätuottoajurin. Osinko myös kasvaa liikearvopoistoista oikaistun tuloksen mukana.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,27	3,27	3,27
Osakemäärä, milj. kpl	14,3	14,3	14,3
Markkina-arvo	47	47	47
Yritysarvo (EV)	53	48	44
P/E (oik.)	12,5	9,4	6,8
P/E	neg.	38,0	14,8
P/Kassavirta	7,2	7,6	12,0
P/B	1,5	1,5	1,4
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	7,8	5,9	4,4
EV/EBIT (oik.)	9,6	6,9	5,0
Osinko/tulos (%)	neg.	133,9 %	72,4 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,5 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Tärkeimmät arvostuskertoimet



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Aliarvostettu suhteessa verrokkeihin

Olemme muodostaneet Administerin verrokkiryhmän yhtiön lähimmistä tilitoimistoverrokeista Aallon Groupista ja Talenomista sekä Helsingin pörssiin listatuista palveluyhtiöistä. Laadukkaan verrokkiryhmän koostaminen Administerille on ongelmallista, koska yhtiön rakenne poikkeaa merkittävästi myös tilitoimistoverrokeista. Varsinaista tilitoimistoliiketoimintaa Administerin liikevaihdosta on mahdollisesti noin 25-30 % (2023e). Merkittävä osa konsernin liikevaihdosta tulee Sillasta, jonka paras verrokki on mielestämme Zalaris. EmCen ja ohjelmistoliiketoiminnan osuus Administerin liikevaihdosta on varsin pieni (2023e 10 %), mutta tässä paras verrokki olisi mahdollisesti Heeros ja it-palveluyhtiöt (konsultoinnin osalta). Kokonaisuus onkin monimutkainen, ja eri yhtiöiden näytöt omistaja-arvon luonnista ovat eritasoisia. Verrokkiryhmään liittyvien haasteiden vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojautu verrokkiryhtiöiden kertoihin, mutta luonnollisesti peilaamme arvostusta myös niihin.

Suhteellisen arvonmäärityksen puutteista huolimatta on Administer on mielestämme aliarvostettu verrokkiryhmäänsä nähden ainakin vuoden 2024 kertomien pohjalta. Mielestämme kokonaisarvostusta ajatellen paras verrokki on nyt Aallon Group, jonka vuoden 2023 kertomiset ovatkin kohtuullisesti linjassa yhtiön kanssa, mutta vuoden 2024 ennusteilla Administer on jo selvästi aliarvostettu. Suurimpia erot ovat luonnollisesti EV/S-kertoimella Administerin heikon kannattavuuden takia. Aallon Groupin 2023e EV/S on 1,2x, kun Administerin on vain 0,7x. Talenomiin arvostuserot ovat hurjia, mutta liiketoimintaprofiilit poikkeavat merkittävästi, Talenomin näytöt omistaja-arvon luonnista ovat poikkeukselliset ja myös eri kirjanpito-standardit vaikeuttavat hieman tilannetta (Administer ja Aallon

