

Admicom

Laaja raportti

18.6.2024 08.00 EEST



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Valmiina kasvun kiihdyttämiseen markkinan piristyessä

Toistamme rakennusalan ohjelmistoihin erikoistuneen Admicomin lisää-suosituksen ja 52,0 euron tavoitehinnan. Admicomin osake ja sitä kautta sen arvostus ovat elpyneet selvästi vuoden 2023 syksyn pohjista, jolloin huolet heikon rakennussyklin vaikutuksista yhtiöön olivat korkeimmillaan. Tämän jälkeen yhtiö on osoittanut pystyvänsä orgaaniseen kasvuun myös tässä markkinassa ja tekemään samalla hyvää tulosta ja kassavirtaa. Jatkossa tuloskasvu korostuu entistä enemmän osakkeen tuotto-odotuksen ajurina, vaikka kasvun piristymisen kautta myös arvostuskertoimissa voi olla edelleen nousuvaraa.

Rakennusalan pk-yritysten laaja-alainen SaaS-ohjelmistotoimittaja

Admicomin ratkaisutarjooman ytimessä on erityisesti pk-yrityksille kehitetty Ultima-toiminnanohjausjärjestelmä (aik. Adminet) ja sitä täydentävät tilitoimistopalvelut. Asiakastarpeen mukaan skaalautuvana SaaS-ohjelmistona tarjottavan ratkaisun ydinajatus perustuu pitkälle vietyyn automaatioon sekä rakennusalan erityispiirteet huomioivaan kokonaisratkaisuun. Yhtiön viime vuosina tekemät yrityskaupat ovat laajentaneet tarjoomaa muun muassa kustannuslaskennan, projektinhallinnan sekä dokumentoinnin alueilla. Samalla laajentunut asiakaskunta (>3000 asiakasta) tarjoaa lisä- ja ristiinmyyntipotentiaalia, kun Suomen rakennusmarkkina jälleen piristyy.

Laadukas yhtiö, joka käynyt viime vuosina läpi isoja muutoksia vaikeassa markkinatilanteessa

Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyy vahva pitkän aikavälin kasvupotentiaali, erinomainen kannattavuus ja kassavirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus, skaalautuvuus ja ennustettavuus. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 29 % vuosina 2015-2022 ja EBITA-marginaali oli viime vuonna 37 %. Viime vuosina orgaaninen kasvu on kuitenkin hidastunut organisaatiossa tapahtuneen ison muutosvaiheen sekä rakennussyklin heikentymisen myötä. Samaan aikaan seuraavaa kasvuvaihetta ja kansainvälistymistä varten lisätyt kasvupanostukset ovat painaneet yhtiön kannattavuutta historiallisista huipputasoista. Isoimmat panostukset on kuitenkin tehty, ja jatkossa kasvun pitäisi heijastua jälleen vahvemmin tulosriveille, mistä yhtiöllä on myös historiassa erinomaiset näytöt. Admicomin vahva markkina-asema ja kilpailukykyinen tuotetarjooma Suomessa tarjoavat yhtiölle hyvät edellytykset palata piristyvän kasvun polulle markkinatilanteen elpyessä. Tämän lisäksi kansainvälisellä laajentumisella markkinapotentiaali on mahdollista moninkertaistaa, ja ensimmäistä avausta tällä saralla tavoitellaan vielä tämän vuoden aikana. Rakennusalan digitalisaation aste on selvästi muita toimialoja jäljessä ja tulevana vuosikymmeninä toimialan digitalisoituminen tulee tarjoamaan valtavasti kasvumahdollisuuksia tämän parissa työskenteleville yrityksille.

Arvostus houkuttaa heikon rakennussyklin yli katsottuna

Ennusteillamme Admicomin vuoden 2024 oikaistu EV/EBIT-kerroin (19x) on pelkästään kuluvan vuoden vaisuun kasvuun ja heikentyvään kannattavuuteen peilattuna korkeahko. Arviomme mukaan vuosi 2024 tulee kuitenkin jäämään tuloksen osalta pohjavuodeksi, ja Admicomin kasvun kiihtyvän keskipitkällä aikavälillä rakennussyklin elpyessä. Vuosien 2026-2027 EV/EBIT-kertoimet (14x-11x) laskevat ennusteissamme houkuttelevalle tasolle, mikä kertoo Admicomin arvonluontipotentiaalista tuloskasvun palatessa raiteilleen. Admicomin vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta yhtiön tuloksesta konvertoituu vapaata rahavirtaa erittäin hyvällä suhteella, mikä yhdessä hyvien pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksien valossa puoltaa mielestämme suhteellisen korkeita arvostuskertoimia.

Suositus

Lisää

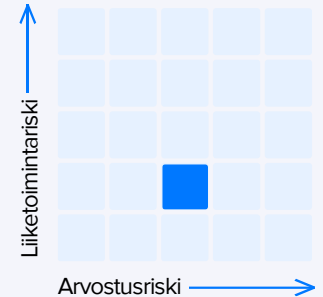
(aik. Lisää)

52,00 EUR

(aik. 52,00 EUR)

Osakekurssi:

46,65



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	34,3	35,0	37,7	41,8
kasvu-%	9 %	2 %	8 %	11 %
EBIT oik.	12,7	11,4	13,0	14,9
EBIT-% oik.	36,9 %	32,7 %	34,6 %	35,7 %
Nettotulos	6,3	5,6	7,1	8,6
EPS (oik.)	2,04	1,86	2,15	2,45
P/E (oik.)	21,2	25,1	21,7	19,0
P/B	7,4	7,4	6,6	5,8
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,4 %	1,6 %	1,9 %
EV/EBIT (oik.)	16,6	19,4	16,5	13,9
EV/EBITDA	16,4	19,1	16,2	13,6
EV/Liikevaihto	6,1	6,4	5,7	4,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

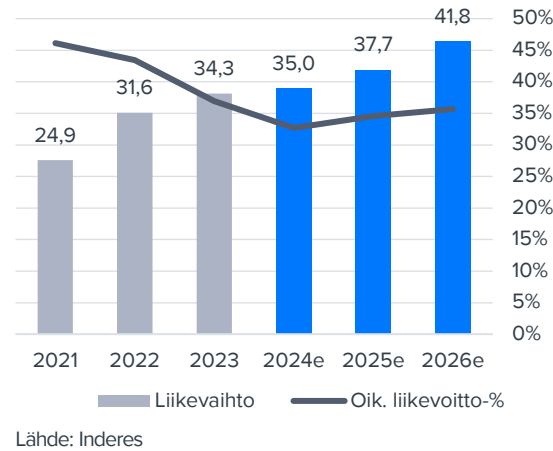
(Ennallaan)

Vuonna 2024 jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) arvioidaan kasvavan 5-10 % (2023: 32,5 MEUR). Kokonaisliikevaihdon arvioidaan kasvavan vuodesta 2023. Oikaistun käyttökatteen (EBITDA) arvioidaan olevan 32-37 % liikevaihdosta.

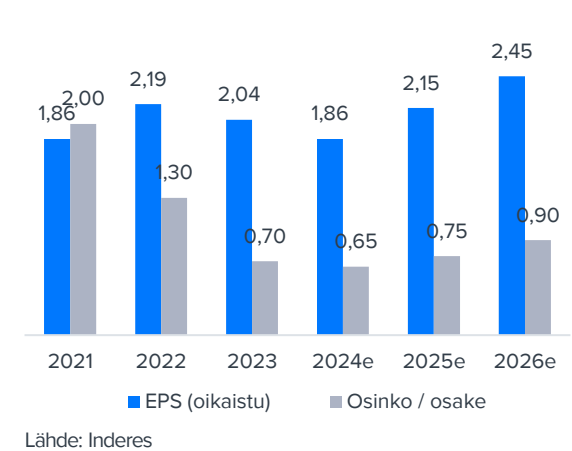
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Vahva markkina-asema Suomessa ja kilpailukykyinen tuoteportfolio
- Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen perustuva liiketoimintamalli
- Kasvuinvestoinneista huolimatta vahva kannattavuus ja rahavirta
- Historialliset kasvunäytöt tuovat uskottavuutta kasvutavoitteille
- Tulospuskun kiihdytys onnistuneilla yritysostoilla



Riskitekijät

- Rakennusalan heikko suhdanne varjostaa orgaanista kasvunäkymää
- Lisätyt kasvupanostukset ja niiden onnistuminen
- Yrityskauppoihin liittyvät riskit
- Kansainvälistymisessä onnistuminen pitkän aikavälin kasvun kannalta tärkeää
- Kilpailutilanteen kiristyminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	46,7	46,7	46,7
Osakemäärä, milj. kpl	4,99	4,99	4,99
Markkina-arvo	233	233	233
Yritysarvo (EV)	222	215	207
P/E (oik.)	25,1	21,7	19,0
P/E	41,3	32,8	27,0
P/B	7,4	6,6	5,8
P/S	6,6	6,2	5,6
EV/Liikevaihto	6,4	5,7	4,9
EV/EBITDA	19,1	16,2	13,6
EV/EBIT (oik.)	19,4	16,5	13,9
Osinko/tulos (%)	57,5 %	52,7 %	52,2 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,6 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Markkinat	14-17
Kilpailukenttä	18-21
Strategia	22-27
Taloudellinen tilanne	28-30
Ennusteet	31-34
Sijoitus- ja riskiprofiili	35-36
Arvonmääritys	37-42
Taulukot	43-48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	49

Admicom lyhyesti

Admicom on suomalainen SaaS-mallilla toimiva laaja-alainen rakennusalan ohjelmistotoimittaja.

