

Admicom

Yhtiöraportti

19/5/2020

Poikkeuksellinen omistaja-arvon kasvattaja

Nostamme Admicomin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehinnan 83,0 euroon (aik. 75,0 euroa). Odotamme yhtiön jatkavan koronahuolien keskelläkin voimakasta arvonluontia pitkälle tulevaisuuteen, minkä vuoksi olemme valmiita katsomaan läpi sormien lyhyellä aikavälillä haastavaa arvostusta. Voimakkaan arvonluonnin mahdollistaa markkinatrendien luomat vahvat kasvumahdollisuudet, korkeiden skaalaetujen myötä erittäin kannattava liiketoimintamalli, sekä vahvat kilpailuedut. Ennustamme yhtiön tuloskasvun yltävän lähivuosinakin yli 30 %:iin vuosittain, mihin antaa näkyvyyttä aiemmat näytöt kasvusta sekä jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoimintamalli. Arviomme yhtiön kasvupotentiaalista ovat nousseet merkittävästi, mikä on koronapandemian kohottamista suhdanneriskeistä huolimatta nostanut arviotamme yhtiön käyvästä arvosta.

Admicom on voimakkaasti kehittyvän pk-sektorin SaaS-toiminnanohjausjärjestelmämarkkinan edelläkävijä

Admicom on pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmän toimittaja. Yhtiön asiakastarpeen mukaan skaalautuvana SaaS-ohjelmistona tarjottavan ratkaisun ydinajatus perustuu pitkälle vietyyn automaatioon sekä Suomen markkinan toimialakohtaiset erityispiirteet laaja-alaisesti huomioivaan kokonaisratkaisuun. Talotekniikka-, rakennus- tai teollisuusalan pk-yritys saa kattavasti kaikki liiketoiminnan sovellukset yhdestä ohjelmistosta. Ohjelmisto tuo pk-yrityksen liiketoimintaan johdolle reaaliaikaisen näkyvyyden sekä merkittävää tehokkuutta, jolla tarve hallintoon pienenee merkittävästi ja tehokkuus kasvaa. Erikoistuminen pk-segmenttiin tekee tuotteesta hyvin monistettavan ja skaalautuvan sekä myynnistä ERP-ohjelmistoksi nopean ja yksinkertaisen.

Kohdemarkkinat tarjoavat vahvat kilpailuedut omaavalle Admicomille runsaasti mahdollisuuksia

Admicomin markkinakasvua ja -potentiaalia ohjaa yhtiön kohdesegmenttien matala digitalisaation aste sekä kasvava tarve tuottavuutta parantaville ratkaisuille. Samaan aikaan Admicomin kasvua tukee yritysohjelmistojen kiihtyvä siirtymä vanhan sukupolven ohjelmistoista SaaS-ratkaisuihin, jossa suhteessa yhtiöllä on rajallisesti kilpailijoita. Yhtiöllä on siten hyvät edellytykset jatkaa kohdemarkkinoiden valtaamista asiakkaiden siirtyessä SaaS-ratkaisuihin. Yhtiön kilpailuedut ovat mielestämme poikkeuksellisen vahvoja johtuen voimakkaasta toimialafokuksesta, laaja-alaisuudesta, sekä ratkaisun pitkälle viedystä automaatiosta ja skaalautuvuudesta.

Voimakkaan ja kannattavan kasvun polkua jäljellä vielä vuosiksi eteenpäin

Admicom on vahvan skaalautumisen myötä nykyisellään jo erittäin kannattava (EBITDA-% >40 %), vaikka yhtiö yltää edelleen yli 30 %:n liikevaihdon kasvuun. Näkemyksemme mukaan yhtiö voi ylläpitää vahvaa kasvua vielä vuosia ottamalla haltuun nykyisiä kohdemarkkinoita, joiden arvo (n. 185 MEUR) on yhtiön strategisten valintojen myötä kasvanut huomattavasti. Vahvasta kasvusta huolimatta Admicom hallitsee kohdemarkkinastaan vasta noin 10 %:n osuutta, joten näemme yhtiöllä potentiaalia vielä yli 4-kertaistaa liikevaihto tämän vuosikymmenen aikana.

Vahva pitkän aikavälin arvonluontikyky painaa vaakakupin positiiviselle puolelle

Admicomin arvostus on 2020e tulostasoon suhteutettuna vaativa (P/E 50x, EV/EBIT 40x), kun korona himmentää kasvunäkymiä ja Tocoman-yrityksoston potentiaali realisoituu vasta osittain. Yhtiön vahvaan tuloskasvuun (CAGR EPS, 2020e-2023e +32 %) ja liiketoimintamallin defensiivisyyteen suhteutettuna näemme kuitenkin korkean arvostuksen perusteltuna. Vuoteen 2023 katsottaessa arvostus näyttää jo huomattavasti siedettävämmältä (2023 oik. P/E 23x), mikä heijastelee yhtiön voimakasta omistaja-arvon luontikykyä, jonka sivusta seuraaminen on osoittautunut historiassa huonoksi strategiaksi.

Analytiikot



Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Vähennä)



83,0 EUR

(aik. 75,0 EUR)

Osakekurssi: 79,4 EUR

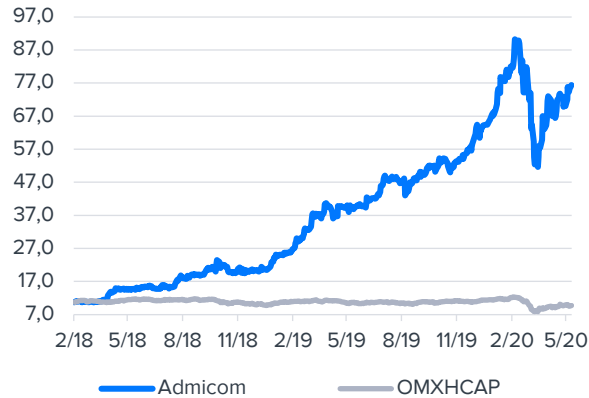
Potentiaali: 5 %

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	15,6	22,6	28,4	35,7
kasvu-%	37 %	44 %	26 %	25 %
EBIT oik.	6,7	9,2	12,4	16,1
EBIT-% oik.	42,6 %	40,9 %	43,5 %	45,2 %
Nettotulos	5,3	6,5	8,7	11,8
EPS (oik.)	1,10	1,51	2,04	2,64
P/E (oik.)	58,4	52,4	38,9	30,0
P/B	19,3	17,5	15,0	12,4
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,3 %	1,6 %	2,3 %
EV/EBIT (oik.)	44,7	40,8	30,1	22,6
EV/EBITDA	41,7	38,4	29,4	22,3
EV/Liikevaihto	19,1	16,7	13,1	10,2

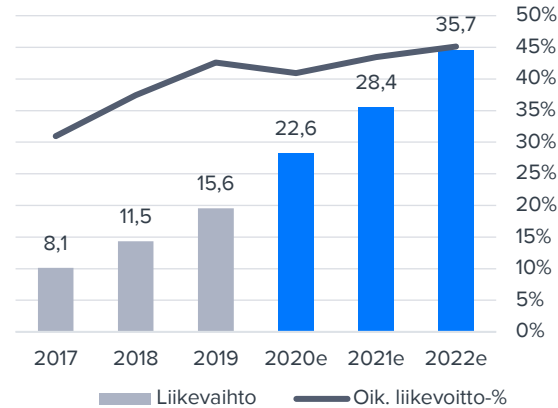
Lähde: Inderes

Osakekurssi



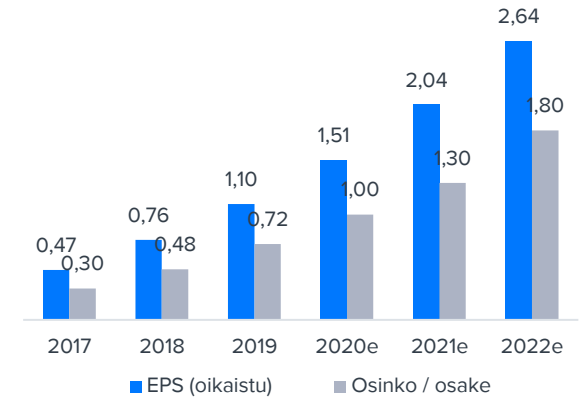
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%

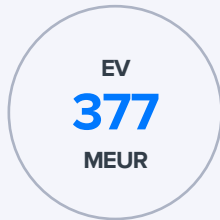


Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahvat ja selkeät kilpailuedut ydinmarkkinoilla
- Skaalautuva ja toistuvaan laskutukseen perustuva liiketoimintamalli
- Vahva asiakaspito (liiketoimintakriittinen järjestelmä asiakkaille)
- Kasvava kysyntä SaaS-ratkaisuille
- Erinomainen track-record kasvusta ja kannattavuudesta
- Yrityssostot

Riskitekijät

- Kohdetoimialojen suhdannevaihtelut voivat heikentää kasvua
- Suuren kilpailijan mahdolliset panostukset Admicomin fokusalueille
- Uusille alueille (kansainvälistyminen, uudet toimialat) laajentumisen epäonnistuminen
- Yrityskauppojen riskit
- Teknologian tai tietoturvan kautta realisoituvat maineriskit

Arvostus

- Arvostus vaativa, mutta perusteltavissa voimakkailla tuloskasvunäkymillä
- Liikevaihdon ja kannattavuuden ennustettavuus hyvä
- SaaS-yhtiöiden valuuaatio ja kassavirtaskenaariot tukevat arvostusta
- Voimakkaasti kasvava osinkovirta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Markkinat	15-17
Kilpailukenttä	18-20
Strategia	21-23
Historiallinen kehitys	24-25
Ennusteet	26-28
Sijoitusprofiili	29-30
Arvonmääritys	31-36
Taulukot	37-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Admicom lyhyesti

Admicom on vuonna 2004 perustettu suomalainen SaaS-mallilla (Software-as-a-service) toimiva talotekniikan, rakentamisen ja teollisuuden pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmän (ERP) toimittaja.

2004

Perustamisvuosi

2018

Listautuminen

15,6 MEUR (+37 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

+35 %

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu viim. 5 vuotta

7,2 MEUR (46 % lv:sta, +49 % vs. 2018)

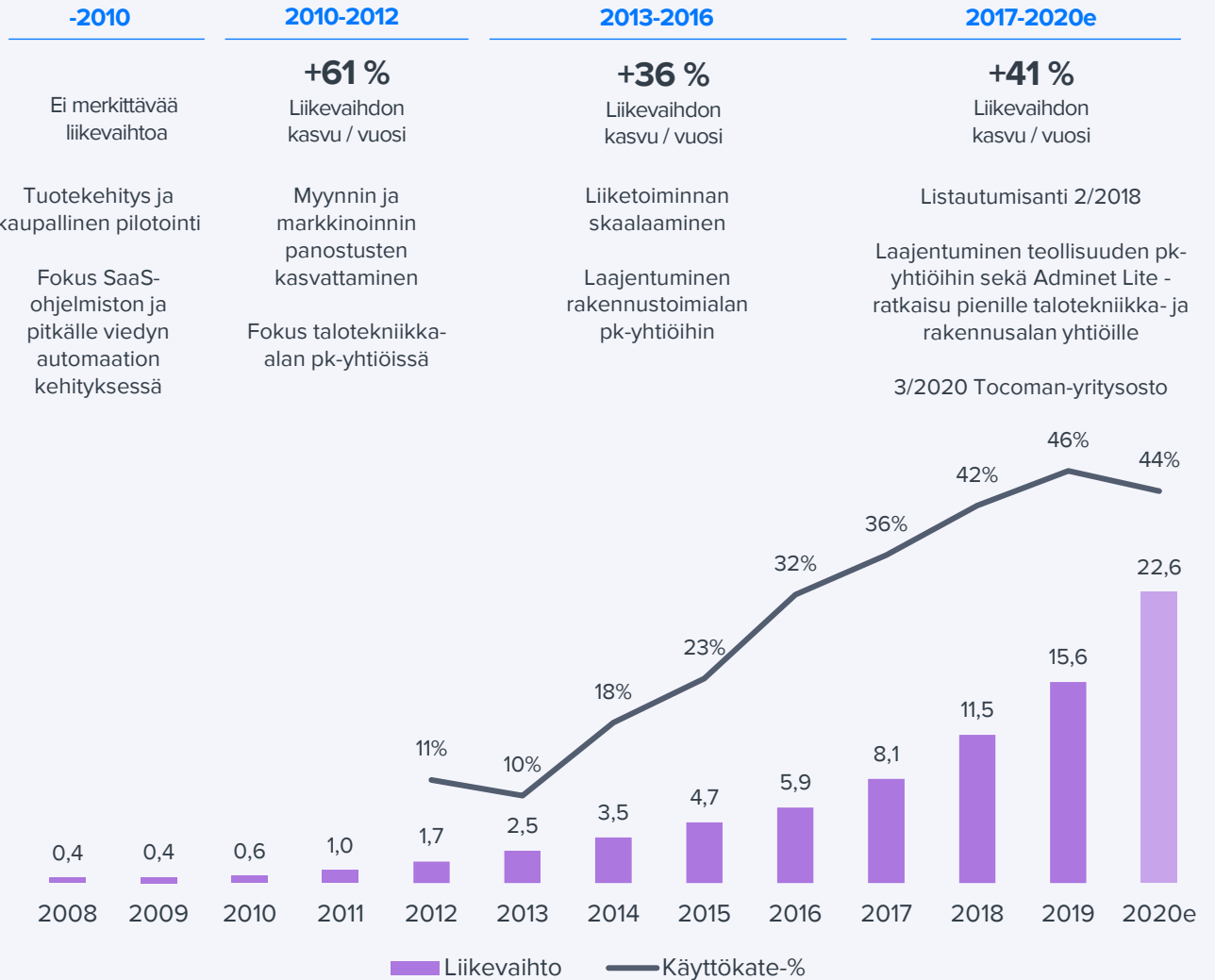
Käyttökate, 2019

145

Henkilöstö 2019 lopussa

89 %

Toistuvan kuukausilaskutuksen osuus liikevaihdosta 2019



Kumppanit



Pankkiyhteyst



Verkkolaskuyhteyst



Tuote- ja hintatiedot
materiaalitoimittajilta



Viranomaisyhteyst



Web service -rajapinnat

Toiminnot

Tuotekehitys
(n. 15 % *)



Palvelut & koulutus
(n. 60 % *)



Myynti ja markkinointi
(n. 20 % *)



Hallinto
(n. 5 % *)



* Osuus Admicomin henkilöstöstä
12/2019

Ratkaisut

Adminet-ohjelmisto

- Laskutyöt ja projektit
- Tuotannonohjaus
- Hinnastot
- Talous- ja palkkahallinto
- Seuranta, raportointi ja tiedonhallinta

Adminet tuki- ja koulutuspalvelut

Admicom tilitoimistopalvelut

Tocoman-ohjelmisto (2020-)

Rakennusalan kustannuslaskennan,
aikataulutuksen, BIM:n ja kustannus-
seurannan ohjelmistoratkaisu

Liiketoimintaidea

**Admicom automatisoi työmaan,
tuotannon ja toimiston rutiineja
saumattomasti taloushallintoon asti.**



- Pilvipohjainen ohjelmisto (SaaS)
- Automatisoi manuaaliset prosessit
- Kaikki sovellukset saumattomasti integroituna yhdessä järjestelmässä
- Reaaliaikainen näkyvyys tuloksen, projektien ja kassavirtojen kehitykseen, sekä nopea raportointi

Myyntikanavat



Uusiasiakashankinta
(oma myynti)

Laajennukset olemassa
olevaan asiakaskuntaan ↗ ↘

Kilpailu

ERP-
yleisohjelmistot

Visma Nova ja L7
VISMA

CGI
C9000

oscar
software

ecom

Toimialakohtaiset
kilpailijat

Pajadata

JYDACOM

lemonsoft

**Sekalaiset
ohjelmistoratkaisut**

Asiakassegmentit



Talotekniikka
48 %
(35 %)



Rakentaminen
43 %
(44 %)



Teollisuus 4 %
(17 %)

Muut 5 %

Suluissa osuus Admicomin uusmyynnistä 2019

Kustannusrakenne

145 hiö (12/2019)
-9,1 m€ (2019)



Henkilöstökulut
(67 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut
(6 %)



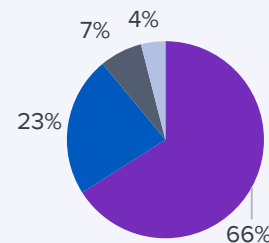
Liiketoiminnan muut kulut
(21 %)

Poistot
(6 %)

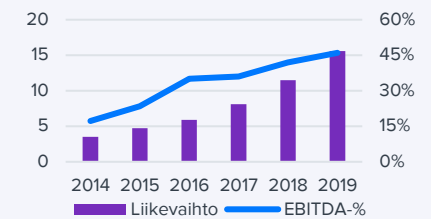
Lähde: Inderes, Admicom

Tulovirrat

Liikevaihto 15,6 m€
EBITDA 7,2 m€ (2019)



■ SaaS-palvelut
■ Tilitoimisto-
palvelut
■ Koulutus- ja
konsultointi-
palvelut



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Admicomin tausta ja historia

Admicom on vuonna 2004 perustettu, Suomen markkinoille keskittynyt SaaS-mallilla toimiva pk-yrityksille suunnattujen toimialakohtaisten toiminnanohjausratkaisujen (ERP) toimittaja. Tuotteen kehittäjätiimi rakensi menestyksekkään aiemman sukupolven ERP-ohjelmiston (Liinos), joka myytiin Vismalle vuonna 2002. Vuonna 2004 tiimi lähti rakentamaan uuden sukupolven ratkaisua, joka rakennettiin alusta lähtien skaalautuvaksi pilvipalveluksi. Tämä oli ratkaiseva strateginen valinta, sillä pilviohjelmistojen suosio on nyt 15 vuotta myöhemmin lyönyt vahvasti läpi. Yhtiön menestystekijöitä ovat myös vahva toimialaosaaminen sekä pitkälle viety automaatio.

Yhtiön t&k-vaihe kesti peräti 6 vuoden ajan noin 10 henkilön tiimillä. Admicom ei lähtenyt kaupallistamaan tuotetta hätiköiden, vaan kehitti sitä muutamien asiakkuuksien avulla kärsivällisesti riittävän kypsään ja voimakkaan skaalautuvuuden mahdollistavaan vaiheeseen. Vuonna 2010 yhtiön painopiste siirtyi kehittämisestä kaupallistamiseen, joka aloitettiin talotekniikkatoimialan pk-yritysten erityistarpeisiin suunnatulla ratkaisulla, jossa yhtiö alkoi nopeasti voittamaan markkinaa edeltävän sukupolven ohjelmistoilta ja sekalaisista ohjelmistoista koostuneilta ratkaisuilta. Admicomin ydintuote on toimintalogiikkansa ansioista laajennettavissa suhteellisen kevyin t&k-panostuksin useille talotekniikan kanssa rinnakkaisille toimialoille. Vuonna 2013 yhtiö laajeni talotekniikasta rakentamisen segmenttiin ja vuonna 2017 edelleen teollisuuden ratkaisuihin.

Admicom tänään

Admicomin siirtyminen kaupallistamisvaiheeseen onnistui erinomaisesti. Yhtiön liikevaihto on kasvanut viimeisen 5 vuoden ajan orgaanisesti keskimäärin 35 % vuodessa. Samalla Admicom on saavuttanut voimakkaan skaalautumisen vaiheen, minkä ansiosta yhtiön kannattavuus on noussut erinomaiselle tasolle. Vuonna 2019 yhtiön liikevaihto kasvoi 37 % 15,7 MEUR:oon ja käyttökate oli 7,2 MEUR, eli 46 % liikevaihdosta.