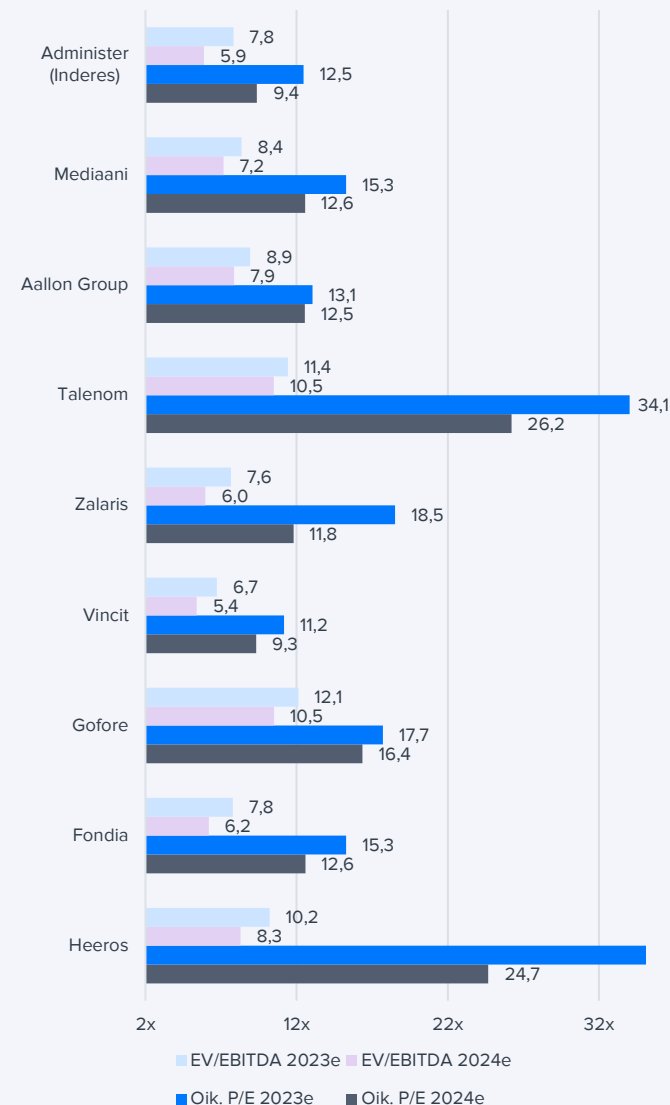
FAS, Talenom IFRS). Sillan verrokki Zalaris hinnoitellaan varsin maltillisilla arvostuskertoimilla ensi vuoden tuloksella (2024e P/E ja EV/EBIT 12x), mikä voi heijastella sektorilla suhteellisen tiukassa olevia marginaaleja. Heeroksen tulostaso on heikko, minkä takia kertoimia on hankala vertailla. Koko verrokkiryhmän olemme esitelleet seuraavalla sivulla.

Yrityskauppojen mahdolliset lisäkauppahinnat

Econia-yrityskaupan velaton kauppahinta oli 20 MEUR, mistä maksettiin kaupan toteutumishetkellä käteisenä 18 MEUR. Kaupasta kahden vuoden kuluttua maksetaan loput 2 MEUR joko Administerin osakkeilla tai käteisellä. Näin ollen yhtiöllä on vaihtoehtoisesti velkaa 2 MEUR tai odotettavissa on osakekannan diluutiota. Lisäksi Econian myyjillä on oikeus enimmillään 4 MEUR:n ehdolliseen lisäkauppahintaan, joka maksetaan myös joko Administerin osakkeilla tai käteisellä 30.6.2025 mennessä. Lisäkauppahinta on sidottu Econian liikevaihto- ja kannattavuustavoitteiden saavuttamiseen vuosina 2023 ja 2024, mutta tavoitteita ei ole julkaistu. Vastaavia mahdollisia lisäkauppahintoja, jotka eivät näy taseessa, yhtiöllä on myös muista pienemmistä yritysostoista.

Teoriassa edessä voi olla oleellinen diluutio Administerin osakekantaan, mitä emme kuitenkaan ole lähteneet ennustamaan (riippuu kurssitasosta ja ehdoista). Oletamme analyysissämme, että Administerilla on 4 MEUR:n velka (2 MEUR velka ja 2 MEUR lisäkauppahinta) Econia -yrityskaupasta, josta lisäkauppahinta ei näy yhtiön taseessa. Olemme oletaneet, että lisäkauppahinnasta maksetaan puolet (2 MEUR) ja olemme huomioineet tämän kassavirtaennusteissamme (-2 MEUR vuodelle 2025). Muut mahdolliset pienemmät lisäkauppahinnat eivät ole ennusteissamme.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e ja 2024e)