2004

Perustamisvuosi

2018

Listautuminen

34,3 MEUR (+9 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

33,8 MEUR (+10 % v/v)

Jatkuva vuosilaskutus (ARR) Q1'24 lopussa

12,8 MEUR (37 % lv:sta)

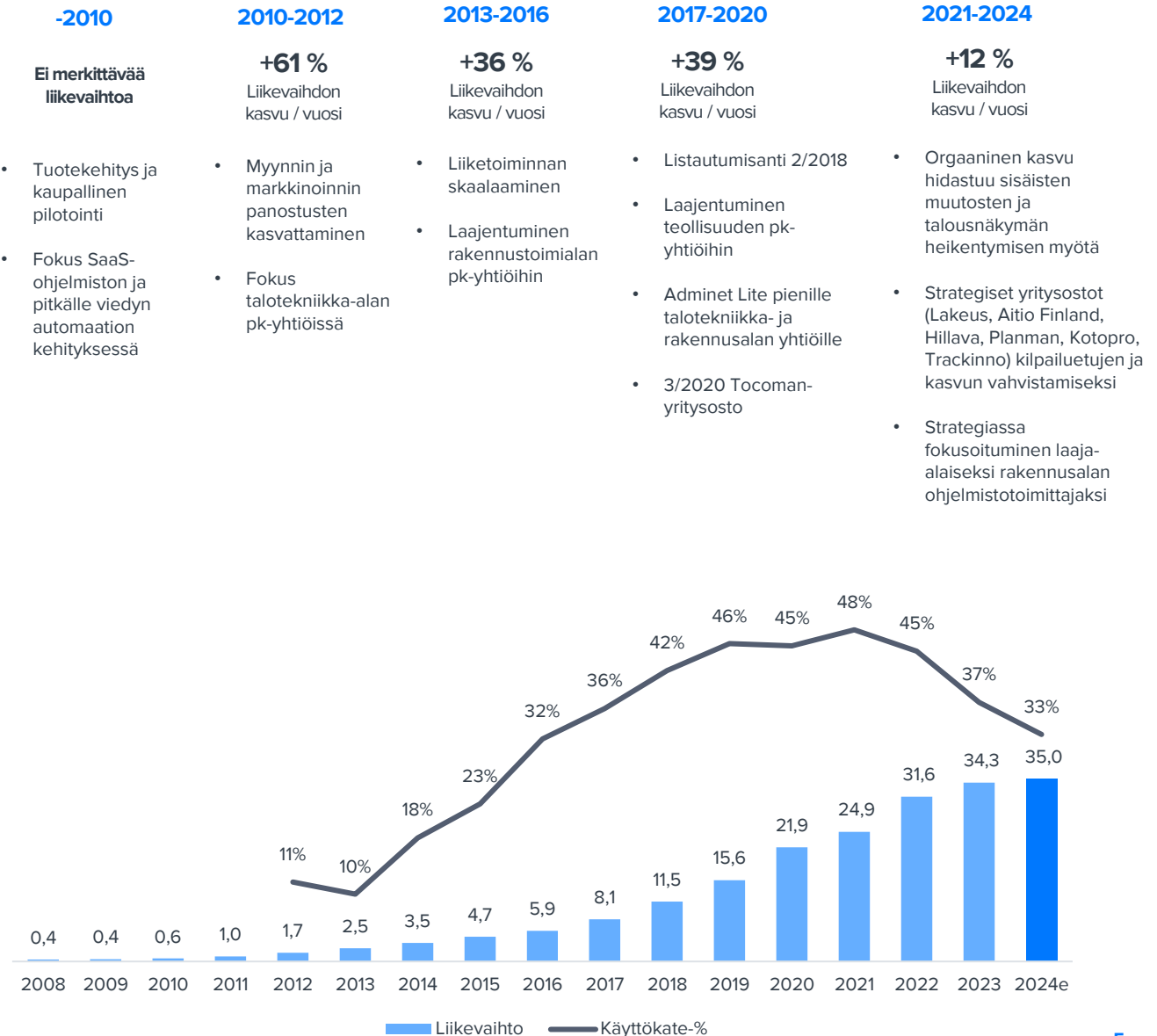
Käyttökate 2023

279

Henkilöstö Q1'24 lopussa

93 %

Toistuvan kuukausilaskutuksen osuus liikevaihdosta 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Admicomin tausta ja historia

Admicom on vuonna 2004 perustettu SaaS-mallilla toimiva rakennusalan ohjelmistotoimittaja. Yhtiön kehittämän toiminnanohjausjärjestelmän (aik. Adminet, nyk. Ultima) alkuperäinen 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 löi myöhemmin vahvasti läpi. Admicomin menestystekijöitä ovat myös vahva toimialaosaaminen sekä pitkälle viety automaatio.

Admicomin t&k-vaihe kesti peräti 6 vuotta noin 10 henkilön tiimillä. Yhtiö ei lähtenyt kaupallistamaan tuotetta hätiköiden, vaan kehitti sitä muutamien asiakkuuksien avulla kärsivällisesti riittävän kypsään ja voimakkaan skaalautuvuuden mahdollistavaan vaiheeseen. Vuonna 2010 yhtiön painopiste siirtyi kaupallistamiseen, joka aloitettiin talotekniikan pk-yritysten erityistarpeisiin suunnatulla ratkaisulla. Admicom alkoi nopeasti voittamaan markkinaosuuksia edeltävän sukupolven ohjelmistoilta ja sekalaisista ohjelmistoista koostuneilta ratkaisuilta. Vuonna 2013 Admicom laajeni talotekniikasta rakentamisen segmenttiin ja vuonna 2017 edelleen teollisuuden ratkaisuihin.

Vuoden 2018 listautumisen jälkeen Admicom on jatkanut kasvuaan ja yhtiö on saavuttanut ydinkohderyhmässään jo vahvan markkina-aseman. Yhtiön viime vuosina tekemät, rakentamisen toimialalle painottuneet yrityskaupat ovat samalla laajentaneet yhtiön tuotetarjoomaa ja

tarjoavat lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia laajentuneeseen asiakaskuntaan. Vuoden 2022 lopussa uudistetun strategian myötä Admicom fokuosoituukin erityisesti rakennusalan ohjelmistotoimittajaksi.

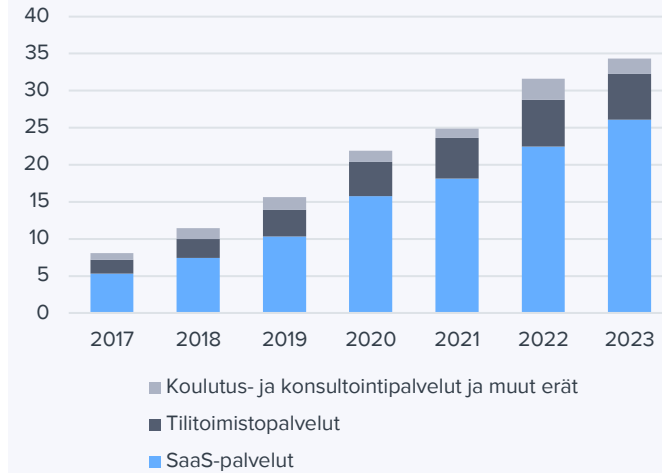
Admicom tänään

Admicom on onnistunut erinomaisesti ohjelmistonsa kaupallistamisessa sekä viime vuosina tuoteportfolion laajentamisessa yritysostoin, mistä kertoo keskimäärin 29 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu 2015-2023. Viime vuosina orgaaninen kasvu on kuitenkin hidastunut organisaatioissa tapahtuneen ison muutosvaiheen sekä rakennussyklin heikentymisen myötä. Admicomin skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta yhtiö on ollut pidempään jo erittäin kannattava. Vuonna 2023 merkittävästi lisätystä kasvupanostuksista huolimatta yhtiö ohjeistaa tälle vuodelle 32-37 %:n oikaistua käyttökatetta, mistä muodostuu vapaata rahavirtaa korkealla suhteella. Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja yhtiö työllisti Q1'24 lopussa 279 henkilöä.