Admicomin ydinkohderyhmää ovat talotekniikan, rakentamisen ja teollisuuden toimialojen pk-yritykset (liikevaihto 1-5 MEUR). Tässä kohderyhmässä on muodostunut selkeä tarve kokonaisvaltaisille toiminnanohjauksen ratkaisuille, eikä ohjelmistolta edellytetä pitkälle vietyä räätälöitävyyttä. Näin kohderyhmälle voidaan tarjota hyvin skaalautuvaa, modulaarista, vakioitua ja automatisoitua ohjelmistoratkaisua.

Admicom on saavuttanut ydinkohderyhmässään jo vahvan markkina-aseman. Lisäksi Admicom on laajentunut onnistuneesti teollisuuden asiakkuuksiin ja kehittänyt ratkaisun pienten talotekniikka- ja rakennusalan yhtiöiden tarpeisiin, jotka luovat yhtiölle uuden kasvun tukijalan tuleville vuosille. Lisäksi vuoden 2020 alussa tehty Tocoman-yritysosto avaa yhtiölle mahdollisuuden kasvattaa ydinkohderyhmille tarjottavia palveluita sekä laajentaa fokusta entistä suurempiin asiakkuuksiin.

Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja yhtiö työllisti vuoden 2019 lopussa 145 henkilöä. Henkilöstökustannusten kasvu on kuitenkin ollut selvästi liikevaihdon kasvua hitaampaa, mikä on hyvä osoitus yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuudesta.

Tuote ja liiketoimintaidea

Admicomin ohjelmistoratkaisun, eli Adminetin ydinajatus perustuu 1) skaalautuvuuden, ajantasaisuuden ja paikkariippumattomuuden mahdollistavaan SaaS-ohjelmistoon, 2) rutiinoiden pitkälle vietyyn automatisaatioon, 3) modulaariseen kokonaisratkaisuun ja 4) liiketoiminnan tietojen ja raportoinnin reaaliaikaisuuteen.

Adminet on puhdasverinen pilvipalvelu, joka mahdollistaa perinteisiä ohjelmistoratkaisuja nopeamman ja kustannustehokkaamman käyttöönoton ja ylläpidon, jatkuvan ajantasaisuuden, sekä paikkariippumattomuuden. Tämä on luonut Adminetille merkittävää kilpailuetua perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin nähden. Myös vuoden 2020 alussa Admicomiin liitetyn Tocomanin ratkaisu on siirretty pilvipalvelupohjaiseksi, mutta osa asiakkuuksista käyttää edelleen aiemman sukupolven ratkaisua.

Admicom tarjoaa ominaisuuksiltaan hyvin kattavaa kokonaisratkaisua, josta asiakas saa kaikki toiminnanohjauksen sovellukset ilman, että useita järjestelmiä tarvitsee integroida tai tietoja tarvitsee siirrellä järjestelmistä toiseen. Admicomin mukaan se pystyy korvaamaan parhaimmillaan jopa kymmeniä erillisjärjestelmiä asiakkaalta.

Järjestelmä perustuu myös täysin paperittomaan hallintoon, kirjanpitoon ja raportointiin. Nämä tekijät tuovat pk-yrityksen toimintaan merkittävää tehokkuutta, jolla tarve hallintoa pyörittävälle konttorityöntekijälle voi poistua jopa kokonaan ja johdon hallinnon työmäärä laskee merkittävästi. Yhtiön mukaan sen ohjelmiston tehokkuusvaikutus on ollut monille asiakkaille useita henkilötyövuosia.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Neljäs Adminetin etu on jatkuva ja reaaliaikainen näkyvyys yrityksen toimintaan, mikä tehostaa johtamista ja toiminnan tehokkuutta sekä nopeuttaa viranomaisvaatimusten täyttämistä. Järjestelmän automatisoidun laskennan ansiosta operatiivinen laskenta ja kirjanpidon laskenta täsmäävät jatkuvasti, minkä myötä läpinäkyvyys kasvaa ja virheiden määrä vähenee.

Adminetin sisältämiä toiminnallisuuksia ovat muun muassa tarjouslaskenta, tuotannonohjaus, projektihallinta, kuluvalvonta, raportointi, tuotetiedon hallinta, kirjanpito, laskutus, projektilaskenta, dokumentinhallinta ja palkkahallinto. Ohjelmisto sisältää myös valmiit integraatiot pankkiyhteyksiin, viranomaisilmoituksiin, verkkolaskuoperaattoriin sekä rakennustuotteiden hintatietojen rajapintoihin. Tocoman-yrityksoston myötä ratkaisu laajeni myös kustannuslaskennan, tietomallintamisen ja aikatauluttamisen alueilla.

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Admicom on perustaltaan puhdas ohjelmisto-/tuoteyhtiö, mutta ratkaisuun liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Yhtiö tarjoaa esimerkiksi ohjelmiston käyttöönottoprojektin ja koulutuksen palveluna, sillä ohjelmiston hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Koulutus- ja konsultointipalveluiden osuus liikevaihdosta oli noin 7 % vuonna 2019 ja muiden oheispalveluiden 4 %. Normaalin asiakastuen yhtiö tarjoaa osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja.

Admicom tarjoaa asiakkailleen myös tilitoimistopalvelua (23 % liikevaihdosta vuonna 2019). Tilitoimistopalveluiden rooli on tukea ohjelmiston tuotekehitystä etenkin

prosessiautomaatiossa ja ohjelmistopalveluiden myynnissä, kun asiakas haluaa kokonaisvaltaisen palvelukokonaisuuden. Kun tilitoimistotyötä tehdään saman katon alla, Admicomin tuotekehityksellä on jatkuva näkyvyys siihen, mitä työvaiheita prosesseissa kannattaa seuraavaksi ryhtyä automatisoimaan. Oma tilitoimisto tarjoaa siten eräänlaisen kehityslaboratorion kehitykseen.

Asiakas voi käyttää Admicomin ohjelmistoa itse, hyödyntäen omaa tilitoimistoaan tai Admicomin tilitoimistoa. Admicom ei siten pyri kilpailemaan suoraan tilitoimistopalveluissa, vaan tarjoamaan Adminet-ohjelmiston tilitoimiston ja yritysasiakkaan työkaluksi osana kokonaisuutta. Kyky tarjota ohjelmistot ja tilitoimistopalvelut yhdessä on kuitenkin yksi kilpailutekijä yhtiölle. Admicomin SaaS-asiakkaista noin reilu kolmannes käyttää myös yhtiön tilitoimistopalveluita.

Kohderyhmät

Admicom on fokusoitunut palveluillaan asiakaskokoluokkaan ja -profiiliin, jossa tuotetta pystytään vakioimaan ja automatisoimaan mahdollisimman pitkälle. Käytännössä tämä tarkoittaa ydinkohderyhmäksi alle 5 MEUR:n liikevaihtoluokassa toimivia yhtiöitä. Admicom ottaa asiakaskohtaisia räätälöintitarpeita huomioon silloin, jos uudet ominaisuudet on monistettavissa hyödyntämään laajasti Adminetin asiakaskuntaa. Jokaisella asiakkaalla on kuitenkin joissain määrin omat liiketoiminnan fokusalueet ja prosessit. Siten ohjelmiston toimintojen kattavuus ja modulaarisuus on tärkeää, kun pyritään saavuttamaan johtava markkina-asema.

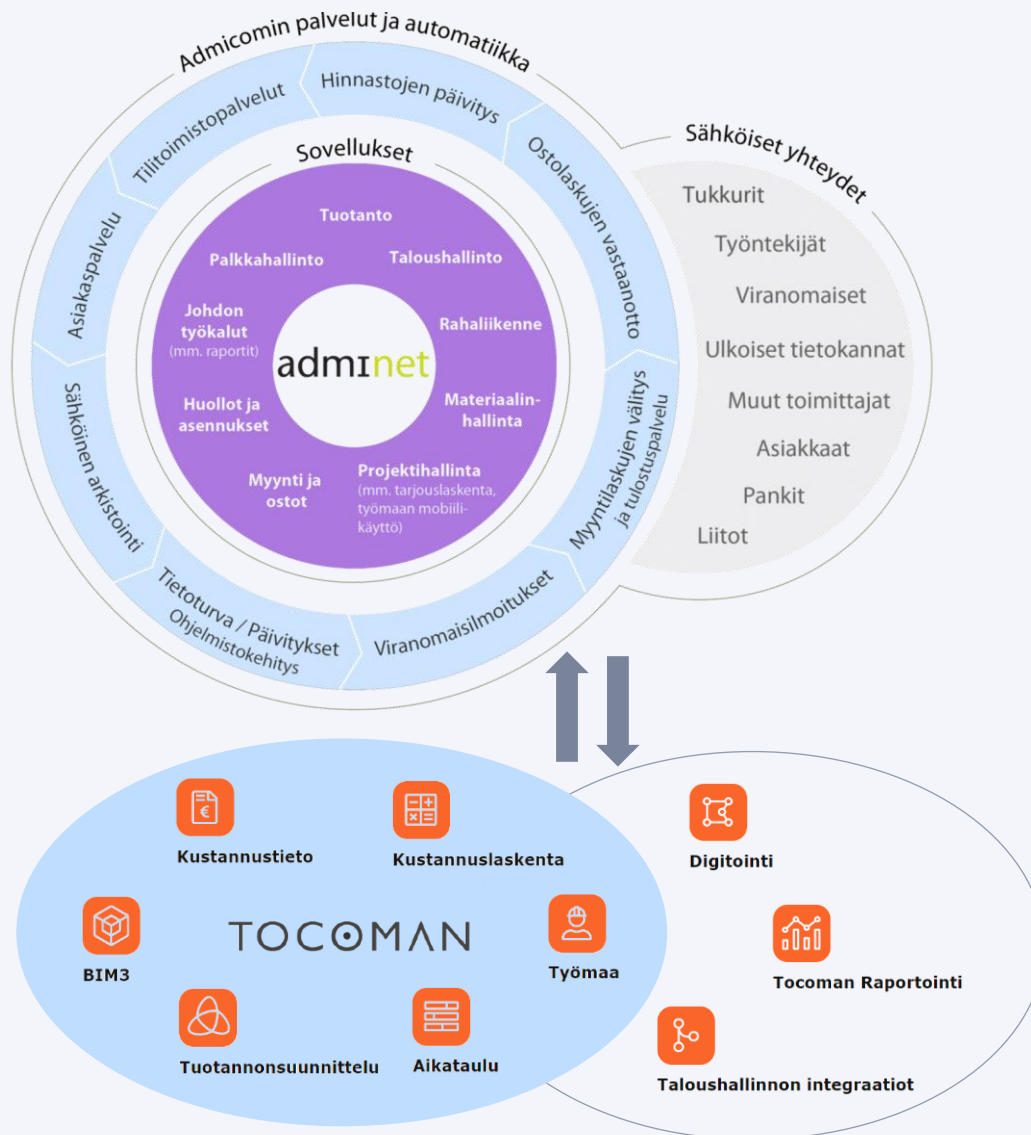
Suuryhtiöt (yli 50 MEUR liikevaihto) eivät ole perinteisesti olleet Admicomin pääfokuksessa, sillä ne edellyttävät ohjelmistoilta useimmiten

mittavaa räätälöintiä ja integraatioita. Yhtiöllä on kuitenkin joitain asiakkaita 25-75 MEUR kokoluokassa ja kiinnostus suuryhtiöiden puolelta Adminettiä kohtaan on viime vuosina kasvanut. Vuonna 2020 Admicomiin liitetyn Tocomanin ohjelmistoratkaisut ovat sen sijaan laajasti käytössä myös suuremmissa yhtiöissä, joten suurten yhtiöiden rooli ja potentiaali on Admicomille sen kautta kasvanut.

Admicom ei tee yleisohjelmistoa, vaan sen strategiana on toteuttaa tietyille toimialalle räätälöity ohjelmisto, jota voidaan laajentaa rinnakkaisille toimialoille tuotekehityksellä. Talotekniikan alueella ohjelmistossa on esimerkiksi huomioitu LVI-, sähkö- ja muun talotekniikka-alan erityispiirteet. Rakentamisen ohjelmistossa on huomioitu alan erityispiirteet, kuten projektilaskenta ja -osatuloutus, kalustonhallinta, kustannuslaskenta ja tiedonantovelvollisuus. Mobiiliratkaisulla tiedot siirretään reaaliaikaisesti työmaan ja toimiston välillä. Ohjelmistoon on myös integroitu hinnastot, josta tuotehaun avulla löytyy talotekniikka- ja rakennusalan tuotteiden toimittajat ja ajantasaiset hinnat sekä voidaan tehdä ostotilaukset. Teollisuuden ratkaisussa on huomioitu muun muassa työjonojen hallinta, tuotannonohjaus, työvaiheiden käsittely ja seuranta sekä dokumentinhallinta. Lisäksi yhtiö on kehittänyt alle 1 MEUR:n liikevaihdon yhtiöille suunnatun kevennetyn ratkaisun (Adminet Lite).

Admicom keskittyy liiketoiminnassaan tällä hetkellä vain Suomen markkinan valittuihin segmentteihin, sillä ohjelmiston vahvuus on kotimarkkinan erityispiirteet huomioiva kokonaisuus. Ohjelmistosta on kuitenkin saatavissa kieliversiot englanniksi ja ruotsiksi.

Admicomin ratkaisun kuvaus



Adminet ohjelmiston päätehtävät:

- Kaikki pk-yrityksen tarvitsemat järjestelmät koottuna yhteen
- Rutiinitöiden automaatio
- Operatiivinen ja kirjanpidollinen raportointi (osatuloutus) täsmäävät automaatiolla jatkuvasti
- Reaaliaikainen ja tarkka tiedonkulku
- Mahdollistaa täysin paperittoman hallinnon

Tocoman ohjelmiston päätehtävät:

- Rakennusalan määrä- ja kustannuslaskennan, tietomallinnuksen, aikataulujen sekä kustannusten hallinta
- Rakennusprojektin suunnittelun ohjaaminen, kokonaiskuva projektin etenemisestä sekä muutosten hallinta
- Integraatiot taloushallinnon järjestelmiin, raportointi ja viranomaisvelvoitteiden hoito

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Liiketoimintamalli

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Admicomin tuote on hyvin standardoitu sen kohderyhmiin ja se on nopea ottaa käyttöön, minkä takia sen myyntiprosessi on toiminnanohjausjärjestelmäksi varsin lyhyt ja tuotteen myynti ei vaadi tuekseen korkeapalkkaisia asiantuntijoita tai mittavaa konsultointia. Tuotteen myyntisykli on tyypillisesti muutamia kuukausia. Tuotteen ostajana on yleensä kohdeyhtiön toimitusjohtaja ja hallinto. Yhtiön kohderyhmät Suomessa ovat selkeitä ja tarkkaan rajattuja, mikä helpottaa myyntityötä. Yhtiön myynnissä ja markkinoinnissa työskentelee noin 20 % henkilöstöstä.

Toiminnanohjausjärjestelmän myynti on konsultoivaa myyntiä, minkä takia Admicom tekee myyntityötä pääasiassa omalla organisaatiolla. Yhtiö on lisäksi rakentamassa tilitoimistoille suunnattua kumppanuusmallia, jossa tilitoimistot voivat toimia pienille yhtiöille suunnatun Adminet Liten myyntikanavana.

Sopimuksen syntymisen jälkeen Admicomin oma projektitiimi lähtee toteuttamaan asiakkaalle käyttöönottoprojektia, mikä sisältää koulutuksen ja asetusmäärittelyt. Admicom laskuttaa käyttöönottoprojektista lähinnä kustannusten mukaan projektien arvojen ollessa joitain tuhansia euroja, eikä se tavoittele käyttöönottoon liittyvillä vaiheilla korkeita katteita. Asiakas saadaan tyypillisesti vietyä tuotantoon muutamien kuukausien kuluessa. Kun asiakas on tuotannossa, alkavat SaaS-maksut tuloutua. Tuotantoon siirtymisen jälkeen asiakas on vielä muutamien kuukausien projektitiimin tukemana, minkä jälkeen

se siirtyy normaalin asiakastuen piiriin.

Tuotekehitys

Admicomin tuote on perustaltaan kypsässä vaiheessa ja tuotekehityksen rooli on tällä hetkellä automatisoida manuaalisia prosesseja, rakentaa rajapintoja muihin järjestelmiin, päivittää ohjelmistoa muun muassa viranomaisten asettamien muutosten mukaan, parantaa palvelun käytettävyyttä ja mobiilikäyttöominaisuuksia, sekä kehittää kokonaan uusia sovelluksia ja ratkaisuja. Automaation ja käytettävyyteen panostamalla ylläpidetään kilpailuetua sekä skaalautuvuutta, ja uusilla sovelluksilla yhtiö pyrkii laajentumaan uusiin asiakaskohderyhmiin ja toimialoille. Yhtiön tuotekehityksessä työskentelee noin 15 % henkilöstöstä.

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdosta 66 % (2019) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan keskimääräinen asiakas tuottaa yhtiölle noin 1-2 tuhatta euroa SaaS-tuloja kuukaudessa, mikä on varsin korkea summa suhteessa esimerkiksi pelkkään kirjanpidonohjelmistoon nähden. Vuonna 2018 lanseeratun Adminet Lite -ratkaisun hinta on puolestaan noin 250-350 euroa kuukaudessa. Asiakkaan kustannusta vastaan saamaa arvoa voidaan peilata siihen, että ohjelmiston avulla keskimääräinen asiakas säästää yhden henkilötyövuoden hallintotyöstä, jonka vuosikustannus olisi moninkertainen.

Admicomilla ei ole pitkiä monivuotisia sopimuksia, mutta asiakaspoistumaa rajoittaa se, että ERP on asiakkaalle liiketoimintakriittinen järjestelmä.

Admicom on vahvasti kiinni asiakkaan ydinprosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen olisi asiakkaalle työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä rakennusosalalle tyypillisten konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta, joka on ollut alle 5 %:n tasolla vuodessa.

Toisin kuin monet taloushallinnon ohjelmistot, Admicom ei käytä transaktiopohjaista hinnoittelua. Yhtiö pyrkii asiakkaalle mahdollisimman selkeään hinnoitteluun, joka perustuu yhteen kuukausimaksuun. Hinnoittelun lähtökohtana on joustavuus asiakkaan tarpeen mukaan. Ohjelmiston kuukausihinta tarkistetaan asiakkaan käyttäjämääriin joka kuussa ja liikevaihtoon vuosittain. Tasauslasku voi olla siis kasvuyrityksessä ylöspäin ja laskevassa alaspäin, perustuen asiakkaan vuosisopimukseen. Kokonaisuutta myydään asiakaslähtöisesti, eli kullekin asiakkaalle rakennetaan omat tarpeet kattava ohjelmistokokonaisuus valmiista moduuleista. Tocomanin ratkaisun osalta hinnoittelumalli on sidottu nykyisin käyttäjien määrään, joka vaihtelee tyypillisesti hieman yli ajan mm. tarjouslaskennan henkilöstön tarpeen mukaan.