Lähde: Refinitiv / Inderes, tiedot kerätty 10.6.2023

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Talenom	340	413	26,7	22,1	11,4	10,5	3,2	2,7	34,1	26,2	2,5	2,7	5,5
Aallon Group	40	37	9,9	8,8	8,9	7,9	1,2	1,1	13,1	12,5	2,2	2,3	2,9
Heeros	23	25	32,3	20,9	10,2	8,3	2,2	1,9	37,9	24,7			3,2
Fondia	30	24	9,9	7,6	7,8	6,2	0,9	0,8	15,3	12,6	4,1	5,1	4,5
Gofore	407	377	13,1	11,3	12,1	10,5	2,0	1,7	17,7	16,4	1,9	2,2	3,8
Vincit	77	64	7,2	5,7	6,7	5,4	0,6	0,5	11,2	9,3	3,6	4,3	1,7
Digia	165	177	9,1	7,7	7,5	6,5	0,9	0,8	11,3	9,8	3,1	3,2	1,9
Netum Group	41	42	11,4	9,7	10,6	9,1	1,2	1,1	14,0	12,3	4,1	4,4	3,7
Siili Solution	128	117	8,8	7,2	7,0	5,9	0,9	0,8	13,3	11,5	1,9	2,4	2,4
Solteq	23	44		18,5	3,3	6,0	0,7	0,7		47,7		2,5	0,8
Zalaris	75	108	17,9	12,0	7,6	6,0	1,1	1,0	18,5	11,8	2,6	2,6	
Kelly Partners	128	175			9,7	8,4	3,1	2,8	28,4	23,9	2,0	2,4	
Administer (Inderes)	47	53	9,6	6,9	7,8	5,9	0,7	0,6	12,5	9,4	2,7	3,5	1,5
Keskiarvo			14,6	12,0	8,6	7,5	1,5	1,3	19,5	18,2	2,8	3,1	3,0
Mediaani			10,7	9,7	8,4	7,2	1,1	1,0	15,3	12,6	2,6	2,6	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			-10 %	-29 %	-6 %	-18 %	-42 %	-44 %	-18 %	-25 %	4 %	37 %	-51 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Kassavirtalaskelma

Administerin liiketoiminnan suhteellisen vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on mielestämme käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä yhtiölle. Administerin kohdalla haasteena on, ettei nykyinen kannattavuus mielestämme kuvasta yhtiön normalisoitua tasoa, joka on toistaiseksi epäselvä tai todistamaton. Tämä nostaa merkittävästi pitkän aikavälin ennusteisiin liittyvää epävarmuutta.

Oletamme Administerin pitkän aikavälin ennusteissa liikevaihdon kasvun olevan 3-5 % vuosina 2027-2031, mikä on viime vuosien orgaanisen kasvuvauhdin perusteella korkeahko ennuste. Emme kuitenkaan pidä realistisena oletuksena, että yhtiö menettäisi markkinaosuutta pitkällä aikavälillä. Vuodesta 2032 eteenpäin odotamme ikuisuuskasvun olevan 2 %, mikä on maltillinen taso. Kannattavuuden odotamme pitkän aikavälin ennusteissamme nousevan hiljalleen vuoteen 2028 asti, jolloin ennustamme yhtiön käyttökatemarginaalin olevan 13 %. Mielestämme oletus on erittäin matala suhteessa yhtiön potentiaaliin sekä yhtiön tavoitteeseen (24 % vuonna 2024), mutta toisaalta merkittävästi vuoden 2022 ”todistettua” tasoa korkeampi (2022: 7,1 %). Vuoden 2028 jälkeen olemme laskeneet kannattavuutta asteittain niin, että ikuisuusoletuksessa vuonna 2032 liikevoitto-marginaali on alhainen 6,0 % ja käyttökatemarginaali vain 8,1 %. Eron merkittävä supistuminen johtuu osittain liikearvopoistojen pienentymisestä, koska näitä poistetaan pääosin 10-vuoden jaksolla (Silta 20 vuotta). Mielestämme oletuksemme ovat kokonaisuudessaan konservatiivisia, mutta vaativat silti Administerilta selkeitä parannuksia viime vuosista. Erityisesti ikuisuusoletuksen osalta on mielestämme perusteltua olla konservatiivinen, kunnes kannattavuus on saatu kestävästi uudelle tasolle.