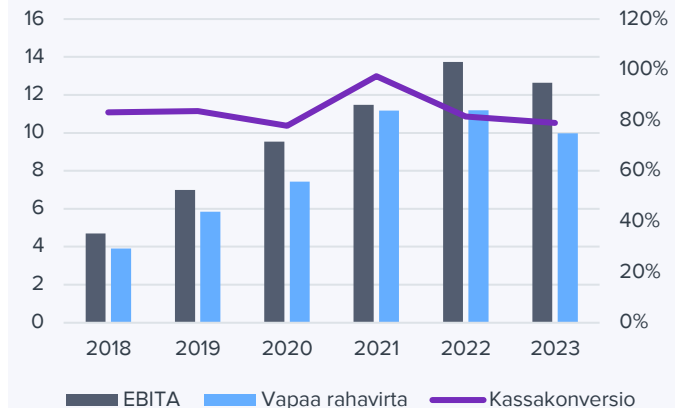
Admicomin ydinkohderyhmää ovat talotekniikan ja rakentamisen toimialojen pk-yritykset (liikevaihto 1-5 MEUR). Tässä kohderyhmässä on selkeä tarve kokonaisvaltaisille toiminnanohjauksen ratkaisuille, eikä ohjelmistolta edellytetä pitkälle vietyä räätälöitävyyttä. Näin kohderyhmälle voidaan tarjota hyvin skaalautuvia, modulaarisia, vakioituja ja automatisoituja ohjelmistoratkaisuja.

Admicomilla on tällä hetkellä yhteensä reilu 3000 asiakasta. Näistä noin 1500 käyttää yhtiön Ultima-toiminnanohjausjärjestelmää ja reilu 1500 muita ohjelmistoratkaisuja.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



EBITA:n ja vapaan kassavirran kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Tuotetarjooma ja liiketoimintaidea

Pilvipohjainen toiminnanohjausjärjestelmä Ultima (aik. Adminet) on Admicomin ydintuote. Ultiman ydinajatus perustuu 1) skaalautuvuuden, ajantasaisuuden ja paikkariippumattomuuden mahdollistavaan SaaS-ohjelmistoon, 2) rutiinitöiden pitkälle vietyyn automatisaatioon, 3) modulaariseen kokonaisratkaisuun ja 4) liiketoiminnan tietojen ja raportoinnin reaaliaikaisuuteen.

Pilvipalveluna Ultima mahdollistaa perinteisiä ohjelmistoratkaisuja nopeamman ja kustannustehokkaamman käyttöönoton ja ylläpidon, jatkuvan ajantasaisuuden sekä paikkariippumattomuuden. Ominaisuuksiltaan Ultima on hyvin kattavaa kokonaisratkaisu, josta asiakas saa kaikki toiminnanohjauksen sovellukset ilman, että useita järjestelmiä tarvitsee integroida tai tietoja 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. Näin tarve hallintoa pyrittävälle konttorityöntekijälle voi poistua jopa kokonaan ja johdon hallinnollinen työmäärä laskee merkittävästi. Admicomin mukaan sen ohjelmiston tehokkuusvaikutus on ollut monille asiakkaille useita henkilötyövuosia. Etuna on myös 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, jonka myötä läpinäkyvyys kasvaa ja virheiden määrä vähenee.

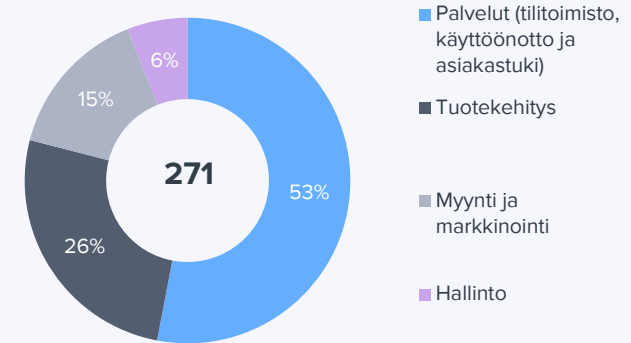
Ultiman sisältämiä toiminnallisuuksia ovat muun muassa tarjouslaskenta, tuotannonohjaus, projektinhallinta, kuluvalvonta, raportointi, tuotetiedon hallinta, kirjanpito, laskutus, projektilaskenta, dokumentinhallinta ja palkkahallinto. Ohjelmisto sisältää myös valmiit integraatiot pankkiyhteyksiin, viranomaisilmoituksiin, verkkolaskuoperaattoriin sekä rakennustuotteiden hintatietojen rajapintoihin. Ratkaisusta on saatavilla myös kevennetty Lite-versio mikroyritysten tarpeisiin.

Viime vuosina Admicom on alkanut yritysostojen sekä oman tuotekehityksen kautta laajentua puhtaasta ERP-toimittajasta laaja-alaisemmaksi ohjelmistoyhtiöksi. Vuoden 2024 alussa tehdyn brändiuudistuksen myötä tuotteiden nimiä muutettiin vastaamaan yhtenäistä Admicom-tuoteperhettä.

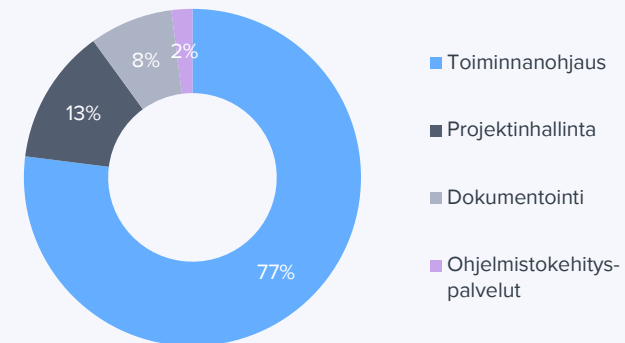
Admicomin tuoteportfolioon kuuluvat tänä päivänä myös liikkuvan työn ohjauksen täsmäratkaisu Admicom Flex (aik. Hillava) sekä dokumentointi- ja tiedonhallintaohjelmisto Admicom Vision (aik. Kotopro). Vuoden 2024 alussa ostettu Trackinno toi tuoteportfolioon ratkaisun kalustonhallintaan ja kunnossapitoon.

Admicomin projektinhallintayksikön tarjoomaan kuuluvat ratkaisut määrä- ja kustannuslaskentaan (Estima ja Estima Pro), kustannusraportointiin (Insite, aik. Tocoman Raportointi), aikataulutukseen (Tempo ja Planner, aik. Tocoman Aikataulu) sekä BIM3-ratkaisut tietomallien hyödyntämiseen.

Henkilöstön jakauma 2023 lopussa



Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain 2023



Admicomin ohjelmistoratkaisujen kuvaus



Ultima

Kokonaisvaltainen ja pitkälle automatisoitu toiminnanohjausjärjestelmä.



Flex

Erityisesti liikkuvan huolto- ja asennustyön tehtävienhallintaan tarkoitettu ERP.



Vision

Ohjelmistolla voi tehdä kattavan dokumentoinnin tai raportit, todistukset ja muut tärkeät havainnot suoraan työmaalta.



Estima

Kokonaisvaltainen määrä- ja kustannuslaskennan ohjelmisto



Tempo

Ohjelmisto rakennusalan projektien aikataulutukseen



Planner

Ohjelmisto rakentamisen ajoituksen suunnitteluun ja ajanhallintaan.



Insite

Rakennusyrityksen johdon, controllerin, tuotant johdon ja projektipäällikön työkalu tuottojen ja kustannusten hallintaan.



BIM3

Ohjelmisto tarjoaa kattavan ja joustavan ratkaisun hyödyntää tietomalleja koko rakennustuotannossa.



Trackinno

Trackinno tarjoaa monipuoliset työkalut kalustonhallintaan ja kunnossapitoon

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Admicom on perustaltaan puhdas tuote-yhtiö, 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 6 % vuonna 2023. Normaali asiakastuki tarjotaan osana ohjelmistojen SaaS-kuukausimaksuja.

Admicom tarjoaa asiakkailleen myös tilitoimistopalvelua (2023: 18 % liikevaihdosta). Tilitoimistopalveluiden rooli on tukea ohjelmiston tuotekehitystä etenkin prosessiautomaatioissa 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.