Palvelutuotot

Admicomin palvelutuotot perustuvat koulutus- ja projektikonsultointiin sekä tilitoimistopalveluihin. Arviomme mukaan yhtiön tilitoimistopalvelut ovat yhtiölle korkeasta automatisaation asteesta johtuen hyvin kannattavaa liiketoimintaa, kun taas projektimyynnillä yhtiö ei tavoittele korkeita katteita. Tilitoimistopalvelut ovat pääosin luonteeltaan jatkuvalaskutteisia. Palveluissa työskentelee noin 60 % henkilöstöstä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Skaalautuvuus ja ennustettavuus

Admicomin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien voimakas monistettavuus, skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Toistuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta on nykyisin noin 90 % ja voimakkaasti skaalautuvien SaaS-tuottojen osuus on lähes 70 % liikevaihdosta. Liiketoimintamallin voimakkaasta skaalautuvuudesta johtuen Admicomin kannattavuus on noussut viime vuosina erittäin hyvälle tasolle (EBITDA-% >40 %) sekä absoluuttisesti että erityisesti suhteessa saman kokoisiin ja nopeasti kasvaviin SaaS-yhtiöihin. Konserniin vuoden 2020 alussa liitetyn Tocomanin tuotot ovat myös pääosin jatkuvia (90 %) ja perustuvat ohjelmistojen ylläpito- ja SaaS-tuottoihin. Tocomanin kannattavuus on ollut historiassa kuitenkin selvästi Admicomin kannattavuutta matalampi (2019 EBITDA 7 %), mikä johtuu mm. yhtiön pilvipalveluihin siirtymiseen liittyvistä panostuksista.

Skaalautuvuuden ajurit

Ensimmäinen Admicomin liiketoiminnan voimakasta skaalautuvuutta tukeva tekijä on se, että Adminetin hinnoittelumalli on sidottu monilta osin asiakkaan liiketoiminnan laajuuteen. Asiakkaan liikevaihdon ja/tai henkilöstömäärän kasvaessa tai asiakkaan ottaessa käyttöön laajemmin tuotteen ominaisuuksia myös Adminetin käyttömaksut nousevat. Asiakkaan liikevaihto- ja käyttötiedot saadaan suoraan Admicomin järjestelmästä ja tasauslaskutus on automatisoitu. Tasauslaskutus ja asiakkaiden käytön laajentuminen on tuonut viime vuosina merkittävän lisän Admicomin liikevaihtoon (noin +3 %-yks.), kun yhtiön asiakastoimialojen kasvu on

ollut voimakasta ja Admicomin asiakkaiden liikevaihto on kasvanut toimialan keskimääräistä kehitystä nopeammin.

Admicomin materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina hyvin matalalla, noin 3-4 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (bruttokate 96-97 %), joten emme näe yhtiölle enää tässä suhteessa merkittävää skaalautumispotentiaalia. Pääosa materiaalit ja palvelut kuluista syntyy arviomme mukaan transaktiomaksujen ja laitemyynnin kuluista.

Yhtiön merkittävien kustannuserä on ohjelmistoyhtiöille tyypilliseen tapaan henkilöstökulut (noin 40 % liikevaihdosta), jotka voidaan jakaa karkeasti neljään osaan: 1) t&k-henkilöstön kuluihin, 2) myynti- ja markkinointihenkilöstön kuluihin, 3) tuki- ja palveluhenkilöstön kuluihin, sekä 4) hallintohenkilöstön kuluihin. Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina selvästi liikevaihdon kasvua hitaammin (keskimäärin noin 30 % vuodessa vs. 35 %:n liikevaihdon kasvu) ja yhtiön henkilöstökulut per henkilö ovat pysyneet hyvin maltillisella tasolla. Voimakasta henkilöstökulujen skaalautumista selittää nähdäksemme se, että 1) yhtiön tuote on kokonaisuutena katsoen melko kypsässä kehitysvaiheessa, eikä t&k-henkilöstön määrää ole tarvinnut kasvattaa voimakkaasti, 2) yhtiön myyntiprosessi on pitkälle standardoitu ja tuotteistettu, joten uuden myyntihenkilöstön sisäänajo on nopeaa ja henkilöstön saatavuus on ollut kohtuullisen hyvä, 3) tilitoimistopalvelujen tuotantoa on pystytty jatkuvasti tehostamaan automaation avulla, 4) yhtiön hallintorakenne ja järjestelmät ovat hyvin tehokkaat, ja 5) henkilöstöä

on sitoutettu onnistuneesti yhtiöön osakeomistusten kautta. Lisäksi henkilöstömäärän kasvu on vähentänyt hieman Admicomin aiemmin melko voimakasta uusmyynnin kausivaihtelua, kun yhtiöllä on ollut kapasiteettia asiakastyöhön ja käyttöönottoprojekteihin myös lomasesonkien aikana. Arviomme mukaan henkilöstökuluissa on nykyisellä liikevaihdon kasvunopeudella edelleen skaalautumispotentiaalia, erityisesti kun huomioidaan Tocomanin mukana tulneiden osittaisten päällekkäisyyksien karsiminen sekä myynti- ja t&k-toiminnoissa saavutettavat synergiat.

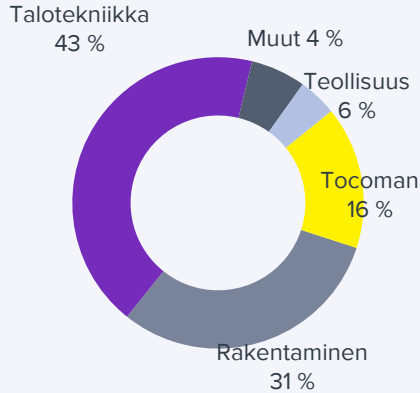
Admicomin liiketoiminnan muut kulut (pilvikapasiteetti, tilavuokrat, tilintarkastus, hallinto) ovat olleet melko vakaita suhteessa liikevaihtoon (noin 12-15 %), emmekä näe niissä merkittävää skaalautumispotentiaalia nykytasolta. Yhtiön henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä selittää niiden maltillista tasoa. Lisäksi yhtiö saa huomattavaa tehokkuusetua hallintoon sillä, että se voi hyödyntää kirjanpitoon omaa, pitkällä automatisoitua taloushallinnon järjestelmäänsä.

Admicomin liiketoimintamalli (ml. Tocoman)

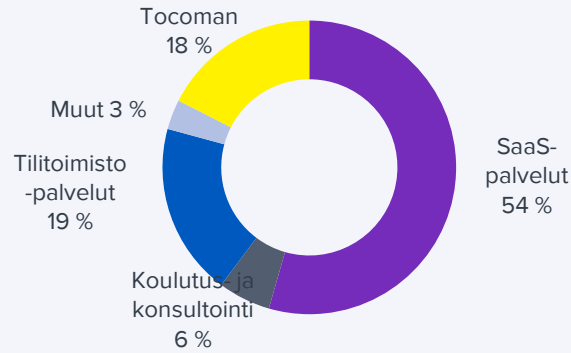
Liikevaihto (2019) *

18,9 MEUR *
(Raportoitu
15,6 MEUR)

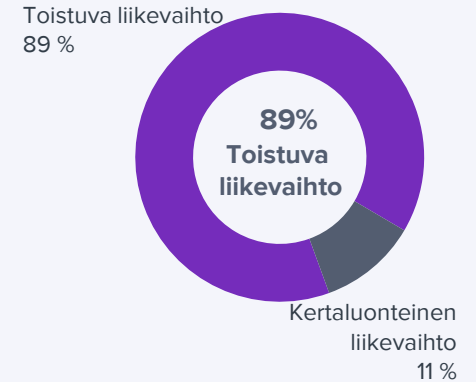
Toimialoittain *



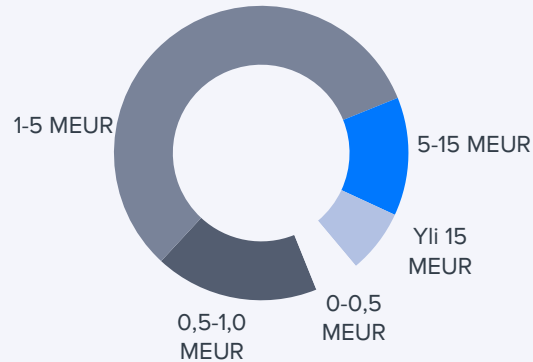
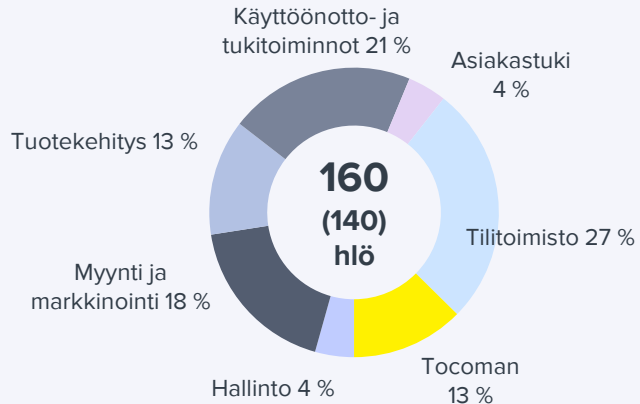
Tuottolajittain *



Toistuvat tuotot *



Henkilöstön jakauma (2019) * Asiakkaan koon mukaan (2019)



Liikevaihtotyypit

SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalveluiden tuotot

Tilitoimistopalvelut

Ydintuotetta tukevat tilitoimistopalvelut, pääosin jatkuvalaskutteista

Koulutus- ja konsultointipalvelut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönottokonsultointi ja koulutus

Muut

Laitetoimitukset ja -asennukset, läpilaskutettu sanomaliikenne.

Tocoman

Lisenssipohjaisten ohjelmistojen käyttö- ja ylläpitotuotot sekä SaaS-tuotot (90 %), sekä konsultointi- ja koulutuspalvelut (noin 10 %)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

SaaS-malli

Admicom on puhdasverinen SaaS-yhtiö

Siirtymä pilviaikakaudelle on aiheuttanut ohjelmistoteollisuudessa useilla alueilla kilpailukentän uusjaon, eikä Admicomin toimiala ole tässä suhteessa poikkeus.

Admicom on ns. ”pilviaikakaudelle syntynyt” yhtiö, jolla ei ole vanhaa lisenssipohjaista ohjelmistoteknologiaa tai liiketoimintamallia rasitteenaan, mikä on tärkeä vahvuus. Siirtymä SaaS-malliin on ohjelmistoyhtiölle usein kivulias ja pitkä, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi yhtiön toimintakulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan, tuotekehitykseen ja kassavirtoihin. Admicomiin vuonna 2020 liitetyn Tocomanin osalta siirtymä SaaS-malliin on vielä kesken, mutta teknisesti myös Tocomanin ratkaisu on jo muunnettu pilvipohjaiseksi ja laskutus on siirretty jatkuvaan sopimusmalliin.

SaaS-malli poikkeaa merkittävästi perinteisestä ohjelmistomyynnin kertalisenssimallista 1) liiketoimintamallin (esim. jatkuvat vs. kertatuotot), 2) ohjelmistojen toimitus- ja ylläpitomallin (pilvi vs. paikallinen infra) ja 3) yhtiön operatiivisen toimintamallin kautta (esim. skaalautuvuus). Näin ollen SaaS-yhtiöt eroavat perinteisistä ohjelmistoyhtiöistä tuotto-, kassavirta- ja riskiprofiililtaan.

Kasvunäkymistä ja muista SaaS-mallin hyödyistä johtuen SaaS-yhtiöitä hinnoitellaan tyypillisesti kehitysvaiheesta riippuen hyvin erilaisilla arvostuskertoimilla verrattuna perinteisiin ohjelmistotoimittajiin, joiden liiketoiminta on usein

vahvaa kassavirtaa tuottavassa ”ylläpitotilassa”.

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti kaikissa ohjelmistosegmenteissä. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 15 % vuodessa vuoteen 2022 mennessä ja ylittävän perinteisten kertalisenssi-ohjelmistoratkaisujen markkinakasvun, jonka odotetaan olevan vain muutamia prosentteja. SaaS-markkinoiden kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

- Perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin verrattuna tyypillisesti matalampi käyttöönottokynnys ja -kustannus, koska ohjelmisto voidaan ottaa selaimella käsin käyttöön ilman suuria alkuinvestointeja ja integraatioprojekteja.
- Tasaisemmat, ennakoitavammat ja liiketoiminnan volyymin mukaan joustavat ohjelmiston käytön kustannukset.
- Jatkuva kehitys ja ylläpito: SaaS-ohjelmistoa ylläpidetään ja päivitetään keskitetysti ohjelmistotoimittajan toimesta, mikä laskee asiakkaan järjestelmien ylläpitoon ja tukeen liittyviä kustannuksia. Ohjelmisto on jatkuvasti ajantasalla ja päivitetty.
- Joustavammat etä- ja mobiilikäyttömahdollisuudet.

SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- Suurempi osuus ohjelmistoratkaisun arvoketjusta ja liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä ohjelmistoratkaisua korkeammaksi.
- Kuukausimaksut tuovat liikevaihtoon ja kassavirtaan jatkuvuutta ja ennustettavuutta.
- Kustannusrakenne skaalautuu asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.
- Mahdollisuus myydä kustannustehokkaasti uusia toiminnallisuuksia olemassa olevaan asiakaskuntaan.
- Tuotekehityssyklit ja ohjelmistotuotanto nopeutuvat pienentäen asiakaspoistuvuuden riskiä, sillä ohjelmistosukupolven vaihtuminen ei muodosta epäjatkuvuuskohtaa asiakkuuteen.

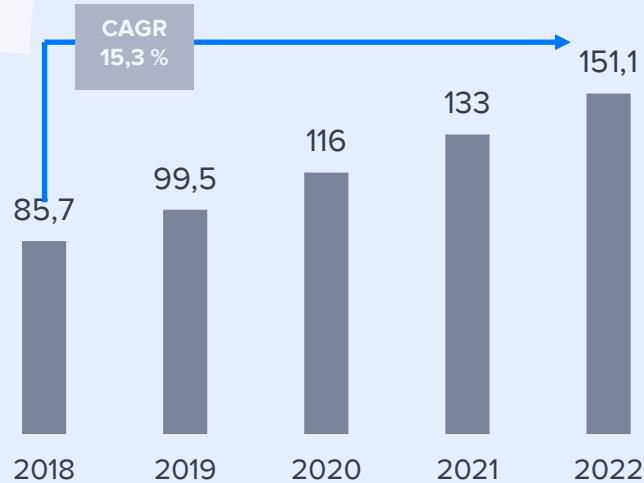
SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- Korkea kasvupotentiaali, joka syntyy ohjelmistomarkkinan transformaatiosta SaaS-malliin ja asiakkuuksien laajentumisesta.
- SaaS-yhtiöiden kannattavuuspotentiaali on korkea pitkällä aikavälillä skaalautuvuuden myötä.
- Korkea tuottojen jatkuvuus ja hyvä ennustettavuus alentaa kassavirtojen riskiprofiilia.
- Etupainoiset kustannukset suhteessa tasaisesti yli ajan kertyviin tuottoihin heikentävät SaaS-yhtiöiden kannattavuutta ja kassavirtaa voimakkaan kasvun vaiheessa.

SaaS-mallin suosion ajureita

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina

(mrd USD, Gartner, 2019)



Lähde: Inderes, Gartner

Asiakas

- Nopea ja kustannustehokkaampi käyttöönotto
 - Tasaisesti ja ennustettavasti kertyvät kulut
 - Ratkaisu skaalautuu tarpeen mukaan
 - Ei erillisiä järjestelmän ylläpito- ja päivityskustannuksia
 - Jatkuvasti ajantasainen ja päivitetty ohjelmisto
- **Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)**

Sijoittaja

- Korkea kasvupotentiaali ohjelmistojen siirtyessä pilveen
 - Kassavirrat jatkuvia ja ennustettavia
 - Skaalautuvuus mahdollistaa korkean kannattavuuden
 - Kasvuvaiheessa kannattavuus ja kassavirta heikkoja tuottoihin nähden etupainotteisten kulujen vuoksi
- **Korkeammat arvostustasot**

Ohjelmistotoimittaja

- Toistuvat ja ennustettavat tuotot sekä kassavirta
 - Matala ostokynnys ja nopeammat myyntisyklit
 - Syvemvät, pidemmät ja arvokkaammat asiakassuhteet
 - Kustannustehokkaampi operatiivinen malli
 - Skaalautuva kustannusrakenne
 - Kustannustehokas ja nopea tuotekehitys- ja päivityssykli
- **Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus**

Markkinat

Pääkohdemarkkina pk-yhtiöiden ERP-ohjelmisto

Admicomin ohjelmiston ja palveluiden kohdemarkkinat muodostuvat suomalaisten talotekniikan, rakentamisen ja teollisuuden pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmistä (ERP) ja niitä tukevista tilitoimistopalveluista.

Kohdemarkkinoiden koosta ei ole saatavilla tarkkoja laskelmia, mutta Admicomin yhtiö- ja asiakasrekistereihin perustuvan arvion mukaan yhtiön ydinkohderyhmän (noin 3800 yritystä) markkinapotentiaali on noin 50 MEUR. Pääasiassa Adminet Lite -ratkaisun kohderyhmää olevien pienten yhtiöiden (arviolta noin 13000 yritystä) markkinapotentiaali on noin 45 MEUR ja liikevaihdoltaan suurempien yhtiöiden (arviolta noin 1800 yritystä) kohdemarkkinan arvo on noin 90 MEUR. Yhteensä Admicom arvioi oman kohdemarkkinansa kooksiksi nykyisin siten noin 185 MEUR (aik. noin 130 MEUR). Toimialoittain Admicomin markkinapotentiaali jakautuu seuraavasti: Talotekniikka noin 20 % markkinasta (noin 35-45 MEUR), rakentaminen noin 40 % (75-85 MEUR) ja teollisuus 40 % (65-75 MEUR).

Admicomin arvioitu markkinaosuus on noin 20 % talotekniikassa, 8 % rakentamisessa, ja noin 1 % teollisuudessa. Ydinkohderyhmässään (1-5 MEUR yhtiöt) Admicomilla on arviolta noin 30 %:n markkinaosuus ja kokonaismarkkinasta noin 10 %.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

Arvioimme tutkimuksiin, toimialan ja kohdemarkkinan yhtiöiden liikevaihdon kehitykseen, sekä markkinan ajureihin perustuen, että Admicomin kohdemarkkinat ovat kasvussa.

Yksi tärkeimmistä toimialan kasvuajureista on

käsityksemme mukaan se, että rakennusalan tuottavuuskehitys on ollut historiallisesti hyvin heikkoa ja samaan aikaan rakennusalan yhtiöt kärsivät resurssipulasta. Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokehityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin onkin lisääntynyt.

Esimerkiksi vuonna 2016 tehdystä rakennusalan digiselvityksestä selviää, että 71% alan yrityksistä arvioi investoivansa enemmän toimintansa kehittämiseen digitaalisiin keinoin.

Lisäksi arvioimme mukaan kohdemarkkinoiden kasvunäkymiin vaikuttaa positiivisesti se, että kiinteistö-, rakennus-, metalli- ja konepaja-teollisuuden digitalisaation taso on edelleen selvästi muita toimialoja jäljessä. Esimerkiksi rakennus- ja kiinteistöalan yrityksistä vain 41 % on vuonna 2016 kertonut käyttävänsä ERP-järjestelmää paljon tai jonkin verran, ja sitä ei ollut lainkaan käytössä 42 %:lla yrityksistä.