Kassavirtalaskelmamme mukainen Administerin oman pääoman arvo on noin 71 MEUR eli noin 5,0 euroa per osake. Keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) asettuu mallissa kohtuulliseen 9,1 %:iin ja oman pääoman tuottovaade on 9,7 %. Mielestämme tasot ovat perusteltuja, joskin korkeammatkin olisivat mahdollisia nykyisessä korkoympäristössä huomioiden vielä todistamaton kannattavuuskäännö. Tällä hetkellä myös osakkeen heikko likviditeetti nostaa hieman tuottovaadetta. Toisaalta Administerin liiketoiminnan riskiprofiili on kohtuullinen, paikoin myös alhainen. Keskipitkällä aikavälillä kannattavuuskäänteen todistaminen vähentäisi ennusteisiin liittyviä riskejä ja mahdollisesti tukisi ennusteita, millä olisi positiivinen vaikutus arvoon. Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 44 %, mikä on yleisesti alhainen taso ja heijastelee konservatiivisia oletuksiamme.

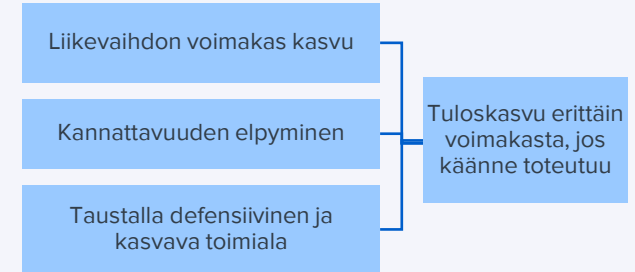
Houkutteleva riski/tuotto-suhte

Näkemyksemme mukaan Administerin osake on tällä hetkellä selvästi aliarvostettu, minkä takia aloitamme seurannan osta-suosituksella. Tavoitehintamme asetamme 4,0 euroon, missä osakkeen arvostus on edelleen maltillinen mutta mielestämme linjassa kannattavuuskäänteeseen liittyvien riskien kanssa. Viime vuosina Administer on mielestämme ollut selkeä alisuorittaja emmekä ole toistaiseksi nähneet yhtiön potentiaalia. Tämän potentiaalın realisoitumiseen liittyy luonnollisesti merkittävää epävarmuutta, mutta nykykursilla negatiiviset riskit (alisuorittamisen jatkuminen pitkällä aikavälillä) ja positiiviset mahdollisuudet (kannattavuuden merkittävä parantuminen) ovat mielestämme vinoutuneet positiiviselle puolelle. Jos yhtiö ei onnistu operatiivisessa parantamisessa, arvo voi lopulta purkautua myös yritysjärjestelyiden kautta.

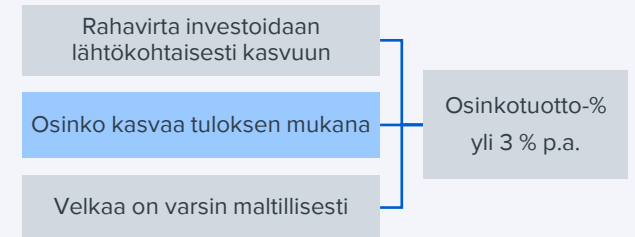
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

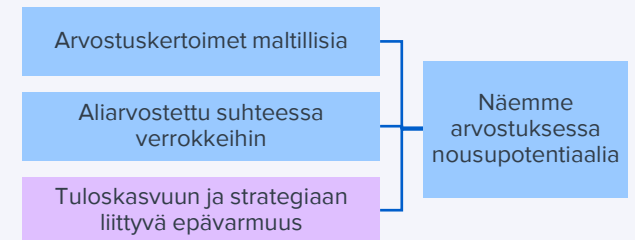
Tuloskasvun ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus: yli 20 % seuraavan 12 kk:n aikana