Asiakas voi käyttää Admicomin ohjelmistoa itse, hyödyntäen omaa tilitoimistoaan tai Admicomin tilitoimistoa. Admicom ei pyri kilpailemaan suoraan tilitoimistopalveluissa, vaan tarjoamaan Ultima-ohjelmiston tilitoimiston ja yritysasiakkaan työkaluksi osana kokonaisuutta. Kyky tarjota ohjelmistot ja tilitoimistopalvelut yhdessä on kuitenkin yksi kilpailutekijä yhtiölle, mikä lisää myös asiakaspitoa. Admicomin SaaS-asiakkaista noin reilu kolmannes käyttää yhtiön tilitoimistopalveluita. Käsitksemme mukaan uusista asiakkaista noin puolet ottaa käyttöönsä myös tilitoimistopalvelut.

Admicom tarjoaa tilitoimistopalveluita vain yhtiön omaa toiminnanohjausjärjestelmää käyttäville asiakkaille. Pitkälle automatisoitujen prosessien ansiosta tilitoimistopalvelut toimivat hyvin tehokkaasti (2023: liikevaihto/työntekijä arviolta n. 90 TEUR) ja kannattavuus on arviomme mukaan erittäin hyvällä tasolla.

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 ovat monistettavissa hyödyttämään laajasti yhtiön asiakaskuntaa. Jokaisella asiakkaalla on kuitenkin joissain määrin omat liiketoiminnan fokusalueet ja prosessit. Siten ohjelmiston toimintojen kattavuus ja modulaarisuus on tärkeää, kun pyritään saavuttamaan mahdollisimman vahva markkina-asema.

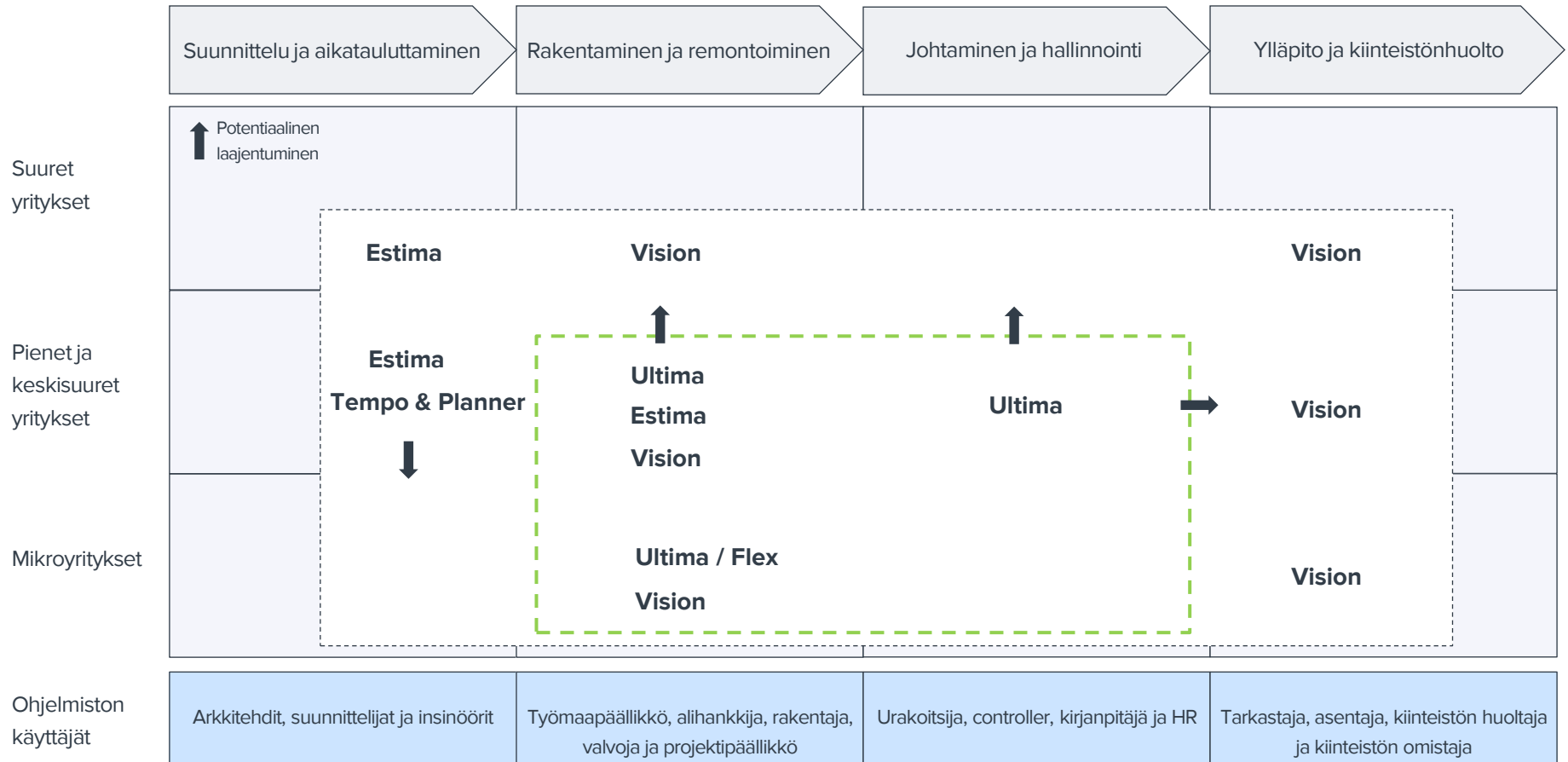
Suuryhtiöt (yli 50 MEUR liikevaihto) eivät ole perinteisesti olleet Admicomin pääfokuksessa, sillä ne edellyttävät ohjelmistoilta useimmiten mittavaa räätälöintiä ja integraatioita. Yhtiöllä on kuitenkin joitain asiakkaita 25-100 MEUR:n kokoluokassa ja kiinnostus suuryhtiöiden puolelta Ultima kohtaan on viime vuosina kasvanut. Projektinhallinta- ja dokumentointiratkaisut ovat sen sijaan käytössä myös suuremmissa yrityksissä. Admicomilta löytyy myös alle 1 MEUR:n liikevaihdon yrityksille suunnattu kevennetty ratkaisu (Ultima Lite). Lisäksi nykyistä

kustannuslaskennan ja aikataulutuksen ohjelmistoista on kehitetty myös pienemmille yhtiöille soveltuvat versiot.

Admicomin päivitettyssä strategiassa yhtiön fokus on täysin rakennusalan ohjelmistoissa, joten ohjelmistotarjoomaa kehitetään toimialan yritysten ehdoilla. Talotekniikan alueella ohjelmistossa on esimerkiksi huomioitu LVI-, sähkö- ja muun talotekniikka-alan erityispiirteet. Rakentamisessa on puolestaan huomioitu alan erityispiirteet, kuten projektilaskenta ja -osatuloutus, kalustonhallinta, kustannuslaskenta ja tiedonantovelvollisuus. Mobiiliratkaisulla tiedot siirretään reaaliaikaisesti työmaan ja toimiston välillä. Ohjelmistoon on myös integroitu hinnastot, joista tuotehaun avulla löytyy talotekniikka- ja rakennusalan tuotteiden toimittajat ja ajantasaiset hinnat sekä voidaan tehdä ostotilaukset.

Admicom on perinteisesti keskittynyt liiketoiminnassaan vain Suomen markkinaan, sillä yhtiön ERP-ratkaisun vahvuus on ollut kotimarkkinan erityispiirteet huomioiva kokonaisuus. Uudessa strategiassa ja uusien ohjelmistoratkaisujen myötä kansainvälistyminen on entistä suuremmissa roolissa yhtiön kasvutavoitteita. Dokumentoinnin ja projektinhallinnan alueilla yhtiöllä on jo myös jonkin verran kansainvälisiä asiakkaita. Käsittelemme Admicomin kansainvälistymisen vaihtoehtoja tarkemmin strategia-kappaleessa.

Admicomin ohjelmistoratkaisujen asemoituminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Ultima on hyvin standardoitu sen kohderyhmiin ja se on nopea ottaa käyttöön. Tämän ansiosta sen myyntiprosessi on toiminnanohjausjärjestelmäksi varsin lyhyt, eikä vaadi tuekseen korkeapalkkaisia asiantuntijoita tai mittavaa konsultointia. Tuotteen myyntisykli on tyypillisesti muutamia kuukausia ja ostajana on kohdeyhtiön toimitusjohtaja ja hallinto. Admicomin kohderyhmät Suomessa ovat selkeitä ja tarkkaan rajattuja, mikä helpottaa myyntityötä.