Siirtymä pilvipalveluihin on kohdemarkkinoilla vasta alkuvaiheessa, mikä hyödyttää Admicomia

Rakennusalan ja teollisuuden yhtiöt käyttävät edelleen merkittävässä määrin vanhan sukupolven ohjelmistoja ja ohjelmistoalaa voimakkaasti muokkaava siirtymä pilvipalveluihin on Admicomin kohdemarkkinoilla edelleen alkuvaiheessa. Suomessa esimerkiksi pilvipalveluna tarjottava kirjanpito-ohjelmisto oli käytössä vain 35 %:lla teollisuuden ja 55 %:lla rakentamisen yrityksistä. Halukkuus ja valmius pilvipalveluiden käyttöönottoon on kuitenkin Suomessa korkea ja pääasiallinen pilvipalveluiden käyttöönoton este on tutkimusten mukaan tietämyksen puute.

Arvioimme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, tehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin (SaaS) tulee jatkumaan voimakkaana Admicomin kohdetoimialoilla. Admicomilla on puhtaasti pilvipalveluksi kehitetty ja tarjottava tuote, minkä vuoksi arvioimme, että markkinan siirtymä pilvipalveluihin parantaa yhtiön kasvupotentiaalia suhteessa toimialan kasvuun.

Asiakastoimialojen suhdannenäkymät

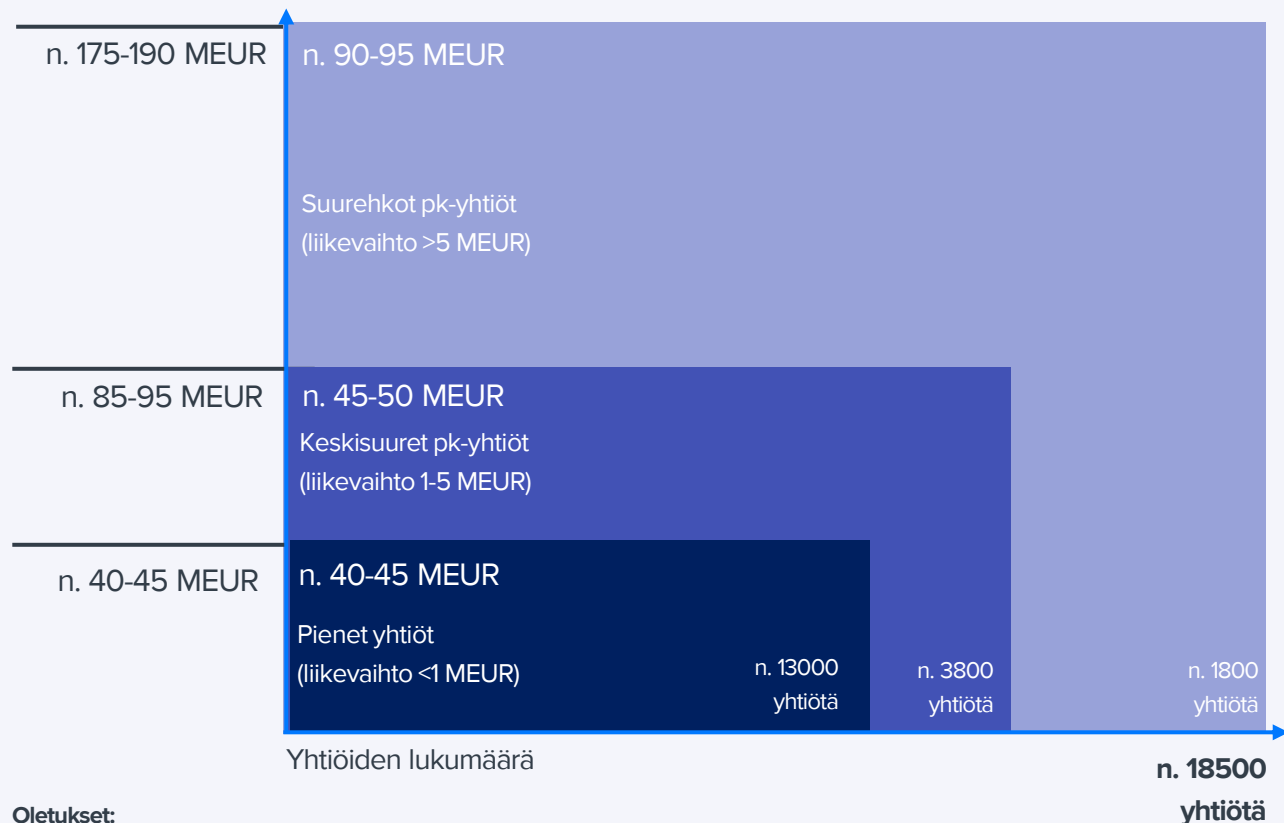
Admicomin asiakastoimialat, talotekniikka, rakentaminen ja teollisuus ovat keskimääräistä huomattavasti suhdanneherkempiä toimialoja, mikä voi arvioimme mukaan vaikuttaa merkittävästi Admicomin kohdemarkkinan ja sitä kautta yhtiön lyhyen aikavälin kasvunäkymiin.

Yhtiön asiakastoimialoilla talotekniikassa, rakentamisessa ja teollisuudessa on Suomessa edelleen kohtuullisen positiiviset suhdannenäkymät vuodelle 2020, joskin koronakriisin aiheuttama luottamuksen ja kysynnän heikentyminen vaikuttanee toimialan kehitykseen heikentävästi loppuvuoden aikana. Vuonna 2021 rakentamisen volyymien odotetaan taittuvan näillä näkymin selvään laskuun nykytasoiltaan, mikä vaikuttanee arvioimme mukaan heikentävästi myös ERP-ohjelmistojen uusmyynnin kysyntänäkymiin ja kasvattaa todennäköisesti merkittävästi rakennusalan yhtiöiden luontaista poistumaa (konkurssit, yrityskaupat).

Admicomin markkinapotentiaali

Arvio Admicomin markkinapotentiaalista ja markkinaosuuksista

Markkinapotentiaali, MEUR



Oletukset:

Keskisuurten yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 13-15 TEUR/vuosi

Pienten yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 3-4 TEUR/vuosi

Suurehkojen yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 50 TEUR/vuosi

Admicomin positio markkinalla

Admicomin vuoden 2019 noin 16 MEUR:n liikevaihdolla (19 MEUR sis. Tocoman) mitattuna yhtiön osuus arvioidusta kokonaismarkkinasta on noin 8 % (sis. Tocoman noin 10 %).

Yhtiön markkinaosuus on korkeimmillaan (noin 25 %) keskisuurten yhtiöiden segmentissä, joka muodostaa arvioilta noin 75 % yhtiön liikevaihdosta.

Sekä mikroyritysten että suurehkojen yritysten segmentissä Admicomin markkinaosuus on vielä arviomme mukaan matala (alle 5 %).

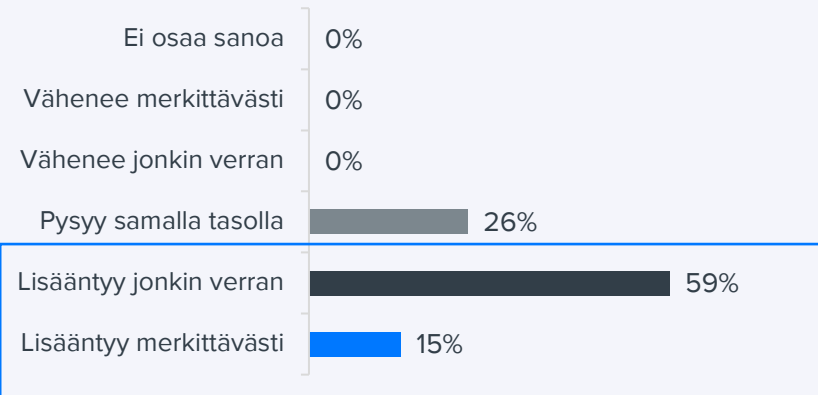
Admicomin markkinaosuudet toimialoittain:

Toimiala	Toimialan arvioitu koko	Admicom osuus-%
Talotekniikka	35-45 MEUR	20 %
Rakentaminen	75-85 MEUR	8 %
Teollisuus	65-75 MEUR	1 %

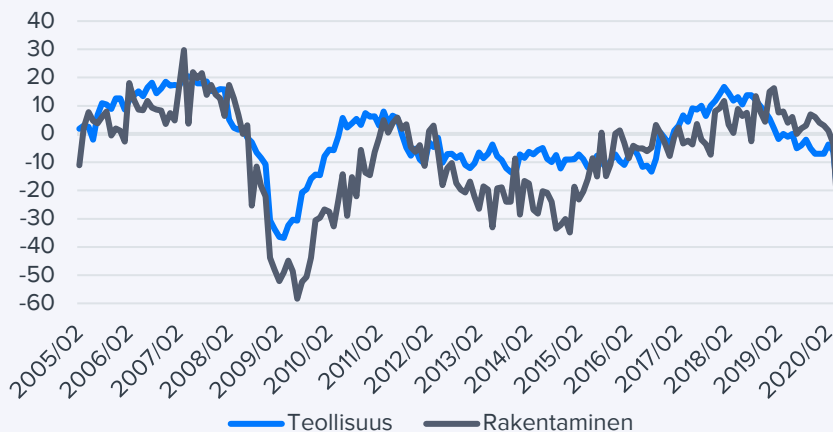
Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

Markkinan kasvuajureita

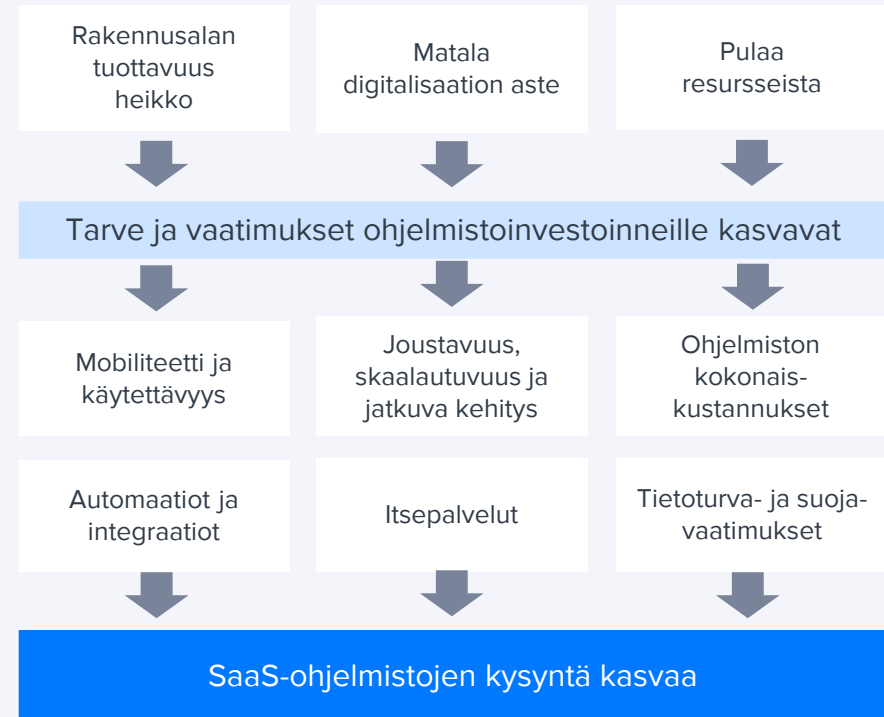
Rakennusalan digitalisaatioinvestoinnit seuraavan 3v aikana



Rakentamisen ja teollisuuden luottamusindeksit



Markkinoiden trendit



Kilpailukenttä

Markkinan kilpailutekijät

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan järjestelmiltä vaadittavan laajuuden mukaan ja sitä kautta asiakaskoon mukaan. Suurimmat yhtiöt tarvitsevat usein omiin toimintatapoihin räätälöityjä ratkaisuja, kun taas pienimmille mikroyrityksille riittää jopa yleisohjelmistojen (esim. Office, kirjanpito-ohjelma) tarjoamat perusominaisuudet. Admicom asemoituu näiden välimaastoon, jossa asiakkailla on selkeä tarve kokonaisvaltaiselle järjestelmälle, mutta palvelua voidaan tuottaa hyvin monistettavana ja pitkälle automatisoituna ratkaisuna (ei asiakaskohtaista räätälöintiä).

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinoiden arvoltaan suurinta markkinasegmenttiä edustaa arviomme mukaan suuret järjestelmätoimitukset. Tämä on Admicomin kaltaisten keskisuurten ja erikoistuneiden ohjelmistoyhtiöiden näkökulmasta kuitenkin pääosin epäkiinnostava markkina, sillä segmentin asiakkailla on jo tyypillisesti käytössä pitkälti asiakaskohtaisiin toimintamalleihin ja prosessein räätälöity toiminnanohjausjärjestelmä ja muita tarpeen mukaan räätälöityjä ratkaisuja.

Markkinan asiakasmäärältään suurin volyyymi Admicomin ja sen kilpailijoiden näkökulmasta on markkinan keskimmaisissa ja pienissä osissa, jotka käsittävät pienet ja keskisuuret yhtiöt 1-25 MEUR liikevaihdon kokoluokassa. Tällöin asiakastarpeet ovat usein jo melko laajoja ja toiminnan kannalta kriittisiä, mutta resurssit, kyky ja halu investoida liiketoiminnan kehitykseen ja järjestelmiin on rajallinen. Tässä kohderyhmässä tarve tehostaa ja automatisoida toimintaa lisääntyy jatkuvasti kasvun ja digitalisoitumisen myötä, mutta

asiakkaiden tarpeet voidaan kattaa hyvin standardoidulla, laaja-alaisesti eri toiminnallisuuksia tarjoavalla ohjelmistolla.

Mikroyritysten (<1 MEUR) yritysten osalta tarve toiminnanohjausjärjestelmille tai niiden osille on myös olemassa, mutta Admicomin kaltaisten laaja-alaisia ohjelmistoratkaisuja ensisijaisesti tarjoavien yritysten näkökulmasta nämä eivät usein ole ensisijaista kohderyhmää. Tälle ryhmälle oleellista on usein tehdä toiminnanohjaukseen liittyvät asiat mahdollisimman yksinkertaisesti ja matalin kustannuksin, mikä onnistuu joko tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” yleisohjelmistoilla, kuten taulukkolaskentaohjelmistolla, sekä yleistason tilitoimisto- ja hallintopalveluita hyödyntäen, tai huomattavasti toiminnallisuuksiltaan kevennetyillä toiminnanohjausohjelmistoratkaisuilla, kuten Adminet Litella.

Pääkilpailijat

Admicomin kilpailukenttä muodostuu asiakassegmentistä riippuen 1) toimialalle erikoistuneista pienehköistä ohjelmistoyhtiöistä, 2) yleiskäyttöisiä ERP-ohjelmistoja toimittavista yhtiöistä, sekä 3) asiakaskohtaisesti räätälöityjä ratkaisuja tarjoavista pienistä ja keskisuurista ohjelmistoyhtiöistä.

Admicomin mukaan tilitoimistojen tarjoamat ratkaisut eivät ole yhtiön suoria kilpailijoita, koska ne tarvitsevat aina rinnalle toimialan erityisohjelmia. Osaratkaisuja tarjoavat toimijat eivät myöskään ole vahvoja kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat rinnalleen taloushallintajärjestelmän. Admicomin pääkilpailijoita ovatkin käytännössä vain sellaiset ERP:t, joissa on integroituja, toimialan erityistarpeet kattavia ja taloushallinnon toimintoja osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja.

Admicomin mukaan yhtiön kilpailukenttä on melko vakiintunut, eivätkä pienet uudemmat toimijat ole onnistuneet saavuttamaan merkittävää asemaa.

Suurimmat kilpailijat löytyvät Admicomin kanssa samoihin kohderyhmiin panostavista toimijoista, jotka tarjoavat toimialakohtaisia ratkaisuja. Merkittävimmät kilpailijat ovat LVI-alalla Pajadata, sähköalalla Ecom ja rakentamisessa TietoEVERY Jydacom. Teollisuudessa vahvimpia kilpailijoita ovat esimerkiksi Oscar Software ja CGI, jonka perinteikästä järjestelmää käytetään monessa teollisuusyrityksessä.

Admicomin markkina-asema

Admicom on markkinajohtaja talotekniikan ydinkohderyhmässään (pk-yritykset), missä yhtiöllä on pisin toimintahistoria. Yhtiöllä on nykyisin myös vahva markkina-asema rakentamisessa, johon laajentuminen alkoi 2013. Tocoman-yritysosto vahvistaa entisestään markkina-asemaa rakentamisessa. Teollisuuden alalla Admicomin markkinaosuus on vielä pieni, sillä tälle alueelle laajentuminen käynnistettiin vasta vuonna 2017.

Yhtiön johdon arvion mukaan Admicom on Suomen markkinoilla johtava kokonaisvaltaista pilvipalvelupohjaista (SaaS) ohjelmistoratkaisua talotekniikan ja rakentamisen toimialoille tarjoava yhtiö. Admicomin mukaan vakiintuneiden kilpailijoiden tuotteet ja palvelut perustuvat pääosin perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin, joiden etäkäyttömahdollisuudet, automaatioaste ja joustavuus ovat rajalliset. Moni Admicomin kilpailevista ohjelmistoista on lisäksi jo elinkaarensa loppuvaiheessa, eikä niiden kehitykseen tai kasvuun investoida merkittävästi.

Kilpailukenttä

Pääkilpailuetuina puhdas SaaS-malli, korkea automaatioaste ja erikoistuminen

Admicomin keskeiset kilpailuedut ovat arviomme mukaan 1) SaaS-malliin pohjautuva, laaja-alainen ohjelmistoratkaisu, 2) korkea järjestelmän automaatioaste, 3) pitkälle integroidut toimialakohtaiset erityisominaisuudet, 4) vahva markkina-asema, sekä 5) omat taloushallinnon palvelut.

Toimialan murroksen vuoksi suuri osa aiemman sukupolven tuotteiden toimittajista ei ole pystynyt toistaiseksi muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on luonut merkittävää kilpailuetua Admicomin kaltaiselle puhtaalle SaaS-yhtiölle. Admicomin mukaan etu näkyy siten, että aiemman sukupolven tuotteiden toimittajat eivät pysty tarjoamaan SaaS-ohjelmistoja vastaavia etäkäyttö-, tiedonhallinta-, reaaliaikaisuus-, kehitys- ja joustavuusominaisuuksia.

Admicomin mukaan yhtiön ohjelmistoratkaisussa automaatio on viety huomattavasti pidemmälle kuin kilpailijoiden järjestelmissä. Näin asiakasyrityksissä säästyy merkittävästi aikaa ja resursseja, kun tieto kulkee saumattomasti yhden järjestelmän sisällä vaiheesta toiseen. Admicomin järjestelmässä on automatisoitu laajasti myös raportointia kolmansille osapuolille, kuten rakennusalan tiedonantovelvollisuuden mukainen raportointi verottajalle.

Admicom on panostanut tuotekehityksessään paljon talotekniikka- ja rakennustoimialojen erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen rakenteeseen, mikä antaa sille merkittävää kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistojen ja erityisohjelmistojen valmistajia vastaan.

Yhtiön mukaan tämä alentaa selvästi Admicomin palvelun käyttöönottokynnystä ja luo asiakkaalle liiketoimintaan hyötyjä, mitä useimmat muut kilpailijat eivät pysty tarjoamaan. Admicomin ohjelmistojen avulla voidaan esimerkiksi korvata useita erillisiä ohjelmistoratkaisuja kerralla.