DCF-laskelma

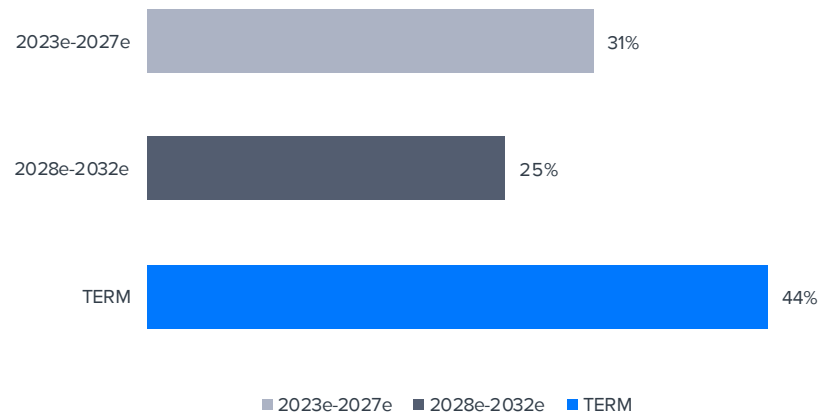
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	25,9 %	50,7 %	4,4 %	4,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,2 %	2,2 %	3,9 %	5,9 %	7,2 %	7,4 %	7,8 %	6,8 %	6,4 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	0,1	1,7	3,2	5,1	6,5	7,1	7,8	7,1	6,9	6,6	6,8	
+ Kokonaispoistot	3,6	5,0	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	5,3	5,4	5,5	2,3	
- Maksetut verot	-0,4	-0,9	-1,2	-1,7	-2,0	-2,2	-2,3	-2,2	-2,1	-2,1	-1,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-1,7	2,4	1,0	-0,6	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,6	8,1	7,9	7,7	9,8	10,4	11,0	10,5	10,4	10,2	7,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-24,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-20,8	6,5	6,2	5,9	7,9	8,4	8,9	8,4	8,4	8,2	5,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-20,8	6,5	6,2	3,9	7,9	8,4	8,9	8,4	8,4	8,2	5,8	83,4
Diskontattu vapaa kassavirta		6,2	5,4	3,1	5,8	5,6	5,5	4,7	4,3	3,9	2,5	36,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		83,5	77,3	71,9	68,8	63,0	57,4	51,8	47,1	42,8	38,8	36,3
Velaton arvo DCF		83,5										
- Korolliset velat		-16,4										
+ Rahavarat		4,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		72,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,1										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain

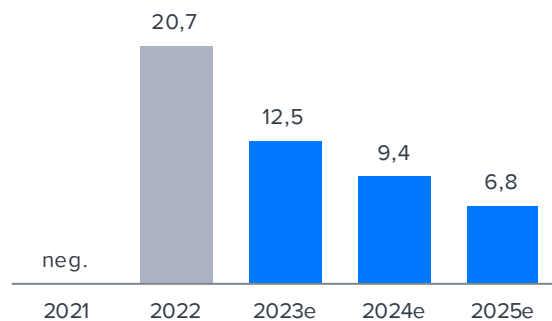


Arvostustaulukko

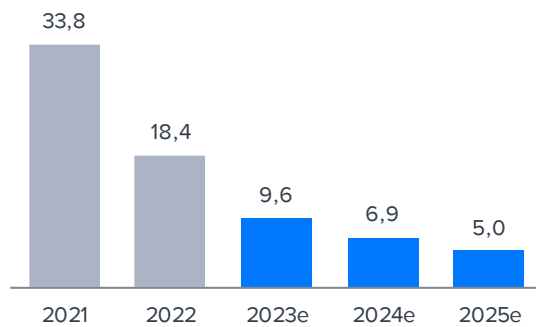
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				4,20	2,66	3,27	3,27	3,27	3,27
Osakemäärä, milj. kpl				14,2	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Markkina-arvo				60	38	47	47	47	47
Yritysarvo (EV)				51	49	53	48	44	39
P/E (oik.)				neg.	20,7	12,5	9,4	6,8	5,7
P/E				neg.	neg.	neg.	38,0	14,8	10,6
P/Kassavirta				neg.	neg.	7,2	7,6	12,0	5,9
P/B				1,8	1,2	1,5	1,5	1,4	1,3
P/S				1,4	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto				1,2	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)				22,6	13,0	7,8	5,9	4,4	3,3
EV/EBIT (oik.)				33,8	18,4	9,6	6,9	5,0	3,8
Osinko/tulos (%)				0,0 %	neg.	neg.	133,9 %	72,4 %	61,2 %
Osinkotuotto-%				0,0 %	1,9 %	2,7 %	3,5 %	4,9 %	5,8 %