Toiminnanohjausjärjestelmän myynti on konsultoivaa myyntiä, minkä takia Admicom tekee myyntityötä pääasiassa omalla organisaatiolla. Joidenkin uudempien ratkaisujen (esim. dokumentointi) osalta yhtiöllä on mahdollisuus kehittää myös tuotevetoista myyntiä, jossa tuotetta on esimerkiksi mahdollisuus testata jonkin aikaa ilmaiseksi ennen varsinaista ostopäätöstä. Myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli vuonna 2023 noin 15 % henkilöstöstä.

Ultima-kauppojen syntymisen jälkeen Admicomin oma projektitiimi lähtee toteuttamaan asiakkaalle käyttöönottoprojektia, joka sisältää koulutuksen ja asetusmäärittelyt. Admicom laskuttaa käyttöönotosta lähinnä kustannusten mukaan projektien arvojen ollessa joitain tuhansia euroja. Asiakas saadaan tyypillisesti vietyä tuotantoon muutamien kuukausien kuluessa. Kun asiakas on tuotannossa, alkavat SaaS-maksut tuloutua. Tuotantoon siirtymisen jälkeen asiakas on vielä muutaman kuukauden projektitiimin tukemana ennen siirtymää normaalin asiakastuen piiriin.

Tuotekehitys

Tuotekehityksessä työskenteli viime vuonna noin 26 % Admicomin henkilöstöstä. Viime vuosina

merkittävä tuotekehityshanke on ollut koko Ultima-toiminnanohjausjärjestelmän vanhentuneen talusmoottorin modernisointi. Tämä mahdollistaa nyt ekosysteemikumppanien kytketymisen järjestelmään rajapintojen kautta sekä uusien ratkaisujen tuomisen osaksi kokonaisuutta helpommin. Tänä vuonna asiakkaille iso näkyvä uudistus oli uuden modernin ja muokattavan ”lennonjohtonäkymän” tuominen Ultimian etusivulle, josta asiakas näkee kertakirjautumisella kaikki Admicomin ratkaisut. Jatkoissa talusmoottorin uudistaminen mahdollistaa uusien ominaisuuksien ja ratkaisujen tuomisen asiakkaille selvästi nopeammin.

Muuten Ultima 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. Lisäksi palvelun käytettävyyttä ja mobiilikäyttöominaisuuksia pyritään jatkuvasti parantamaan.

Admicom teki vuoden 2021 lopussa merkittävän investoinnin tuotekehitykseen, kun yhtiö hankki Aitio Finland -yhtymästä yli 20 ohjelmistoalan kehittäjää ja asiantuntijaa. Näitä aiemmin ulkoista laskutusta tehneitä tekijöitä on tämän jälkeen siirretty yhtiön sisäisiin hankkeisiin, mikä on merkittävästi laskenut Aitiosta tullutta liikevaihtoa (2021: n. 2,0 MEUR) viime vuosina. Järjestelyssä saatu teknologia- ja integraatio-osaaminen on vahvistanut Admicomin resursseja uusien tuotteiden kehittämisen, tulevien yritysjärjestelyjen, kumppanuuksien kehittämisen ja ekosysteemin laajentamisen osalta.

Uutena osa-alueena tuotekehityksessä on tekoäly,

jonka osalta ensimmäisiä sovelluksia ollaan jo tuomassa rikastamaan Admicomin ratkaisuja. Konkreettinen kehitteillä oleva esimerkki on dokumentoinnissa automaattinen tiedonkeruu ja raportointi. Tällöin tekoäly voisi esimerkiksi työmaalta otetun kuvan perusteella tunnistaa vesivahingon, laatia siitä valmiin tarkastusraportin ja kääntää sen samalla usealle eri kielelle.

Isossa kuvassa tekoäly tarjoaa lukemattoman määrän mahdollisuuksia rakennusalan tuottavuuden tehostamiseen eri tavoin, mikä todennäköisesti pidemmällä tähtäimellä kiihdyttää toimialan digitalisaatiokehitystä.

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdosta 76 % (2023) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. Nämä perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan keskimääräinen Ultima-asiakas tuottaa yhtiölle noin 1-2 tuhatta euroa SaaS-tuloja kuukaudessa, mikä on varsin korkea summa suhteessa esimerkiksi pelkkään kirjanpito-ohjelmistoon nähden. 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 on hyvin työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä rakennusosalalle tyypillisten konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Vuonna 2023 Admicomin asiakaspoistuma (6,9 %) oli koholla, missä näkyi toimialan heikko suhdannetilanne.

Admicom ei käytä Ultiman osalta transaktiopohjaista hinnoittelua, vaan se pohjautuu yhteen kuukausimaksuun perustuvaan hinnoitteluun. Kuukausihinta tarkistetaan asiakkaan käyttäjämääriin kuukausittain ja liikevaihtoon vuosittain. Tasauslasku voi siis olla kasvavassa yrityksessä ylöspäin ja laskevassa alaspäin, perustuen asiakkaan vuosisopimukseen. Tasauslasku laskutetaan viisi kuukautta asiakkaan tilikauden päättymisen jälkeen. Muiden ohjelmistoratkaisujen osalta hinnoittelumallit on puolestaan sidottu käyttäjien määrään.

Historiassa Ultiman hinnoittelumalli on ollut Admicomin skaalautuvaa kasvua tukeva tekijä. Asiakkaan liikevaihdon ja/tai henkilöstömäärän kasvaessa tai asiakkaan ottaessa käyttöön laajemmin tuotteen ominaisuuksia myös järjestelmän käyttömaksut nousevat. Asiakkaan liikevaihto- ja käyttötiedot saadaan suoraan Admicomin järjestelmästä ja tasauslaskutus on automatisoitu. Tasauslaskutus ja asiakkaiden käytön laajentuminen on historiassa tuonut selkeän lisän Admicomin liikevaihtoon, kun yhtiön asiakastoimialojen kasvu on ollut voimakasta ja asiakkaiden liikevaihto kasvanut toimialan keskimääräistä kehitystä nopeammin.

Vuonna 2023 tasauslaskutus nousi ennätystasolle 2,3 MEUR:oon (2022: 1,6 MEUR) ja sen vaikutus kasvuun oli 2,4 %-yksikköä. Rakennussyklin hyytymisen myötä tasauslaskun muutos tulee vaikuttamaan negatiivisesti Admicomin kasvuun vuonna 2024, kun yhtiö ennakoii sen laskevan 1,5

MEUR:oon. Myöskään ensi vuonna tältä erältä on tuskin odotettavissa olennaista piristymistä, sillä tuolloin tasauslaskun perustana on asiakkaiden vuoden 2024 volyymit.

Pitkällä aikavälillä arvioimme tasauslaskutuksen vaikutuksen kasvuun olevan lievästi positiivinen. Admicom myös pohtii jatkuvasti mahdollisia muutoksia Ultiman hinnoittelumalliin. Näin ollen jossain vaiheessa tasauslasku voi jäädä historiaan, ja se voitaisiin esimerkiksi sisällyttää suoraan osaksi ohjelmiston kuukausimaksuja.

Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

Admicomin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien voimakas monistettavuus, skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Toistuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2023 oli noin 93 % ja kannattavuus oli erittäin hyvällä tasolla (37 %). Historiallisista huippukannattavuuksista (EBITDA 45-48 %) on kuitenkin viime vuosina tultu selvästi alaspäin, kun yhtiö on investoinut käytännössä organisaation kaikkiin toimintoihin rakentaessaan kestävää pohjaa pitkän aikavälin kasvulle.

Historiallisen hurjan kasvuvaiheen jälkeen yhtiö on kasvanut kokoluokkaan, missä seuraavan kasvuloikan tekeminen ei olisi enää ollut saavutettavissa vanhoilla organisaatorakenteilla. Siten viime vuodet ovat olleet isoa uudistusvaihetta yhtiölle, missä merkittävää uudistumista on tapahtunut niin hallituksen, johtoryhmän kuin työntekijöiden keskuudessa. Muutosvaihe on edelleen tietyiltä osin kesken, mutta kokonaisuutena kasvuperusta alkaa olla nyt korjattu. Tämän myötä yhtiön edellytykset kasvun

kiihdyttämiselle ovat erittäin hyvät markkinatilanteen piristyessä.