Yksi Admicomin merkittäviä kilpailutekijöitä on näkemyksemme mukaan yhtiön saavuttama merkittävä etulyöntiasema omilla kohde-markkinoilla. Uuden, toimialojen tarpeet täyttävän ja yhtä kattavan ohjelmistotuotteen tuominen kilpailukentälle vaatii yhtiön mukaan pitkää kehitystyötä, mikä nostaa alalle tulon kynnyksen. Myös uusille ulkomaisille kilpailijoille kynnys on korkea, sillä suomalaiset toimialakohtaiset ERP-markkinat vaativat vahvan tuotteen lisäksi paljon lokalisoitua ja markkinat ovat globaalissa mittakaavassa verrattain pienet. Vahva markkina-asema on tärkeää myös siksi, että asiakkaiden kynnys vaihtaa SaaS-ohjelmistojen on tyypillisesti korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa usein pitkään kestävä etua markkinaosuudessa.

Admicomin omat koulutus- ja tukipalvelut sekä tilitoimistopalvelut toimivat myös kilpailuetuna yhtiölle, sillä ne kasvattavat asiakkaan palvelusta saamia hyötyjä ja sitoutumista palvelun käyttöön, sekä toimivat tärkeänä tuotekehitysideoiden ja automatisaatioasteen kasvun lähteenä.

Erikoistuminen kaventaa markkinaa

Kasvava pilvipalveluiden kysyntä, uudet asiakassegmentit ja Admicomin vahva kilpailuasema takaavat arviomme mukaan yhtiölle pitkälle tulevaisuuteen kasvumahdollisuuksia sekä korkean kannattavuuden, mutta tiukka

fokusoituminen voi asettaa joitain rajoitteita pitkän aikavälin kasvuille.

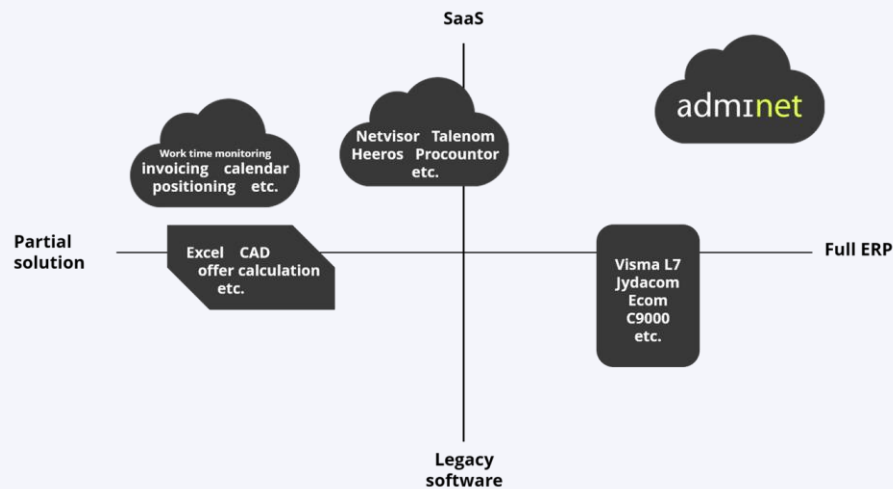
Tiukka erikoistuminen ja Suomen olosuhteisiin räätälöity tuote sulkee arviomme mukaan käytännössä esimerkiksi pois kaikkein suurimmat ja monikansalliset yhtiöt asiakaskunnasta. Myös aivan pienimmät yhtiöt eivät välttämättä pysty saamaan riittävää lisäarvoa Admicomin tuotteista, vaikka yhtiö on kehittänyt kevennettyjä ratkaisuja. Admicomin tuote ja palvelut ovat myös räätälöity ja lokalisoitu pitkälti Suomen markkinoiden tarpeita silmällä pitäen. Käsityksemme mukaan laajentuminen kansainvälisesti vaatisi merkittäviä investointeja tuotteen lokalisointiin, uusien henkilöstöresurssien palkkaamista tai yritysostoa. Sama haaste koskee jossain määrin myös Suomen sisällä uusille toimialoille laajentumista, sillä eri toimialoilla vaaditaan tyypillisesti hieman erilaisia toiminnallisuuksia. Yhtiö hallitsee tätä kasvupotentiaaliin liittyvää haastetta kartoittamalla ja tutkimalla jatkuvasti uusia ydinohjelmiston kanssa synergisiä toimialoja, mistä osoituksena on vuoden 2020 alussa tehty Tocoman-yrityskauppa.

Admicomin ohjelmiston käyttäjäkokemus ja käyttöliittymä ei ole arviomme mukaan aiemmin täysin vastannut moderneilta yritysohjelmistoilta odotettua ”kuluttajamaista” käyttäjäkokemusta, mutta yhtiö on panostanut tämän kehittämiseen viime vuosina. Vaikka näemme edelleen mahdollisena, että käyttäjäkokemukseen merkittävästi panostava kilpailija voisi haastaa Admicomin tästä kulmasta, antaa Admicomin edelläkävijyyden, ydinteknologian korkea kilpailukyky sekä ratkaisun kokonaisvaltaisuus mielestämme erittäin vahvan vallihaudan kilpailua vastaan.

Kilpailukenttä ja kilpailutekijät

Admicomin asemoituminen markkinalla

Ratkaisun kattavuus ja toimitusmalli



* Talotekniikan järjestelmiä ovat Ecom, Pajadata ja Visma L7, rakentamisessa Jydacom ja Lemonsoft sekä teollisuudessa Oscar Software, Visma Nova ja CGI:n C9000.

** Kuvan pilvi on 100% pilvipalveluohjelmisto ja sylinteri on perinteinen lisenssi-ohjelmisto. Osaa tarjotaan lisenssi-ohjelmiston lisäksi osittain etä-/pilvipalveluna.

Admicomin kilpailutekijät

- + Markkinoiden kokonaisvaltaisin SaaS-malliin pohjautuva rakennusalan pk-yritysten ERP
- + Syvälinen toimialaosaaminen ja laaja-alaisesti kohdetoimialojen erityispiirteet huomioiva ohjelmisto
- + Pitkälle automatisoidut prosessit
- + Omat konsultointi- ja tilitoimistopalvelut
- + Vahva markkina-asema, refenssit ja kilpailukyky
- Ei sovellu hyvin asiakkaille, jotka vaativat pitkälle vietyä räätälöitävyyttä (suuret yritykset) tai joilla ei ole valmiutta pitkälle vietyihin automatisoituihin prosesseihin
- Ohjelmistomyyntien laajentaminen ulkomaille vaatisi merkittäviä lokalisointi-investointeja
- ”Kuluttajamainen” ohjelmiston käyttökokemus rajallinen

Strategia

Vahva toimialafokus strategian ytimessä

Admicomin strategiassa korostuu erikoistuminen valituille toimialoille (tällä hetkellä talotekniikka, rakentaminen ja teollisuus). Tuote on kehitetty vastaamaan aina valitun toimialan erityistarpeita, mikä erottaa Admicomin yleiskäyttöön tarkoitettujen ERP-ohjelmistojen tarjoajista.

Yhtiön tavoitteena on nousta jokaisessa segmentissä markkinajohtajan asemaan. Asemaan pyritään nousemaan mahdollisimman nopeasti, jotta markkinoiden houkuttelevuus potentiaalisten kilpailijoiden näkökulmasta laskee. SaaS-pohjaisessa liiketoimintamallissa yksittäiset markkinat ovat usein ns. ”winner takes it all” -markkinoita, sillä asiakkaat ovat jatkuvasti ajantasaisen ohjelmiston piirissä ja kynnys jatkuvasti kehittyvän ja omiin prosesseihin integroituneen ohjelmiston vaihtamiseen on korkea. Siten yhtiön vallihauta uudelle kilpailulle on syvä, kun yksittäisellä markkinalla on saavutettu vahva asema. Kilpailuetu vahvistuu, mikäli skaalaetuja hyödynnetään tuotekehitykseen ja automaation vahvistamiseen, mikä kasvattaa etumatkaa kilpailijoihin. Kun markkina on riittävän vahvasti paalutettu, ei kansainväliselle kilpailijalle tai yleisohjelmistojen kehittäjälle ole enää kiinnostavaa lähteä investoimaan yksittäiseen segmenttiin räätälöitävään tuotteeseen Suomen markkinalla.

Lisenssipohjaisessa mallissa asiakkaat harkitsevat ohjelmistovaihtoehtoja tyypillisesti paikallisesti asennettujen ohjelmistoversioiden tullessa elinkaaren päähän, mikä tuo epäjatkuvuuskohtan markkinoille ja avaa kilpailun. Admicomin SaaS-mallissa tätä ei ole, koska ohjelmisto on jatkuvasti ajantasainen. Admicom voittaa erityisesti sellaisia

asiakkaita, jotka siirtyvät pilviratkaisuun elinkaarensa päähän tulleista ratkaisuista.

Tulevaisuuden kasvuvaihtoehdot

Yhtiö on aloittanut strategiyön vuosille 2021-2025, mistä odotamme tuloksia vuoden 2020 loppupuoliskolla. Näkemyksemme mukaan Admicomilla on hyvät edellytykset jatkaa vuosien 2021-2023 aikana vahvaa ja kannattavaa kasvua (kasvu yli 25 % ja EBITDA-% >35 %) voittamalla markkinaosuutta nykyisillä kohdemarkkinoilla. Esimerkiksi teollisuussegmentti on yhtiölle yhä neitseellistä markkinaa, jonne laajentuminen alkoi vasta vuonna 2018. Lisäksi Admicomin kasvupotentiaalia vahvistaa vuoden 2020 alussa tehty Tocoman-yritysosto.

Päivitettyjen markkinapotentiaaliarvioiden (sivu 16) perusteella yhtiöllä on vielä merkittävä kasvupotentiaalia nykyisillä markkinoillaan. Voimakkaan kasvun ylläpitäminen vaatii myös kasvuaikojen jatkuvaa kehittämistä, minkä osalta strategiset vaihtoehdot ovat arviomme mukaan seuraavat:

1. Vertikaalinen laajentuminen ylöspäin suurempiin asiakkaisiin nykyisillä toimialoilla. Kasvu suuryritysten segmenttiin tapahtuu sekä nykyisten asiakkaiden kasvun myötä, että valikoivan uusasiakashankinnan kautta. Tässä erityisesti Tocomanin rooli on merkittävä, koska sillä sen liikevaihdosta merkittävä osa muodostuu liikevaihdoltaan suurista asiakaista.
2. Vertikaalinen laajentuminen alaspäin mikroyrityksiin nykyisillä toimialoilla ja tilitoimistokumppanuuksien kautta. Admicomin perusratkaisu on tyypillisesti liian laaja pienimmille yrityksille, joten Admicom kehitti näiden tarpeisiin

vuonna 2018 lanseeratun Adminet Lite -tuotteen. Pienyrityssegmentin tuote on hyvin monistettava ja myytävissä myös tilitoimistokumppanuuksien kautta, mikä sopii Admicomin toimintafilosofiaan.

3. Horisontaalinen laajentuminen uusille toimialoille. Tämä on näkemyksemme mukaan kiinnostava vaihtoehto keskipitkällä aikavälillä, koska se on tehtävissä nykyistä ydintuotetta skaalaamalla. Kiinnostavia toimialoja voisivat olla esimerkiksi turva-ala ja kiinteistöpalvelusektorit.

4. Horisontaalinen laajentuminen uusiin toimintamaihin nykyisillä toimialoilla. Tämä on näkemyksemme mukaan myös kiinnostava optio, koska se voidaan tehdä ydintuotetta skaalaamalla. Kansainvälinen laajentuminen edellyttäisi tuotekehitykseltä kuitenkin merkittäviä maakohtaisia lokalisoituneita sekä maakohtaisia toimialatuntemusta. Päävaihtoehto on yritysosto, jolla Admicom saisi valmiita maakohtaisia asiantuntemusta sekä asiakaskuntaa. Yksittäisistä markkinoista Ruotsi on arviomme mukaan luontevin laajentumiskohde.

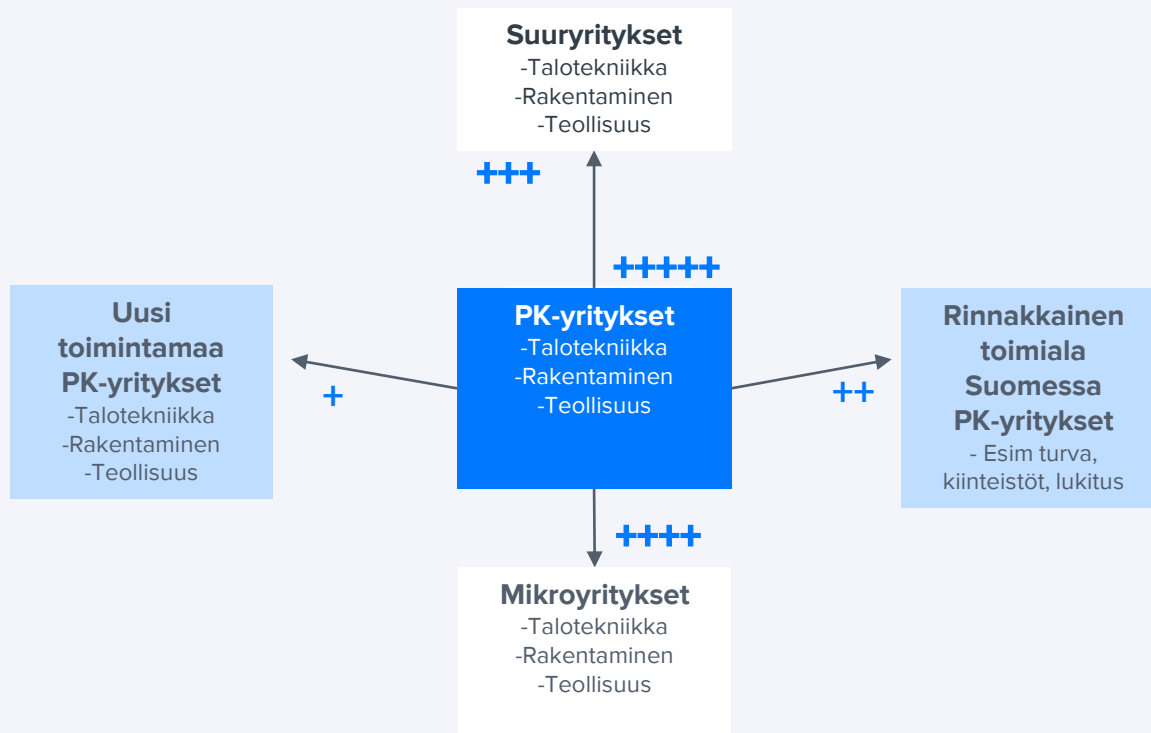
Tavoitteena voimakkaan kasvun jatkaminen

Admicomin strategisena tavoitteena on kasvaa vuonna 2020 edelleen yli 37 % vuodessa, siten että yhtiön kannattavuus säilyy hyvänä ja käyttökate on vuonna 2020 noin 35-45 %. Admicom on jo nyt erittäin kannattava, mutta arviomme mukaan yhtiön voimakkaan kasvuvaiheen jälkeen sillä on edellytykset vielä nykyistäkin parempaan kannattavuuteen.

Yhtiö pyrkii jakamaan yli puolet tuloksestaan osinkoina omistajilleen siten, että voitonjako ei kuitenkaan vaaranna strategiassa määriteltyä kasvutavoitetta tai muita taloudellisia tavoitteita.

Strateginen asemoituminen

Yhtiön pitkän aikavälin strategisten kasvupolkujen vaihtoehdot



Admicomin ydinmarkkinat ja lähivuosien kasvun ydin.



Admicomin nykyiset kasvuaihio, laajentuminen toimialojen sisällä uusien asiakasryhmiin.



Potentiaaliset uudet markkinat/kasvuaihio



Kiinnostava, mutta korkeamman riskin optio. Vaatii paikallista räätälöintiä (tuotekehitys) ja vahvaa paikallista tuntemusta ja osaajia (esim. yritysosto).



Mahdollinen optio. Vaatii rinnakkaiselle toimialalle sopivan tuotteen kehittämisen tai teknologisen yritysoston.



Houkutteleva laajentumispolku, vaatii ohjelmiston kehitystä tuotekehitykseltä ja Tocoman yritysoston ristiinmyyntipotentialin ja integration onnistumisen.



Kasvun kiihdyttäminen, vaatii ohjelmiston jatkokehitystä tuotekehitykseltä sekä tilitoimistokumppanuuksien laajentamista.



Markkina-aseman edelleen vahvistaminen. Vaatii markkiosuuden kasvattamista nykyisillä markkinoilla sekä nykyisten asiakkuuksien laajentamista uusilla mm. Tocoman-yritysoston myötä mukaan tulleilla toiminnallisuuksilla.

Admicomin strategia



Strategian päätavoitteet

Toteutunut

- Tuotteen kaupallistaminen onnistunut erinomaisesti
- Laajentuminen uusille toimialoille onnistunut
- Kannattavuus nostettu erinomaiselle tasolle
- Listautuminen
- Keskimäärin 35 %:n liikevaihdon kasvu vim. 5 vuotta ja yli 40 %:n käyttökatemarginaali
- Tocoman-yritysosto

Lähitulevaisuus 1-3v

- Markkina-aseman vahvistaminen entisestään talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla
- Teollisuuden ja Adminet Lite tuotteen kasvun kiihdyttäminen
- Uusien strategisten kasvujalkojen kartoittaminen ja mahdolliset uudet yritysostot
- Organisaation kasvattaminen tukemaan tavoitteita
- Liikevaihdon kasvu arviolta keskimäärin yli 25 % vuodessa

Seuraavat 5 vuotta

- Markkina-aseman paaluttaminen nykyisillä toimialoilla
- Uudet toimialueet ja toimintamaat kasvumootoreina
- Vahvan kannattavuuden ylläpitäminen

Historiallinen kehitys

Tuloskehitys 2012-2019

Admicomin liikevaihto on kasvanut voimakkaasti sen jälkeen, kun yhtiö sai pitkän kehitysvaiheen jälkeen tuotteensa kaupallistamisvaiheeseen 2010-luvun alussa. Yhtiön liikevaihto kasvoi vuoden 2012 1,7 MEUR:sta 8,1 MEUR:oon vuonna 2017, ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosina 2013-2019 oli noin 36 %. Kasvua ajoi erityisesti SaaS-uusmyynnin voimakas kasvu talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla, mutta myös palveluiden kasvu on ollut vahvaa ja asiakkaiden liikevaihdon kasvuun pohjautuva tasauskasvu on ollut selvästi positiivinen. Kasvu on ollut käytännössä täysin orgaanista, sillä vuoden 2017 alussa tehdyn pienen yritysoston (Necom) myötä yhtiöön ei siirtynyt juurikaan liikevaihtoa. Maantieteellisesti katsottuna Admicomin kasvu on syntynyt 100 %:sti Suomesta.

Yhtiön tulos ja kannattavuus on ollut skaalautuvuuden myötä vuosina 2012-2019 voimakkaan nousujohteinen. Yhtiön liiketulos kasvoi vuoden 2012 0,2 MEUR:n tasolta 6,6 MEUR:oon (EBIT-% 42 %) vuonna 2019, ja käyttökate 0,2 MEUR:sta (EBITDA-% 11 %) 7,2 MEUR:oon (EBITDA-% 46 %). Admicomin myyntikate-% on ollut myös nousujohteinen ja kasvanut 97 %:iin liikevaihdosta vuonna 2019 (2012: 70 %). Liiketulosta rasittaa edelleen hieman vuoteen 2012 saakka tehdyt tuotekehityskustannusten aktivoinnit, joiden poistot jatkuvat aina vuoteen 2022 saakka.