Lähde: Inderes

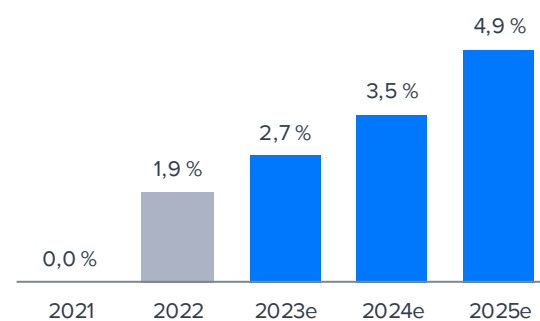
P/E (oik.)



EV/EBIT (oik.)



Osinkotuotto-%



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	43,7	41,9	52,8	79,6	83,0	EPS (raportoitu)	0,20	-0,13	-0,05	0,00	0,09
Käyttökate	4,4	2,3	3,8	6,7	8,2	EPS (oikaistu)	0,30	-0,02	0,13	0,26	0,35
Liikevoitto	2,9	0,1	0,1	1,7	3,2	Operat. kassavirta / osake	0,48	0,28	0,11	0,56	0,55
Voitto ennen veroja	2,6	-1,7	-0,3	1,0	2,5	Vapaa kassavirta / osake	0,33	-0,58	-1,45	0,45	0,43
Nettovoitto	2,0	-1,8	-0,7	0,0	1,2	Omapääoma / osake	0,98	2,28	2,24	2,19	2,19
Kertaluontoiset erät	-1,0	-1,5	-2,5	-3,8	-3,8	Osinko / osake	0,00	0,00	0,05	0,09	0,12
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	24,5	47,2	66,0	68,1	64,1	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	-4 %	26 %	51 %	4 %
Oma pääoma	9,5	32,3	32,1	31,4	31,4	Käyttökateen kasvu-%	50 %	-49 %	67 %	79 %	22 %
Liikearvo	14,0	23,3	42,1	38,3	34,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	107 %	-61 %	78 %	106 %	27 %
Nettovelat	5,5	-8,8	11,9	6,8	2,4	EPS oik. kasvu-%	107 %	-108 %	-632 %	105 %	33 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	10,2 %	5,4 %	7,1 %	8,5 %	9,9 %
Käyttökate	4,4	2,3	3,8	6,7	8,2	Oik. Liikevoitto-%	8,8 %	3,6 %	5,1 %	6,9 %	8,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,6	-1,7	2,4	1,0	Liikevoitto-%	6,6 %	0,1 %	0,2 %	2,2 %	3,9 %
Operatiivinen kassavirta	4,6	4,0	1,6	8,1	7,9	ROE-%	23,1 %	-8,6 %	-2,2 %	0,0 %	3,9 %
Investoinnit	-1,3	-12,3	-24,4	-1,6	-1,7	ROI-%	18,3 %	0,2 %	0,3 %	3,9 %	7,8 %
Vapaa kassavirta	3,2	-8,3	-20,8	6,5	6,2	Omavaraisuusaste	38,7 %	68,5 %	48,7 %	46,2 %	49,0 %
						Nettovelkaantumisaste	58,4 %	-27,2 %	37,0 %	21,6 %	7,8 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,1	1,2	0,9	0,7	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	10,6	22,6	13,0	7,8	5,9						
EV/EBIT (oik.)	12,3	33,8	18,4	9,6	6,9						
P/E (oik.)	14,3	neg.	20,7	12,5	9,4						
P/B	4,4	1,8	1,2	1,5	1,5						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,9 %	2,7 %	3,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.6.2023	Osta	4,00 €	3,27 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**