Kumppanit



Pankkiyhdytydet



Verkkolaskuyhdytydet



Tuote- ja hintatiedot
materiaalitoimittajilta

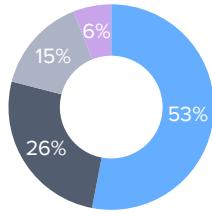


Viranomaisyhdytydet



Web service -
rajapinnat

Toiminnot



- Palvelut (tilioimisto, käyttöönnotto ja asiakastuki)
- Tuotekehitys
- Myynti ja markkinointi
- Hallinto

Ratkaisut

- Toiminnanohjaus
- Määrä- ja kustannuslaskenta
- Aikataulutus ja projektinhallinta
- BIM-tietomallinnus
- Dokumentointi
- Kalustonhallinta
- Tuki- ja koulutuspalvelut
- Tilioimistopalvelut

Liiketoimintaidea

Admicomin ohjelmistot mahdollistavat kannattavamman, vastuullisen ja oppivan rakentamisen.



- Kokonaisvaltainen ohjelmisto- ja palvelutarjooma rakentamisen toimialan tarpeisiin
- Tavoitteena kasvattaa merkittävästi rakennusalan yrittäjien tuottavuutta ja toiminnan laatua ohjelmistojen avulla
- Automatisoi manuaaliset prosessit
- Reaaliaikainen näkyvyys tuloksen, projektien ja kassavirtojen kehitykseen, sekä nopea raportointi

Myyntikanavat



Uusiasiakashankinta
(oma myynti)



Laajennukset olemassa olevaan asiakaskuntaan

Esimerkkejä kilpailijoista / toimialan yhtiöistä



Asiakassegmentit



Rakentaminen



Talotekniikka



Kiinteistöpalvelut

- Ydinkohderyhmää 10-50 henkilön pk-yritykset
- Kevyemmät ratkaisut mm. toiminnanohjaukseen ja aikataulutukseen myös mikroyrityksille
- Erityisesti projektinhallinnan ja dokumentoinnin kautta myös suurempia asiakkaita

Kustannusrakenne (2023)

271 hiö (2023)



Henkilöstökulut
(43,5 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(4,6 %)



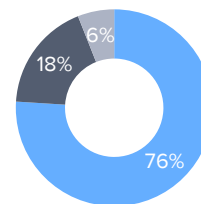
Liiketoiminnan
muut kulut
(14,7 %)



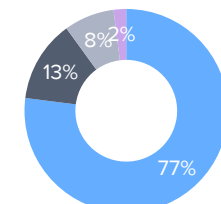
Poistot
(11,6 %)

Tulovirrat (2023)

Liikevaihto 34,3 m€
EBITDA 12,8 m€



- SaaS
- Tilioimistopalvelut
- Koulutus, konsultointi ja muut



- Toiminnanohjaus
- Projektinhallinta
- Dokumentointi
- Ohjelmistokehityspalvelut

Markkinat 1/2

Suomessa edelleen runsaasti kasvutilaa

Admicomin kohdemarkkinat Suomessa muodostuvat talotekniikan ja rakentamisen pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmistä (ERP) ja niitä tukevista tilitoimistopalveluista sekä projektinhallinta- ja dokumentointiratkaisuista.

Admicom on arvioinut, että sen ERP-ratkaisujen markkinan koko Suomessa on noin 220 MEUR, josta noin puolet liittyy ohjelmistoihin ja puolet palveluihin. Admicomin markkinaosuus tästä on tällä hetkellä noin 12 %. Projektinhallinnan sovellusten markkinan koko on arviolta noin 48 MEUR, josta Admicomin osuus on reilu 9 %. Dokumentointiratkaisujen markkinan yhtiö on arvioinut olevan noin 54 MEUR, josta Admicomin osuus on noin 5 %.

Kokonaisuudessaan Admicomin kohdemarkkinat ovat Suomessa pyöreästi noin 320 MEUR, josta yhtiön markkinaosuus on noin 10,5 %. Siten markkinan koon puolesta yhtiöllä on vielä huomattavasti kasvutilaa myös Suomessa.

Kansainvälistymällä kohdemarkkinoiden koko on mahdollista moninkertaistaa

Strategiassaan Admicom on lähdössä hakemaan kasvua myös ulkomailta, jonka osalta maat ja toteutustapa ovat vielä suunnitteluvaiheessa. Yhtiö on arvioinut esimerkiksi saksankielisessä Euroopassa markkinapotentiaalin oleva jopa 15 kertaa Suomea suurempi. Muut Pohjoismaat muodostavat noin 3 kertaa Suomea suuremman potentiaalin. Markkinapotentiaalia riittää myös monissa muissa Euroopan maissa. Kasvun rajat Euroopan markkinoilla eivät ole siis tulossa vastaan käytännössä ikinä. Tarkan

markkinapotentiaalin sijaan Admicomin onkin keskeistä löytää laajentumiseen kannalta sopivat markkinat. Tätä työtä yhtiö tekeekin tällä hetkellä tarkkaan harkiten.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

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

Yksi tärkeimmistä toimialan kasvuajureista on se, että rakennusalan tuottavuuskehitys on ollut historiallisesti hyvin heikkoa ja samaan aikaan rakennusalan yhtiöt kärsivät resurssipulasta. Rakennusalan digitalisaation aste on edelleen selvästi muita toimialoja jäljessä ja tulevina vuosikymmeninä toimialan digitalisoituminen tulee tarjoamaan valtavasti kasvumahdollisuuksia tämän parissa työskenteleville yrityksille.

Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokehityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin on kasvussa. Tuoreimmassa, vuonna 2024 tehdyssä rakennusalan digiselvityksestä selviää, että 31 % alan yrityksistä arvioi investoivansa enemmän toimintansa digitalisointiin ja 32 %:lla panostukset pysyvät vähintäänkin nykyisellä tasolla. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2021 vasta 38 %:lla suomalaisista rakennusyrityksistä oli käytössä ERP-järjestelmä.

Rakennusalan yhtiöillä on myös edelleen käytössä vanhan sukupolven ohjelmistoja ja siirtymä pilvipalveluihin on yhä joiltakin osin kesken. Admicomin mukaan itse pilvisiirtymä kasvuajurina

tai erottautumistekijänä ei ole kuitenkaan tänä päivänä enää niin merkittävä, sillä suurin osa alan ohjelmistotoimijoista on tehnyt siirtymän SaaS-malliin. Sen sijaan yleisesti digitaalisuuden merkityksen kasvun myötä toimintaa tehostavien ohjelmistojen tarve on rakennusalalla voimakkaassa kasvussa.

Rakennusalan suhdanneherkkyys riskinä

Rakennusala on huomattavasti keskimääräistä suhdanneherkempi toimiala. Tämä vaikuttaa merkittävästi Admicomin kohdemarkkinan ja sitä kautta yhtiön lyhyen aikavälin kasvunäkymiin. Vuonna 2022 rakennusalan näkymät alkoivat jäähtyä ja vuonna 2023 rakennusalan liikevaihto sukelsi noin 11 %. Vuodesta 2024 on tulossa lukujen osalta vielä synkempi erityisesti aneemisen uudisrakentamisen kehityksen vuoksi.

Rakentamisen volyymien taittuminen on näkynyt heikentävästi ERP-ohjelmistojen uusmyynnissä ja kasvattanut merkittävästi rakennusalan yhtiöiden luontaista poistumaa (konkurssit, yrityskaupat). Nämä tekijät alkoivat heijastua kunnolla myös Admicomin lukuihin viime vuoden aikana hidastuvan kasvun muodossa. Uusmyynti ei ole kuitenkaan pysähtynyt täysin edes nykyisessä kriisissä, missä yritysten toimintaa tehostavat ohjelmistot ja työkalut toimivat osaltaan myös myyntivalttina.

Rakennussektorilla on myös paljon taskuja (esim. infra- ja korjausrakentaminen), missä syklisyys on huomattavasti uudisrakentamista maltillisempaa. Heikon rakennussyklin vaikutukset kohtelevat yhtiön asiakaskuntaa siis hyvin eri tavoin.

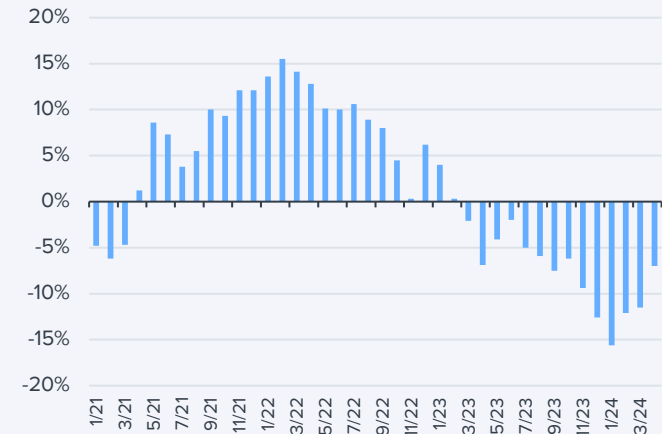
Markkinat 2/2

Osa asiakkaista kasvaa tässäkin markkinassa ja lisää ohjelmisto-ostojaan, kun taas osa uudisrakentamiseen sidoksissa olevista yhtiöistä käy eloonjäämiskamppailua. Admicomin asiakaskanta on laajasti hajautunut, eikä uudisrakentaminen näytele siinä poikkeuksellisen isoa roolia. Käsitksemme mukaan yhtiön asiakaskanta painottuu suhteellisesti enemmän rakentamisen vakaammille alueille uudisrakentamisen sijaan verrattuna koko Suomen rakennusalan yritysajakaumaan.