Kulurakenne

Admicom myy ja tuottaa palvelunsa oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja

palvelu -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 3-4 %:n tasolla liikevaihdosta.

Admicomin kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2019 6,1 MEUR (2018: 4,7 MEUR) ja vastasivat noin 39 % liikevaihdosta (2018: 41 %). Vuonna 2019 henkilöstön lukumäärä nousi 145 henkilöön (Q4'18: 133 hlö) ja henkilöstökulut kasvoivat 28 %. Henkilöstökulut ovat kasvaneet viime vuodet liikevaihtoa hitaammin myynti- ja palveluhenkilöstön rekrytoinneista huolimatta, kun yhtiön liiketoimintamalli on skaalautunut. Admicomin tuote on pääosin kaupallisesti valmis ja teknisesti kypsä, joten merkittävään investointien kiihdyttämiseen ei ole viime vuosina ollut tarvetta. Muutkin henkilöstökulut (tukipalvelut) skaalautuvat varsin hyvin, sillä SaaS-palveluiden hallinta ylläpito ja asiakkuuksien hallinta edellyttää yhtiöltä varsin vähän työvoimaa.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Admicomin toiseksi suurin kuluerä. Liiketoiminnan muut kulut ovat viime vuosina liikkuneet tasaisesti noin 10-15 %:n välillä liikevaihdosta. Nämä kulut ovat pitkälti henkilömäärän ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa. Odotamme, että liiketoiminnan muut kulut kuitenkin skaalautuvat jonkin verran liiketoiminnan kokoluokan edelleen kasvaessa.

Admicomin poistot koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista ja yrityskaupan liikearvon poistoista. Poistot olivat noin 0,5 MEUR vuonna 2019. Vaikka aktivointeja ei ole viime vuosina enää tehty, on poistoja kasvattanut yritysostosta syntynyt liikearvo.

Tase ja rahoitusasema

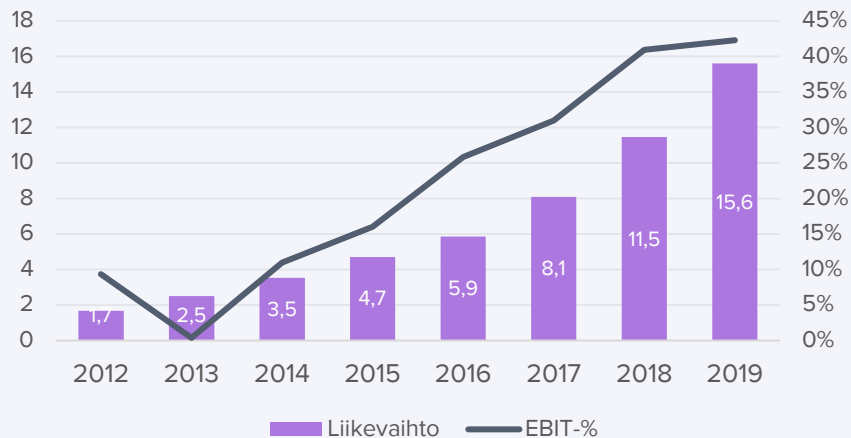
Admicomin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Q4'19 lopussa taseen loppusumma oli noin 20 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (2,6 MEUR), rahavaroista (16,3 MEUR) ja aktivoiduista tuotekehitysmenoista pääosin syntyneistä aineettomista hyödykkeistä 0,8 MEUR, sekä 0,2 MEUR:n määrästä liikearvoa. Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin edellisten tilikausien tappioista ja SVOP-rahastosta. Näiden summana yhtiön oma pääoma oli Q4'19 16,3 MEUR. Yhtiöllä ei ollut Q4'19 lopussa lainkaan rahoitusvelkaa, mutta osto- ja siirtoveltoista johtuen yhtiön korottomat velat olivat noin 3,8 MEUR.

Yhtiön omavaraisuusaste oli Q4'19 lopussa 81 % ja nettovelkaantumisaste -100 %. Yhtiöllä oli vuoden lopussa noin 16 MEUR:n nettokassa. Nettokassaa pienensi kuitenkin Q1'20:n aikana tapahtunut Tocoman-yritysosto (noin 7 MEUR kassavirtavaikutus) sekä osingonmaksu.

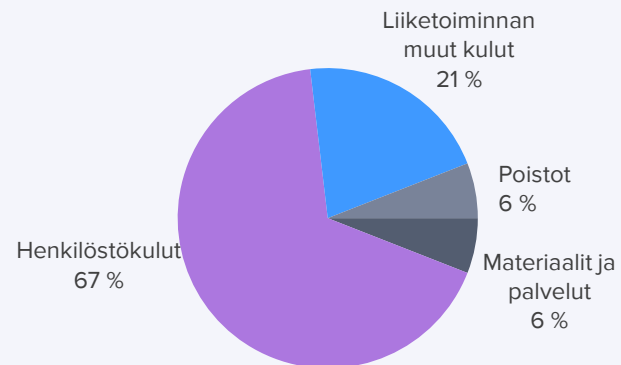
Arvioimme, että Admicomilla on kyky kasvaa lähivuosina edelleen voimakkaasti tulorahoituksen, nykyisten kassavarojen turvin sekä vieraan pääoman rahoituksen turvin.

Historiallinen kehitys

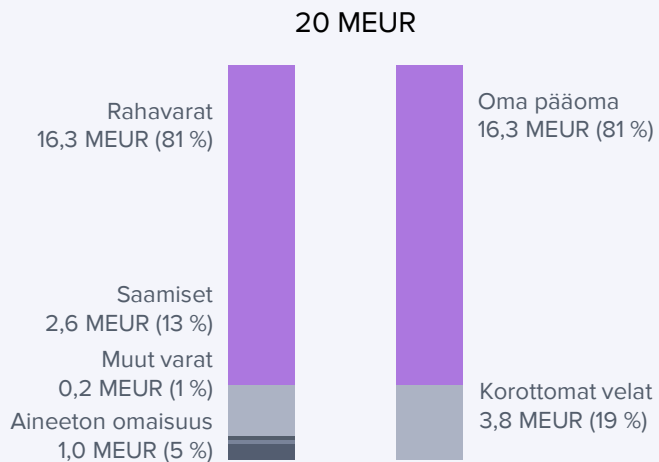
Liikevaihdon ja EBIT-% kehitys, 2012-2019



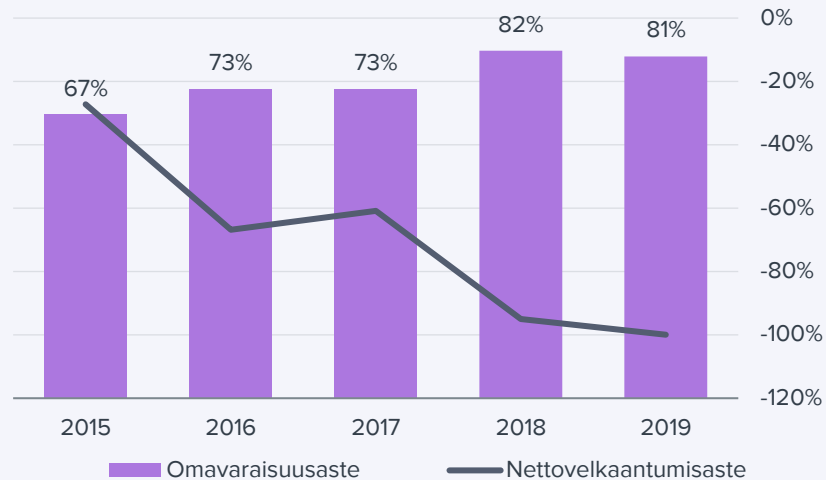
Kulurakenne 2019



Taserakenne, Q4'2019



Omavaraisuus- ja nettovelkaisuusaste (oik.)



Ennusteet 1/2

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Admicomin liikevaihdon kehitystä pääasiassa kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-palvelut
- Tilitoimistopalvelut
- Koulutus- ja konsultointipalvelut

Näistä keskeisin liikevaihtoerä on sekä yhtiön arvomuodostuksen että liiketoimintamallin kannalta SaaS-palveluiden myynnin kehitys, sillä yhtiö ei ilman ohjelmistopalvelusopimusta myy asiakkailleen myöskään tilitoimisto-, koulutus- tai konsultointipalveluita. Toisaalta kaikki asiakkaat eivät myöskään ota käyttöön Admicomin tilitoimistopalveluita.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä pääasiassa seuraavien parametrien kautta:

1. Arvioimamme Admicomin pitkän aikavälin markkinaosuuden kautta.
2. Konsernin henkilöstön määrän kasvun kautta, joka ennakoii uusmyynnin ja liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä.
3. Keskimääräisen liikevaihdon per työntekijä avulla, joka määrittää tehokkuutta, jolla kasvupanostukset muuntuvat liikevaihdoksi.
4. Vanhan sopimuskannan arvioimamme nettokasvun kautta (laajennukset, hinnankorotukset, asiakaspoistuma).

Oletamme ennustemallimme perusskenaariossa (muut skenaariot esitetty arvostuskappaleessa),

että Admicom saavuttaa nykyisillä kohdemarkkinoillaan keskimäärin noin 50 %:n markkinaosuuden vuoteen 2030 mennessä. Tämä tarkoittaa keskimäärin noin 15 %:n liikevaihdon kasvua vuosittain ja yhtiön saavuttavan yli 90 MEUR:n liikevaihdon vuoden 2030 loppuun mennessä. Kannattavuuden ennakoimme skaalautuvan asteittain käyttökatemarginaalilla mitattuna vuoden 2019 45 %:n tasolta noin 51 %:iin vuonna 2030.

Lyhyellä aikavälillä tuemme lisäksi liikevaihdon kasvuennusteitamme henkilöstön määrän kasvun muutoksia ennakoimalla, joka heijastuu uusien työntekijöiden perehdytystarpeesta ja muutamia kuukausia tyypillisesti kestävästä myyntisykleistä johtuen koulutus- ja konsultointipalveluiden liikevaihdon kehitykseen tyypillisesti noin neljänneksen viiveellä ja edelleen jatkuvien lisenssien myynnin kasvuun noin hieman yli neljänneksen viiveellä. Oletamme myös, että kaikki uudet asiakkaat eivät ota käyttöön tilitoimistopalveluita.

Admicomin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Admicomin pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin nykyisellä yli 95 %:n tasolla. Vaikka Admicom tulee investoimaan lähivuosinakin voimakkaasti kasvuun, arvioimme että kasvupanostukset eivät tule yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa merkittävästi heikentämään kannattavuutta ja kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta tulee säilymään melko vakaana suhteessa liikevaihtoon. Näin ollen arvioimme, että yhtiö pystyy

säilyttämään nykyisen yli 40 %:n käyttökate-%:n lähivuosina ja keskipitkällä aikavälillä.

Näkyvyys Admicomin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu noin 90 %:sti toistuviin SaaS-palvelutuottoihin ja niihin liittyviin tilitoimistopalveluihin. Onnistumiset rekrytoinneissa, uusien myyjien sisäänajossa ja markkinoiden haltuunotossa määrittävät kuitenkin pitkälti lähivuosien kasvuvauhdin.

Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys tulevien sopimusten määrään ja yhtiön kilpailuaseman kehitykseen, sillä Admicom on vasta alkutaipaleella erityisesti teollisuuden toiminnanohjausohjelmistojen kasvun suhteen. Näkyvyyttä heikentää jossain määrin myös asiakastoimialalle tyypilliset suuret suhdannevaihtelut, jolla voi olla merkittävää vaikutusta Admicomin uusmyynnin kasvuvauhtiin ja asiakaspoistuvuuteen. Koronapandemia tulee arviomme mukaan heikentämään suhdannenäkymiä erityisesti vuosien 2020-2021 osalta.

Huomautamme, että pitkän aikavälin ennusteisiimme ei sisälly oletusta yritysostoista tai laajentumisesta uusille toimialoille/maantieteellisesti, mutta pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö pyrkii vahvistamaan niiden avulla kasvua tulevaisuudessa.

Ennusteet 2/2

Vuosi 2020

Admicom ohjeistaa vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan yli 37 % vuodesta 2019, eli nousevan yli 21,5 MEUR:oon (2019: 15,6 MEUR). Käyttökate-%:n yhtiö arvio olevan noin 35-45 % (2019: 46 %).

Pidämme vahvan kasvun track-recordin, kasvupanostusten ja korkeasta toistuvien tuottojen osuudesta syntyvän hyvän näkyvyyden vuoksi yhtiön ohjeistusta luotettavana ja ennustamme Admicomin vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan ohjeistuksen mukaisesti 44 % 22,6 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 9,8 MEUR (EBITDA-% 43,5 %). Liikevaihdon kasvua tukee ennusteessamme koronasta huolimatta voimakkaasti kasvava uusmyynti, tasauslaskutusten positiivinen vaikutus, sekä Tocoman-yritysosto (+17 %-yks.).

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan vuonna 2020 37 % 1,51 euroon ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen 22 % 1,33 euroon osakkeelta. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen kasvua hidastaa ennusteessamme Tocoman-yritysoston liikearvon poistot, joiden vaikutuksen olemme eliminoineet edellä esitetystä oikaistussa osakekohtaisen tuloksen ennusteessa.

Vuodet 2021-2023

Admicom ei ole julkistanut vuoden 2020 jälkeiselle ajalle taloudellisia tavoitteita, mutta ennakoimme yhtiön tavoittelevan jaksolle vähintään 25 %:n liikevaihdon kasvua ja noin 35-45 %:n käyttökatemarginaalia.

Ennustamme kasvuun vuosina 2021-2023 selvää hidastumista, sillä odotamme talouskasvun heikentymisen kääntävän rakennus- ja talotekniikkamarkkinoiden kasvun negatiiviseksi, mikä hidastaa arviomme mukaan Admicomin

uusmyynnin kasvua H2'2020 alkaen sekä johtaa lievään luontaisen asiakaspoistuman kasvuun. Lisäksi ennakoimme tasauslaskutusten vaikutusten kääntyvän vuonna 2021 lievästi negatiiviseksi, kun erityisesti rakennusalan yhtiöiden liikevaihdot kääntyvät laskuun. Odotamme yhtiön jatkavan kasvustrategian mukaisesti voimakasta henkilöstön määrän ja T&K-panostusten kasvattamista vuosina 2021-2023 aikana, mutta kulujen kasvavan liikevaihdon kasvua hitaammin, mikä kääntää ennusteessa suhteellisen kannattavuuden lievään nousuun.

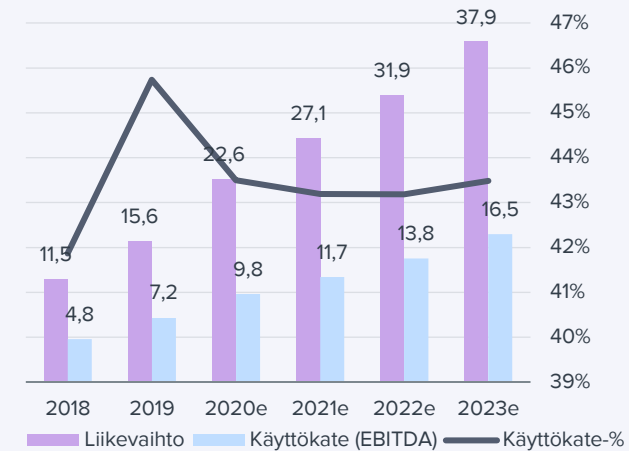
Keskimäärin ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosina 2021-2023 noin 25 % ja käyttökateen 29 % (EBITDA-% ka. 46 %). Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan jaksolla keskimäärin noin 30 % vuodessa 3,38 euroon vuonna 2023 ja raportoidun tuloksen 34 % 3,18 euroon osakkeelta vuonna 2023.

Pitkän aikavälin ennusteet

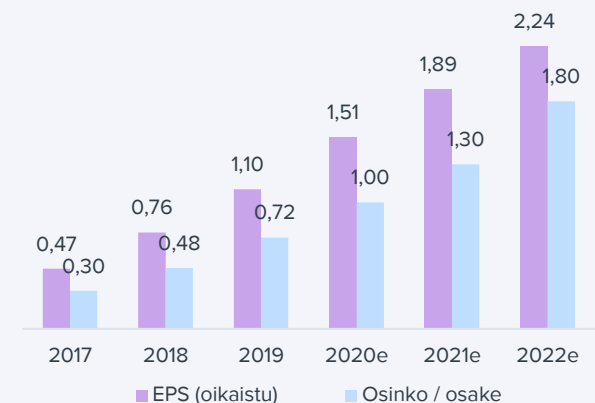
Vuoden 2023 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ensin vuosina 2024-2026 17 %:iin vuodessa ja sen jälkeen noin 9 %:iin vuodessa, ikuisuuskasvun ollessa 2,5 % vuodessa 2031 lähtien. Kasvua hidastaa ennusteessamme nykyisten päätoimialojen saturoitumisen myötä tapahtuva uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä hidastuva olemassa olevien asiakkaiden laajentuminen.

Skaalautuvasta liiketoimintamallista ja suhteellisesti pienentyvistä kasvupanostuksista johtuen odotamme käyttökatemarginaalin nousevan asteittain nykyiseltä noin 45 %:n tasolta 51 %:iin vuonna 2031.

Liikevaihto ja kannattavuus



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2024-2031 = +11 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu (2031-) = 2,5 %
Käyttökateen kasvu: CAGR 2024-2031 = +12 %
Käyttökate-% / liikevoitto-% 2031 = 51 % / 50 %

Tulosennusteet ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	11,5	3,4	4,2	3,9	4,1	15,6	4,9	6,3	5,8	5,7	22,6	28,4	35,7	44,5
Käyttökate	4,8	1,3	2,1	2,0	1,7	7,2	2,0	2,9	2,8	2,1	9,8	12,6	16,3	20,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,7	-1,4	-1,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,3	1,2	2,0	1,9	1,6	6,7	1,8	2,8	2,7	2,0	9,2	12,4	16,1	20,7
Liikevoitto	4,3	1,2	2,0	1,9	1,6	6,6	1,8	2,5	2,4	1,7	8,3	11,0	14,9	19,7
Nettorahoituskulut	-0,2	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
Tulos ennen veroja	4,1	1,2	2,0	1,9	1,6	6,6	1,8	2,5	2,4	1,7	8,3	11,0	14,9	19,7
Verot	-0,8	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-1,8	-2,3	-3,1	-4,0
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	3,3	0,9	1,6	1,5	1,2	5,3	1,4	1,9	1,9	1,3	6,5	8,7	11,8	15,7
EPS (oikaistu)	0,76	0,22	0,32	0,31	0,25	1,10	0,29	0,46	0,44	0,33	1,51	2,04	2,64	3,38
EPS (raportoitu)	0,71	0,20	0,32	0,31	0,25	1,09	0,29	0,39	0,38	0,26	1,33	1,76	2,40	3,18

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	41,5 %	41,4 %	38,9 %	34,6 %	32,1 %	36,5 %	42,0 %	48,2 %	49,2 %	38,0 %	44,4 %	25,9 %	25,5 %	24,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	71,2 %	64,1 %	59,7 %	47,1 %	53,6 %	55,3 %	50,4 %	38,7 %	41,2 %	26,8 %	38,8 %	33,7 %	30,4 %	28,3 %
Käyttökate-%	41,9 %	38,3 %	50,3 %	52,4 %	40,9 %	45,7 %	42,0 %	45,9 %	48,3 %	37,2 %	43,5 %	44,4 %	45,7 %	47,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	37,5 %	35,6 %	46,9 %	48,8 %	38,1 %	42,6 %	37,7 %	43,9 %	46,2 %	35,0 %	40,9 %	43,5 %	45,2 %	46,5 %
Nettotulos-%	28,4 %	27,3 %	37,2 %	39,9 %	30,0 %	33,8 %	29,2 %	31,0 %	32,4 %	23,1 %	29,0 %	30,4 %	33,1 %	35,2 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	23,7	22,6	-5 %	30,3	28,4	-6 %	37,9	35,7	-6 %
Käyttökate	9,8	9,8	0 %	12,9	12,6	-2 %	16,8	16,3	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,4	9,2	-1 %	12,6	12,4	-2 %	16,6	16,1	-3 %
Liikevoitto	8,4	8,3	-1 %	11,2	11,0	-2 %	15,4	14,9	-3 %
Tulos ennen veroja	8,3	8,3	0 %	11,2	11,0	-2 %	15,4	14,9	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,53	1,51	-1 %	2,08	2,04	-2 %	2,71	2,64	-3 %
Osakekohtainen osinko	1,00	1,00	0 %	1,30	1,30	0 %	1,80	1,80	0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvupotentiaali uusmyynninkasvun ja uusille toimialoille laajentumisen kautta

2.

Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

3.

Operatiivinen riskitaso maltillinen: vahva erikoistuminen, tuote kypsässä kehitysvaiheessa ja erittäin kilpailukykyinen

4.

Listattu osake ja vahva tase lisännyt liikkumavaraa yritysostoihin ja orgaaniseen kasvuun

5.

Osakkeen vaihdettavuus heikohko, yritysostojen onnistumisesta ei vielä track-recordia, arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja toimialan arvostustasoissa

Potentiaali



- Nykyisten toimialojen haltuunotto
- Laajentuminen uusille toimialoille ja uusiin maihin
- Ei suoraa SaaS-kilpailijaa
- Vahva markkina-asema ja korkea alalle tulon kynnyksen pienentää kilpailu-uhkaa
- Automaatioasteen kasvattaminen

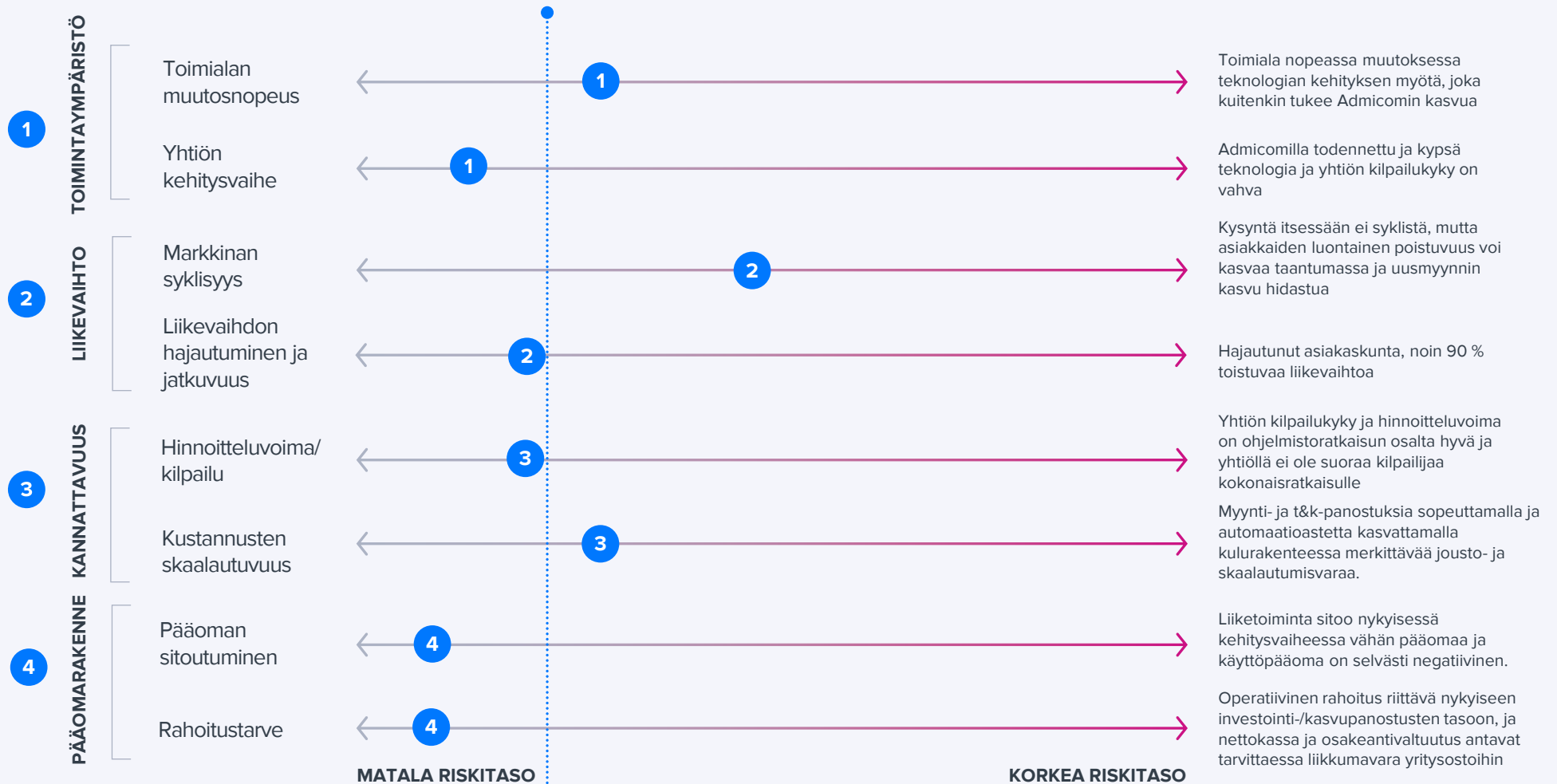
Riskit



- Uuden SaaS-kilpailijan syntyminen
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Avainhenkilöriskit
- Yritysostot ja kansainvälistyminen
- Kohdetoimialojen korkea suhdanneherkkyys
- Osakkeella suhteellisen heikko likviditeetti

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Admicomin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Arvonmääritys 1/4

Voimakkaan arvonluonnin vaiheessa

Admicom on tällä hetkellä erittäin voimakkaan arvonluonnin vaiheessa, sillä sen liikevaihto kasvaa voimakkaasti positiivisten markkinatrendien sekä yhtiön vahvan kilpailukyvyyn ajamana ja yhtiön kannattavuus on noussut liiketoimintamallin korkeiden skaalaetujen myötä erittäin hyvälle tasolle.

Voimakkaasta erikoistumisesta huolimatta näemme Admicomilla huomattavaa kasvun varaa yhtiön nykyisillä markkinoilla, minkä vuoksi olemme luottavaisia yhtiön kyvystä jatkaa yli 25 %:n kasvua keskipitkällä aikavälillä. Yhtiön on osoittanut pystyvän parantamaan kannattavuutta voimakkaasti liiketoiminnan skaalan kasvun mukana, joten oletuksemme on, että yhtiö pystyy ylläpitämään nykyisen, yli 40 %:n käyttökatemarginaalin myös tulevaisuudessa. Yhtiön kasvu ei myöskään sido pääomia, joten osingon kasvu on myös vahvaa.

Yhtiön voimakkaasta kasvuvaiheesta huolimatta pidämme osakkeen riskiprofiilia kokonaisuutena maltillisena, sillä yhtiön liiketoiminta on noin 90 %:sti jatkuvaa, yhtiön ratkaisut ovat asiakkaan kannalta kriittisiä ja yhtiöllä on omalla erikoistumisalueellaan erittäin vahvat kilpailuedut. Myöskään osakkeen heikko likviditeetti ei ole enää niin merkittävä ongelma, koska osakkeella käydään kauppaa jo suhteellisen aktiivisesti ja vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä on kasvanut. Osakkeen ja yhtiön riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yhtiön asiakastoimialojen suhdanneherkkyyden ja koropandemian vaikutuksista kasvuun sekä

mahdollisiin kilpailuaseman ennakoimattomiin muutoksiin. Vaikka yhtiö on osoittanut sen kykenevän vahvaan kasvuun uusilla rinnakkaisilla toimialoilla, liittyy myös uusille markkinoille laajentumiseen ja erityisesti yritysostoihin aina omat riskiä kohottavat elementit, joilla voi olla merkittävä vaikutus yhtiön arvoon. Selvästi suurin riski osakkeelle on kuitenkin mielestämme tällä hetkellä suhteellisen korkeat arvostuskertoimet ja kovat tuloskasvuodotukset pitkälle tulevaisuuteen. Mahdolliset tulospettymykset voisivat sitä kautta aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertoimiin.

Hyväksyttävä arvostustaso korkea

Admicomin arvostustaso on noussut jyrkän kurssinousun takia merkittävästi vuoden 2019 aikana. Voimakasta arvonnousua selittää vahvan odotetun tuloskasvun ja edellä mainittujen osakkeen likviditeettiä parantaneiden seikkojen ohella osittain myös yhtiön omistuspohjan laajentuminen kansainvälisiin sijoittajiin, jotka hyväksyvät voimakkaasti ja kannattavasti kasvaville SaaS-yhtiöille (mm. Fortnox) korkean arvostustason.

Näkemyksemme Admicomin hyväksyttävästä arvostustasosta on noussut viimeisen 12 kk:n aikana edelleen selvästi, sillä olemme tulleet koronan aiheuttamista suhdanneriskeistä huolimatta positiivisemmaksi yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymän suhteen (arvio Admicomin markkinapotentiaalista on noussut) ja lisäksi olemme alentaneet osakkeen likviditeettipremiovaadetta.



Admicomin arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

- Admicom on erittäin kilpailukykyisen, vahvan erikoistumisen ja skaalautuvaan SaaS-malliin perustuvan liiketoimintamallinsa ansiosta voimakkaassa kasvussa. Lähivuosien liikevaihdon kasvu on arviomme mukaan yli 25 % vuosittain.
- Admicomin kannattavuus skaalautuu voimakkaasti, koska rutiinitehtävät on pystytty pitkälti automatisoimaan ja yhtiön tehokkuus on korkea. Tämän ansiosta odotamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina liikevaihdon kasvua vahvempaa (>30 %), mikä antaa osakkeelle erinomaisen tuottoajurin.
- Liikevaihdon jatkuvuus on noin 90 % ja yhtiö toimittaa asiakkaiden näkökulmasta kriittisiä palveluita. Tämän ansiosta myös näkyvyys on erittäin hyvä ja ennusteisiin liittyvä epävarmuus normaalia pienempi.
- Admicomin osakkeen riskejä nostaa kuitenkin merkittävästi kohonneet arvostuskertoimet ja vuonna 2020 rakennustoimialan orastavan taantumana mahdolliset vaikutukset yhtiön kasvuvauhtiin.
- Olemme kuitenkin positiivisia yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymän suhteen, koska arviomme Admicomin markkinapotentiaalista on noussut ja lisäksi olemme alentaneet osakkeen likviditeettipremiovaadetta kun osakkeen vaihdettavuus on parantunut

Arvonmääritys 2/4

Mielestämme Admicomin voimakkaana säilyvä kasvu, vahvat kilpailuedut (SaaS-malli ja pitkälle automatisoitu ratkaisu), kustannustehokkuus ja voimakkaasti skaalautunut kannattavuus ovat hyviä perusteita absoluuttisesti korkealle arvostustasolle. Odotamme lähivuosien tuloskasvun (EPS) olevan noin 36 %, mikä yhdessä noin 1-2 %:n osinkotuoton kanssa tarkoittaa edelleen voimakasta arvonmuodostusta osakkaille.

Vahvan tuloskasvun takia 2020e oik. P/E 51x antaisi osakkeelle seuraavan 3 vuoden osakekohtaisen tuloksen kasvulla (CAGR EPS, 2019-2023 33 %) mitattuna varsin korkeahkon PEG-luvun 1,6x, mikä voidaan kuitenkin perustella voimakkaasti arvoa luovalle yhtiölle. Pidemmällä aikavälillä (2023-) tuloskasvun voi kuitenkin odottaa tasaantuvan alle 20 %:iin ja kestävämpi taso P/E-kertoimelle on mielestämme silloin yhtiön vahva kannattavuus ja kassavirta huomioiden noin 20-25x tasolla (2023e P/E 23x).

Hyväksymme Admicomille tavoitehinnallamme (82 EUR) oik. P/E-kertoimen 54x ja EV/EBITDA-kertoimen 40x vuoden 2020 ennusteilla, joihin luottamuksemme on suhteellisen vahva. Vuoden 2021e oik. P/E on tavoitehinnallamme 40x ja EV/EBITDA 30x, mutta näkyvyys vuoden 2021 kasvuun on vuotta 2020 heikompi, koska koronapandemian aiheuttama yleisen talouden ja rakennusmarkkinoiden taantuma hidastaa Admicomin kasvua. Olemme kuitenkin vuoden 2021 kasvuennusteissamme yhtiön historialliseen kehitykseen nähden selvästi maltillisempia, mikä madaltaa vuoden 2021 kertoimiin liittyvää riskiä.

Yhtiö on kertonut selvittävänsä jo aktiivisesti strategisia vaihtoehtoja vahvan kasvun ylläpitämiseksi nykyisen tavoitejakson jälkeen (2021-), mikä voi pitää sisällään yritysostoja tai laajentumista tuotekehityksen avulla uusille rinnakkaisille toimialoille. Tätä potentiaalia ei ole vielä ennusteissamme.

Verrokkianalyysi

Laajan, kansainvälisestä SaaS-yhtiöstä koostuvan verrokkiryhmän arvostustasot antavat mielestämme tällä hetkellä parhaan mittatikon Admicomin suhteelliselle arvostukselle.

Korostamme kuitenkin, että Admicomin arvostusta ei voi mielestämme peilata suoraviivaisesti globaaleiden SaaS-yhtiöiden arvostustasoihin, koska 1) Admicomin liiketoiminnan kokoluokka ja potentiaalinen markkina ovat huomattavasti verrokkeja pienempiä, 2) verrokkiryhmän yhtiöiden kehitysvaihe poikkeaa osin huomattavasti Admicomista, ja 3) Admicomin osakkeen riskitaso (esim. likviditeetti) on selvästi suurimpia verrokkiryhmän yhtiöitä korkeampi. Mittakaavaeron ja riskien huomioimiseksi sovellammekin Admicomin SaaS-verrokkien keskimääräisiin arvostuskertoimiin arvonmäärityksessä 15 %:n alennusta.

SaaS-verrokkianalyysiä tehdessä keskeisin arvostuskerroin on liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin, sillä useimmat listatut SaaS-yhtiöt ovat vielä voimakkaan kasvun vaiheessa, eikä niiden kannattavuus ole skaalautunut vielä potentiaaliselle tasolleen tai ne ovat tappiollisia.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	79,4	79,4	79,4
Osakemäärä, milj. kpl	4,93	4,93	4,93
Markkina-arvo	391	391	391
Yritysarvo (EV)	377	372	365
P/E (oik.)	52,4	38,9	30,0
P/E	59,8	45,2	33,1
P/Kassavirta	neg.	37,3	29,0
P/B	17,5	15,0	12,4
P/S	17,3	13,8	11,0
EV/Liikevaihto	16,7	13,1	10,2
EV/EBITDA (oik.)	38,4	29,4	22,3
EV/EBIT (oik.)	40,8	30,1	22,6
Osinko/tulos (%)	75,3 %	74,0 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,6 %	2,3 %

Lähde: Inderes

12kk FW EV/EBITDA



Arvonmääritys 3/4

Käytämme arvonmääritykseen verrokkiryhmän ennustetun kasvun ja operatiivisen kannattavuuden yhdistelmän (2021e liikevaihdon kasvu-% + 2021e EBIT-%) sekä 12kk eteenpäin katsovan EV/S-kertoimen korrelaatioon perustuvaa arvostusta. Painotamme SaaS-verrokkiryhmän arvostuksessa kasvun ja kannattavuuden yhdistävää arvostusmenetelmää, sillä se huomioi mielestämme puhdasta liikevaihdon kasvuun pohjautuvaa vertailua paremmin erot yhtiöiden skaalautumisessa ja tehokkuudessa.

Olemme laskelmassa olettaneet Admicomin kasvuparametriksi vuoden 2021 ennustetun liikevaihdon kasvuvauhdin (2021e +26 %) sekä yhtiön oikaistun liikevoittomarginaalin (2021e: +44 %). SaaS-verrokkien keskimääräiseen arvostustasoon perustuen Admicomille voitaisiin hyväksyä ennusteillamme noin 18x EV/S -kerroin, mikä antaa 15 %:n alennuksella laskettuna Admicomin liiketoiminnan hyväksyttäväksi EV/S-kertoimeksi noin 15x, yritysarvoksi (EV) noin 390 MEUR ja 2020e 14 MEUR:n nettokassa huomioiden osakekohtaiseksi markkina-arvoksi 82 euroa osakkeelta.

Yksittäiset verrokkiyhtiöt

Ruotsalainen Fortnox on mielestämme lähin verrokkiyhtiö ajatellen Admicomin SaaS-liiketoimintamallia, kohderyhmää (pk-sektori) ja kasvu- ja kannattavuusprofiilia. Fortnoxin arvostuskertoimet ovat olleet aiemmin merkittävästi Admicomia korkeampia, mutta ero on supistunut, kun Admicomin sijoittajakunta on laajentunut kansainvälisiin rahastoihin. Fortnoxin vuosien 2020-2021 EV/S-kerroin on noin 18-14x ja ennustettu EV/EBIT noin 53-41x. Yhtiön

liikevaihdon ennustetaan kasvavan vuonna 2021 noin 28 % ja EBITDA-%:n olevan noin 34 %, eli tuloksen kehittyvän suunnilleen samaa vauhtia Admicomin kanssa. Fortnox on kuitenkin mittakaavaltaan ja markkina-arvoltaan selvästi Admicomia suurempi yhtiö.

Helsingin pörssissä tällä hetkellä parhaita verrokkeja ovat näkemyksemme mukaan teknologiafokusoitunut tilitoimisto Talenom, jossa on joitakin samoja elementtejä (kuten vahva kasvu, defensiivinen liiketoiminta, skaalautuvuus ja pk-sektorille keskittynyt asiakaskunta) sekä SaaS-yhtiö LeadDesk, joka on kuitenkin Admicomiin nähden hieman erilaisessa kehitysvaiheessa. Olemme sisällyttäneet nämä yhtiöt sivulla 36 esitettävään pohjoismaisista verrokkiyhtiöistä koostuvaan verrokkitaulukkoon.

DCF-laskelma

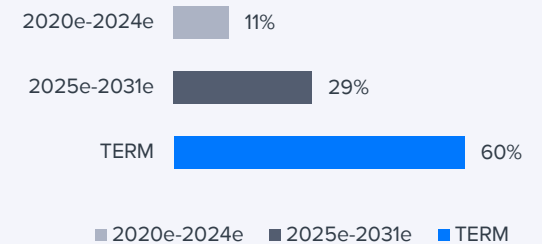
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa osakkeelle mielestämme perustelluilla oletuksilla noin 83 euron arvon. Kassavirtalaskelmamme osoittama käypä arvo on noussut selvästi aiemmasta laajasta päivityksestä, sillä ennusteemme Admicomin pitkän aikavälin kasvulle ja kestäväälle kannattavuustasolle ovat nousseet. Muutokset nostivat terminaalijakson painoa, joka on kuitenkin edelleen kasvuyhtiölle kohtuullisella 60 %:n tasolla. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 2,5 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 51 %:n tasolle. Laskelmassa olemme käyttäneet myös aiempaan nähden hieman alempaa oman pääoman kustannuksen ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) vaadetta (9,0 %), sillä likviditeetin parantuminen on laskenut käyttämäämme likviditeettipreemioita. Kassavirtalaskelmamme on esitetty liitetiedoissa.

Kassavirtalaskelman yhteenveto

Velaton arvo DCF	395
Oman pääoman arvo DCF	408
Oman pääoman arvo DCF per osake	82,8
Pääoman kustannus (wacc)	
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvonmääritys 4/4

Osakkeen tuotto-odotus eri skenaarioissa

Olemme tarkastelleet Admicomin arvoa kolmessa skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön markkinaosuudesta vuonna 2030 ja skaalautumisesta. Perusskenaarion mukainen ennuste vastaa nykyistä ennustettamme. Pessimistinen skenaario kuvastaa kasvuvauhdin merkittävää hidastumista ja positiivinen skenaario kehitystä, jossa yhtiö saavuttaa 10 vuoden aikana erittäin korkean markkinaosuuden kohdemarkkinoiltaan ja nykyistä korkeamman kannattavuuden. Olemme mallintaneet jokaiselle skenaariolle kassavirtalaskelman.

Perusskenaarion (paino 50 %) mukaisessa ennusteessa (50 %:n markkinaosuus, noin 97 MEUR:n liikevaihto ja 51 %:n EBIT-marginaali vuonna 2030) Admicom arvotetaan 408 MEUR:oon, mikä vastaa 83 euron osakekurssia. Tämä tarjoaa osakkeelle nykykurssiin nähden noin 6 %:n nousuvaran.

Negatiivisen skenaarion (paino 25 %) mukaisessa ennusteessa (30 %:n markkinaosuus, noin 55 MEUR:n liikevaihto ja 40 %:n EBIT-marginaali vuonna 2030) Admicom arvotetaan 213 MEUR:oon, mikä vastaa 43 euron osakekurssia. Tämä johtaa osakkeelle nykykurssiin nähden noin 45 %:n laskuvaraan.

Positiivisen skenaarion (paino 25 %) mukaisessa ennusteessa (70 %:n markkinaosuus, noin 130 MEUR:n liikevaihto ja 55 %:n EBIT-marginaali vuonna 2030) Admicom arvotetaan 562 MEUR:oon, mikä vastaa 114 euron osakekurssia. Tämä tarjoaa osakkeelle nykykurssiin nähden noin 47 %:n nousuvaran.

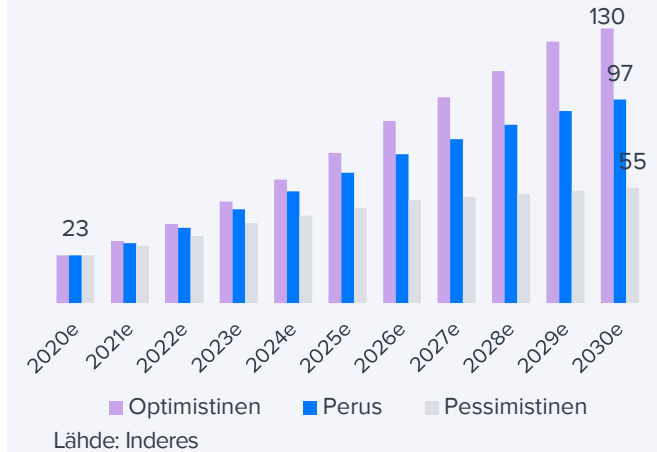
Skenaarioiden painotettu keskiarvo vastaa 81

euron osakekohtaista arvostusta, mikä on linjassa SaaS-verrokkianalyysin ja perusskenaarioidemme mukaisen arvonmäärityksen kanssa.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Admicomin arvostus on 2020e tulostasoon suhteutettuna vaativa, kun korona himmentää kasvunäkymiä ja Tocoman-yritysoston potentiaali realisoituu vasta osittain. Yhtiön vahvaan tuloskasvuun (CAGR EPS, 2020e-2023e +32 %) ja liiketoimintamallin defensiivisyyteen suhteutettuna näemme kuitenkin korkean arvostuksen perusteltuna. Vuoteen 2023 katsottaessa arvostus näyttää jo huomattavasti siedettävämmältä (2023 oik. P/E 23x), mikä heijastelee yhtiön voimakasta omistaja-arvon luontikykyä, jonka sivusta seuraaminen on osoittautunut historiassa huonoksi strategiaksi.

Skenaarioanalyysi: Liikevaihdon kehityspotut

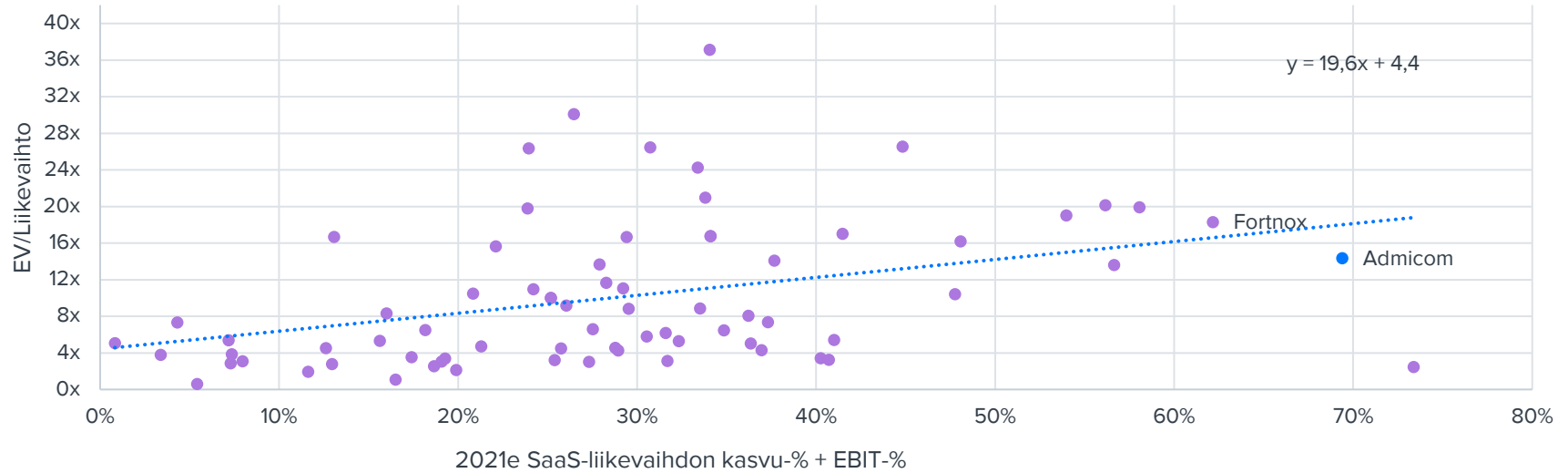


Arvostuksen skenaarioanalyysi

Vuonna 2030	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
Liikevaihto MEUR	54,6	96,5	130,2
Markkinaosuus 2030e	30 %	50 %	70 %
Liikevoitto MEUR	21,8	49,2	71,6
Liikevoitto-%	40 %	51 %	55 %
EV/liikevaihto 2030e	5,9x	3,0x	2,0x
DCF, MEUR	213	408	562
DCF per osake, EUR	43,2	82,8	114,1
Osakekurssi	75,8	75,8	75,8
Potentiaali	-43 %	+9 %	+51 %
Skenaarioiden painot	25 %	50 %	25 %
Painotettu keskiarvo	81 eur per osake		

SaaS-yhtiöiden arvostustaso

SaaS-yhtiöiden arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



SaaS-yhtiöiden FW 12kk EV/S-arvostuskerroin



Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt verrokkiryhmä

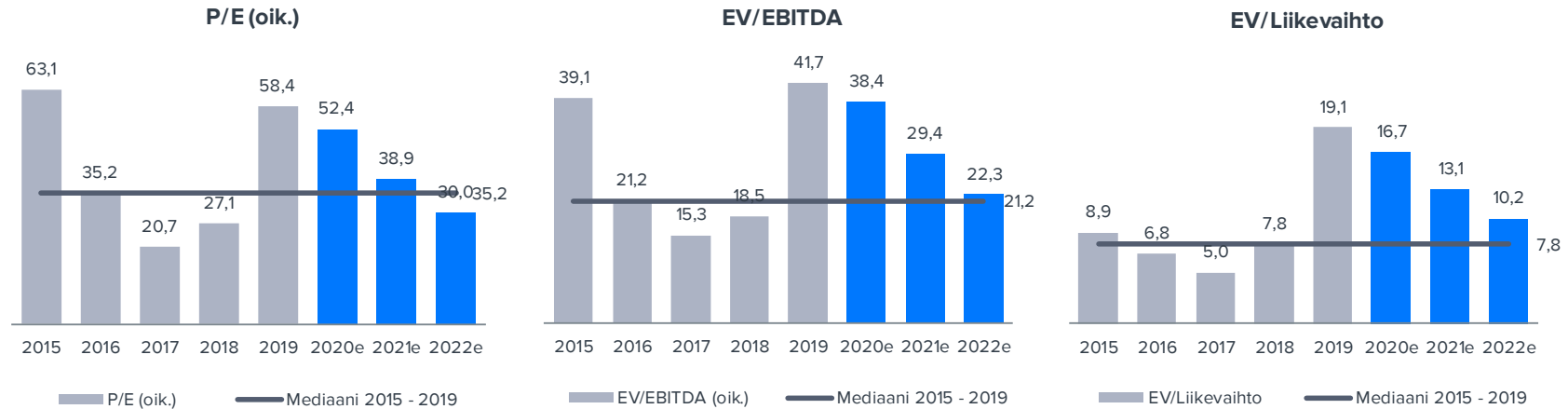
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Efecte	4,2	26	22					1,6	1,3
Briox AB	9,0	31	29					61,5	30,8
Basware	28,5	412	460	570,6	61,3	28,4	20,1	3,1	2,8
FormPipe Software AB	23,3	117	113	24,8	21,6	12,3	11,2	3,1	2,9
Fortnox AB	222,0	1211	1191	52,5	41,0	43,6	35,1	18,1	14,1
Heeros	2,4	10	10			10,3	5,1	1,1	1,0
LeadDesk	9,0	42	37		36,9	18,5	18,5	3,1	2,6
Lime Technologies AB	204,0	253	257	43,2	33,5	27,2	23,0	8,3	7,1
Safeture AB	10,3	23	23					7,9	5,9
Talenom	7,1	302	334	26,3	21,8	15,2	12,7	5,0	4,3
Vitec Software Group AB	191,2	498	533	34,2	26,7	14,2	12,3	4,4	4,1
Sinch AB	563,00	3068	2989	59,7	41,1	43,4	32,6	5,1	4,1
F-Secure	2,73	430	444	40,2	28,5	17,4	14,2	2,0	1,9
Qt Group	22,00	513	508	76,2	33,4	55,2	28,1	7,1	5,7
Simcorp A/S	662	3498	3541	34,6	24,7	30,4	22,5	8,0	7,0
SSH Communications Security	1,39	52	41		82,8	41,4	16,6	3,0	2,5
Artificial Solutions International AB	6,34	25	46					6,6	4,2
IAR Systems Group AB	106	136	137	15,9	11,4	10,3	7,7	3,6	3,1
Admicom (Inderes)	79,40	391	377	40,8	30,1	38,4	29,4	16,7	13,1
Keskiarvo				88,9	35,7	26,3	18,5	8,5	5,9
Mediaani				40,2	33,4	22,8	17,5	4,7	4,1
Erotus-% vrt. mediaani				1 %	-10 %	68 %	68 %	256 %	218 %

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

Arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,80	9,80	9,80	20,6	64,4	79,4	79,4	79,4	79,4	79,4
Osakemäärä, milj. kpl	4,32	4,32	4,32	4,58	4,85	4,93	4,93	4,93	4,93	4,93
Markkina-arvo	42	42	42	100	314	391	391	391	391	391
Yritysarvo (EV)	42	40	40	89	298	377	372	365	356	348
P/E (oik.)	63,1	35,2	20,7	27,1	58,4	52,4	38,9	30,0	23,5	19,3
P/E	63,1	35,2	22,0	29,0	59,0	59,8	45,2	33,1	25,0	20,3
P/Kassavirta	>100	25,8	21,3	11,0	40,9	neg.	37,3	29,0	22,7	18,8
P/B	18,7	11,7	13,6	8,8	19,3	17,5	15,0	12,4	10,2	8,7
P/S	9,0	7,2	5,2	8,7	20,1	17,3	13,8	11,0	8,8	7,4
EV/Liikevaihto	8,9	6,8	5,0	7,8	19,1	16,7	13,1	10,2	8,0	6,6
EV/EBITDA (oik.)	39,1	21,2	15,3	18,5	41,7	38,4	29,4	22,3	17,0	13,7
EV/EBIT (oik.)	55,3	26,7	16,1	20,7	44,7	40,8	30,1	22,6	17,2	13,8
Osinko/tulos (%)	97,5 %	82,7 %	67,2 %	71,4 %	66,5 %	75,3 %	74,0 %	75,0 %	80,0 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,3 %	3,1 %	2,3 %	1,1 %	1,3 %	1,6 %	2,3 %	3,2 %	4,2 %

Lähde: Inderes

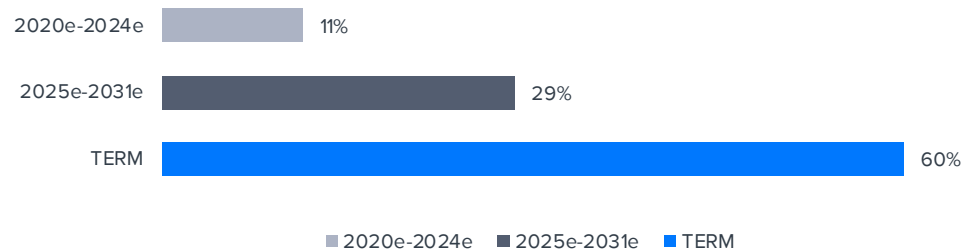


Lähde: Inderes

Kassavirtamalli (perusskenaario)

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	6,6	8,3	11,0	14,9	19,7	24,2	29,2	34,3	38,3	42,3	45,9	49,2	50,5	
+ Kokonaispoistot	0,5	1,5	1,7	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	0,9	
- Maksetut verot	-1,3	-1,8	-2,3	-3,1	-4,0	-5,0	-5,9	-6,9	-7,8	-8,6	-9,3	-9,8	-10,1	
- verot rahoituskuluista	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	
+ verot rahoitustuotoista	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	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,2	
Operatiivinen kassavirta	6,1	8,7	10,8	13,8	17,6	21,2	25,3	29,3	32,4	35,6	38,4	41,2	41,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	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	
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-10,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,6	-1,7	10,5	13,5	17,2	20,8	24,9	28,9	32,0	35,1	37,9	40,7	41,0	
+/- Muut	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,7	-1,7	10,5	13,5	17,2	20,8	24,9	28,9	32,0	35,1	37,9	40,7	41,0	
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,6	9,1	10,7	12,6	14,0	15,3	16,3	16,6	16,7	16,5	16,3	15,0	237
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		395	397	387	377	364	350	335	318	302	285	269	252	237
Velaton arvo DCF		395												
- Korolliset velat		0,0												
+ Rahavarat		16,3												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		-3,5												
Oman pääoman arvo DCF		408												
Oman pääoman arvo DCF per osake		83												

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	8,1	11,5	15,6	22,6	28,4	EPS (raportoitu)	0,45	0,71	1,09	1,33	1,76
Käyttökate	2,6	4,8	7,2	9,8	12,6	EPS (oikaistu)	0,47	0,76	1,10	1,51	2,04
Liikevoitto	2,5	4,3	6,6	8,3	11,0	Operat. kassavirta / osake	0,52	0,91	1,25	1,77	2,20
Voitto ennen veroja	2,4	4,1	6,6	8,3	11,0	Vapaa kassavirta / osake	0,46	1,98	1,59	-0,34	2,13
Nettovoitto	1,9	3,3	5,3	6,5	8,7	Omapääoma / osake	0,72	2,48	3,37	4,54	5,29
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-1,4	Osinko / osake	0,30	0,48	0,72	1,00	1,30
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	4,2	13,8	20,4	27,5	32,6	Liikevaihdon kasvu-%	38 %	42 %	37 %	44 %	26 %
Oma pääoma	3,1	11,3	16,3	22,4	26,1	Käyttökateen kasvu-%	41 %	81 %	49 %	37 %	29 %
Liikearvo	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	68 %	71 %	55 %	39 %	34 %
Nettovelat	-1,9	-10,8	-16,3	-13,9	-19,5	EPS oik. kasvu-%	70 %	60 %	45 %	37 %	35 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	32,7 %	41,9 %	45,7 %	43,5 %	44,4 %
Käyttökate	2,6	4,8	7,2	9,8	12,6	Oik. Liikevoitto-%	31,0 %	37,5 %	42,6 %	40,9 %	43,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	Liikevoitto-%	31,0 %	37,5 %	42,3 %	36,9 %	38,5 %
Operatiivinen kassavirta	2,2	4,2	6,1	8,7	10,8	ROE-%	57,3 %	45,0 %	38,2 %	33,8 %	35,8 %
Investoinnit	-0,3	-0,1	-0,5	-10,4	-0,4	ROI-%	74,5 %	59,4 %	47,8 %	43,1 %	45,3 %
Vapaa kassavirta	2,0	9,1	7,7	-1,7	10,5	Omavaraisuusaste	73,3 %	82,3 %	80,2 %	81,1 %	79,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-60,8 %	-95,0 %	-100,0 %	-62,2 %	-74,6 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Matti Häll			30,7 %			EV/Liikevaihto	5,0	7,8	19,1	16,7	13,1
SEB (hallintarekisteri)			19,8 %			EV/EBITDA (oik.)	15,3	18,5	41,7	38,4	29,4
Nordea (hallintarekisteri)			13,5 %			EV/EBIT (oik.)	16,1	20,7	44,7	40,8	30,1
Seppä Antti			3,7 %			P/E (oik.)	20,7	27,1	58,4	52,4	38,9
Räihä Jarmo			3,0 %			P/B	13,6	8,8	19,3	17,5	15,0
Parviainen Ismo			2,5 %			Osinkotuotto-%	3,1 %	2,3 %	1,1 %	1,3 %	1,6 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja

voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.7.2018	Lisää	15,50 €	14,75 €
9.7.2018	Lisää	16,70 €	15,90 €
6.9.2018	Vähennä	18,00 €	20,59 €
8.10.2018	Vähennä	23,00 €	23,50 €
3.1.2019	Lisää	23,00 €	21,50 €
14.1.2019	Vähennä	25,00 €	25,10 €
21.3.2019	Vähennä	35,00 €	37,00 €
8.4.2019	Vähennä	39,00 €	40,70 €
8.7.2019	Vähennä	44,00 €	45,90 €
7.10.2019	Vähennä	48,00 €	50,20 €
9.1.2020	Vähennä	63,00 €	66,40 €
13.1.2020	Vähennä	68,00 €	67,60 €
11.3.2020	Lisää	78,00 €	73,80 €
13.4.2020	Vähennä	75,00 €	73,00 €
20.5.2020	Lisää	83,00 €	77,40 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**