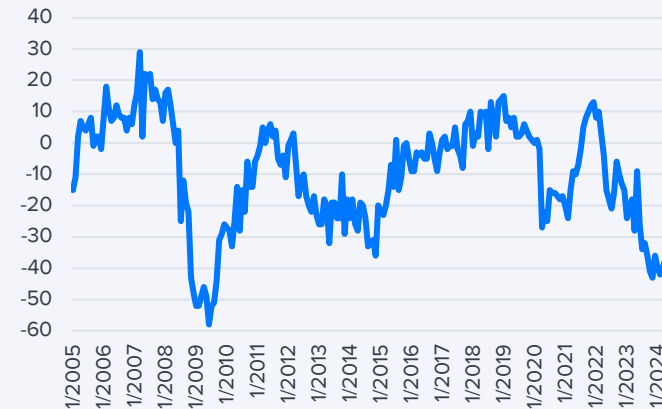
Vuoden 2024 ensimmäisellä puoliskolla uutisvirta rakennusosalta on ollut vielä synkkää, mutta esimerkiksi rakennusyhtiöiden osakkeet ovat alkaneet ennakoita jo tulevaa käännettä. Myös Admicom on ohjelmistomyynnin näkökulmasta nähnyt jo orastavia merkkejä paremmasta, mutta epävarmuus lyhyen aikavälin kehityksen suhteen on yhä koholla.

Kokonaisuutena näyttäisi mielestämme siltä, että markkinan pohjia kolkutellaan tämän vuoden aikana, ja elpyminen tulee tapahtumaan ennemmin tai myöhemmin. Admicom näkee ohjelmistojensa myynnin kannalta markkinakäänteen tarjoavan hyvän ikkunan, jolloin rakennusyrittäjillä ei ole vielä kädet täynnä töitä, mutta tulevaisuuden näkymien kirkastuessa investointihalukkuus nousee. Siten ohjelmistomarkkina voi piristyä ennen kuin rakennusalan muu uutisvirta alkaa kunnolla osoittaa merkkejä paremmasta.

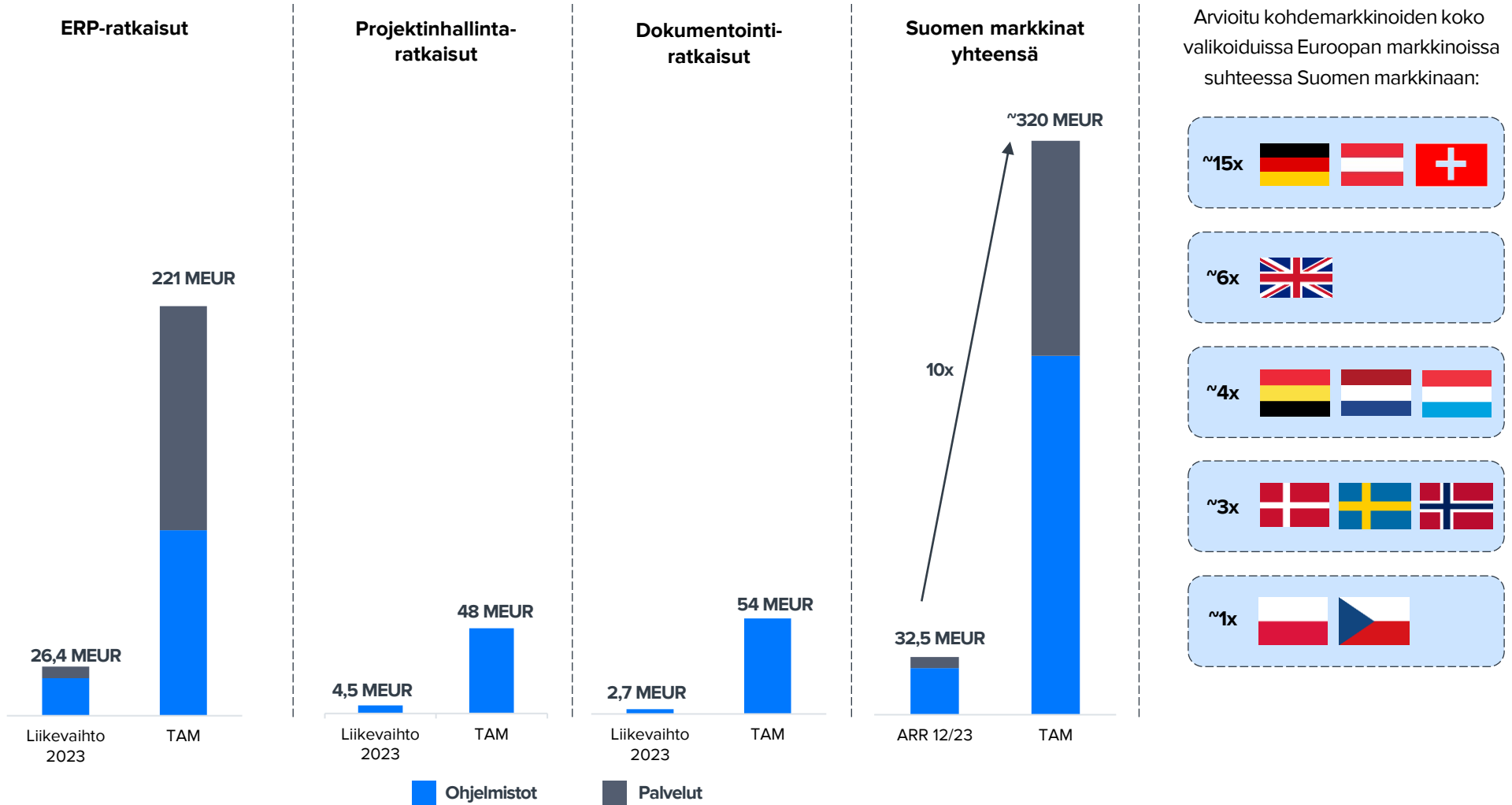
Rakentamisen liikevaihdon muutos kuukausittain Suomessa



Rakentamisen luottamusindeksi

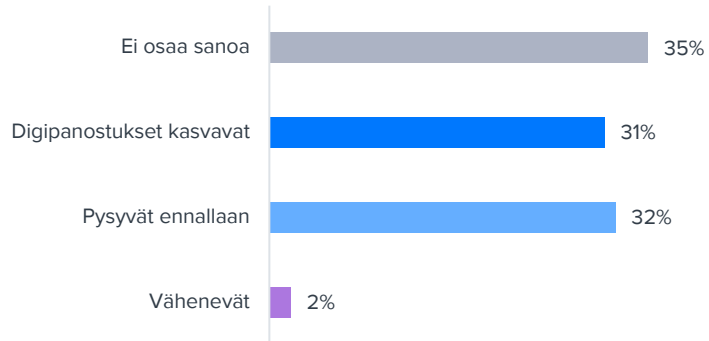


Admicomin kohdemarkkinoiden koko

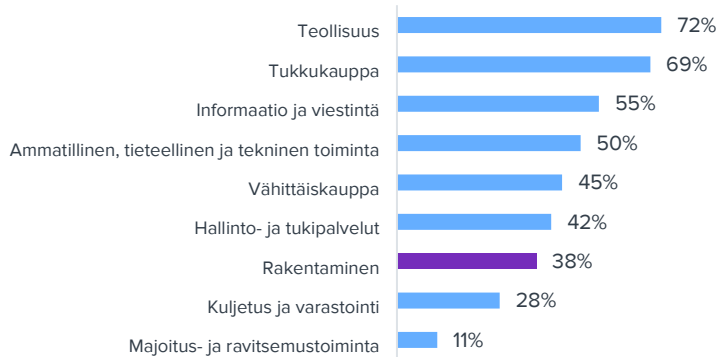


Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

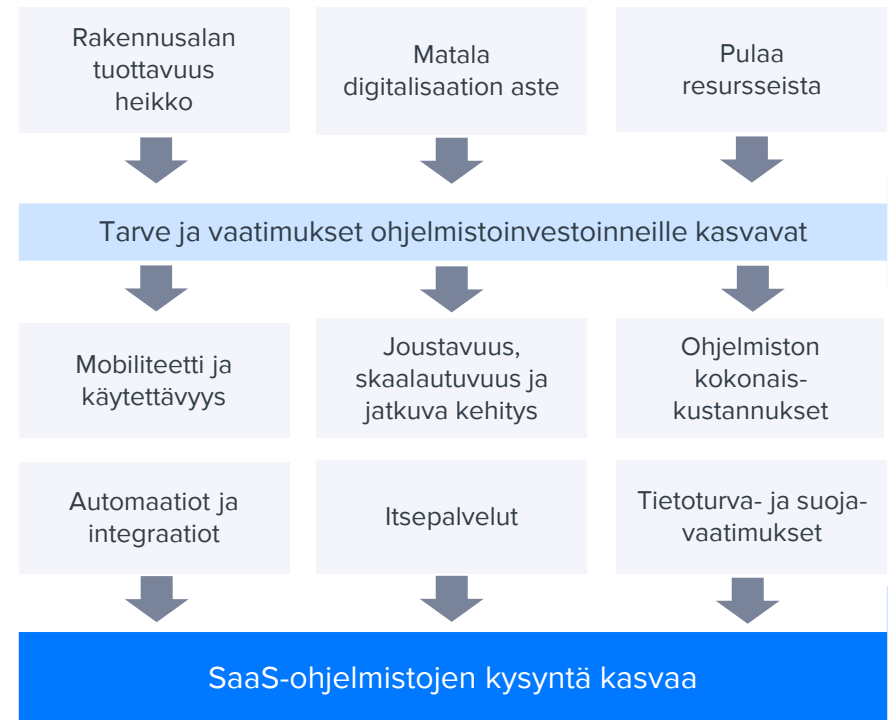
Rakennusteollisuuden digitutkimus (2024)



Suomalaiset yritykset, joilla ERP käytössä 2021



Markkinoiden trendit



Kilpailukenttä 1/2

Markkinan kilpailutekijät

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan järjestelmiltä vaadittavan laajuuden 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).

Suuret järjestelmätoimitukset edustavat arviomme mukaan suurinta segmenttiä ERP-ohjelmistojen markkinoilla. Tämä on Admicomin kaltaisten keskisuurten ja erikoistuneiden ohjelmistoyhtiöiden näkökulmasta kuitenkin pääosin epäkiinnostava markkina. Tämä johtuu siitä, että segmentin asiakkailla on jo tyypillisesti käytössä pitkälti asiakaskohtaisiin toimintamalleihin ja prosesseihin räätälöity toiminnanohjausjärjestelmä sekä muita tarpeen mukaan räätälöityjä ratkaisuja.

Asiakasmäärältään suurin volyyymi Admicomin ja sen kilpailijoiden näkökulmasta on markkinan keskimmäisissä ja pienissä osissa, jotka käsittävät pienet ja keskisuuret yhtiöt. 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 digitalisoinnin myötä, mutta

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

Muutaman henkilön mikroyritysten 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. Tämä onnistuu joko tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” yleisohjelmistoilla, kuten taulukkolaskentaohjelmistolla, sekä yleistason tilitoimisto- ja hallintopalveluita hyödyntäen, tai huomattavasti toiminnallisuuksiltaan kevennetyillä ohjelmistoratkaisuilla (esim. Ultima Lite).

Admicomin kilpailukenttä

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.

Tilitoimistojen tarjoamat ratkaisut eivät ole yhtiölle suoria kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat aina rinnalle toimialan erityisohjelmia. Osaratkaisuja tarjoavat toimijat eivät myöskään ole vahvoja kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat rinnalleen taloushallintojärjestelmän. Admicomin pääkilpailijoita ovatkin käytännössä vain sellaiset ERP:t, joissa on integroitua, toimialan erityistarpeet kattavia ja taloushallinnon toimintoja

osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja. Suurimmat kilpailijat Suomessa löytyvät Admicomin kanssa samoihin kohderyhmiin panostavista toimijoista, jotka tarjoavat toimialakohtaisia ratkaisuja. Suomessa pidempään mukana olleita toimijoita ovat mm. Ecom, Pajadata ja EG Jydacom. Uudempia varteenotettavia kilpailijoita ovat mm. Easoft, Fondion ja Evelia.

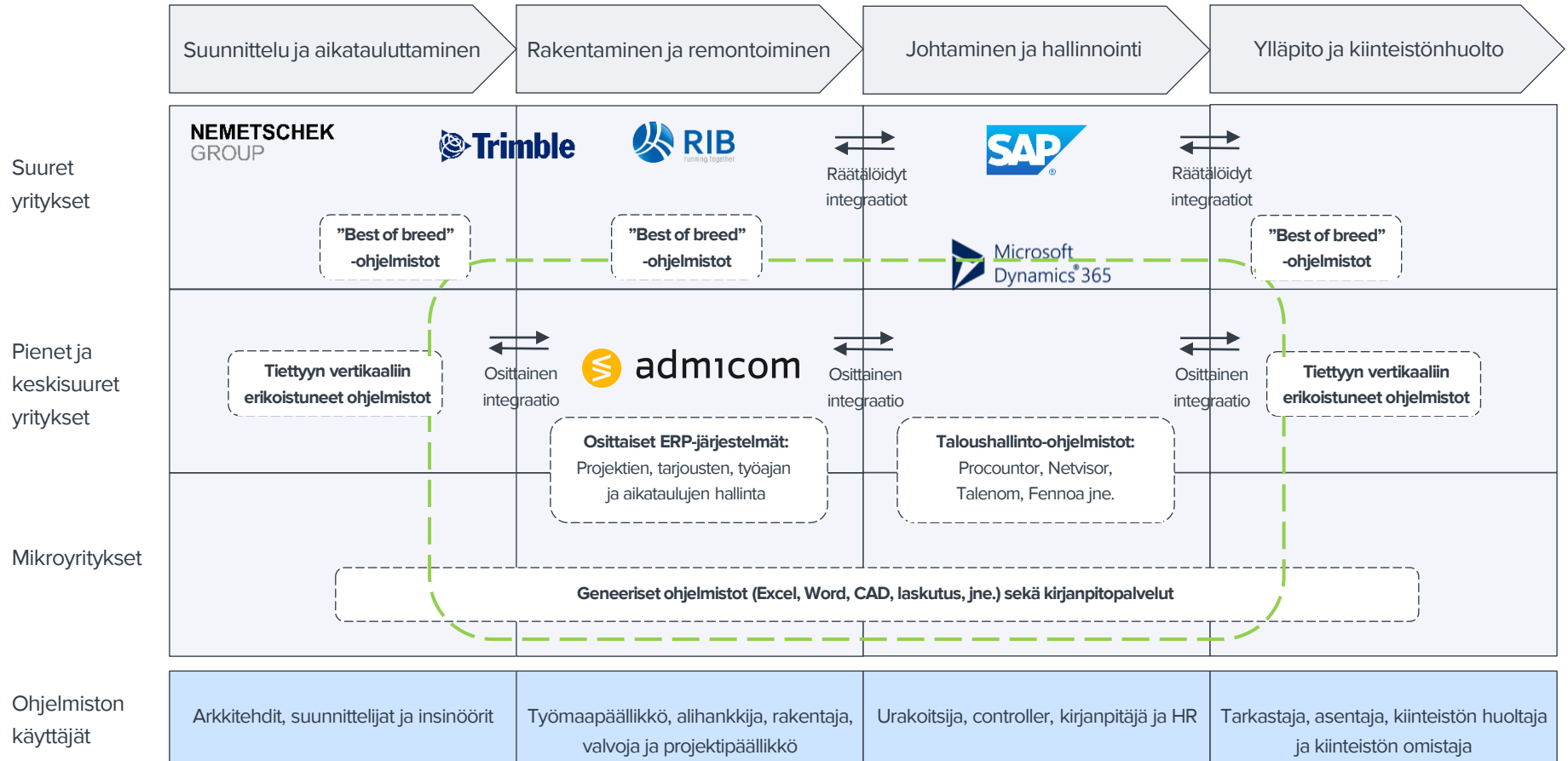
Kansainvälisesti rakennusalan ohjelmistoja tarjoaa lukematon määrä erikokoisia yhtiöitä ja kaiken kaikkiaan toimiala on vielä hyvin fragmentoitunut. Rakennusalan matala digitalisaation aste houkuttelee edelleen paikalle paljon uusia kilpailijoita, ja teknologian kehitys on tietyiltä osin myös laskenut alalle tulon kynnystä.

Admicomin markkina-asema

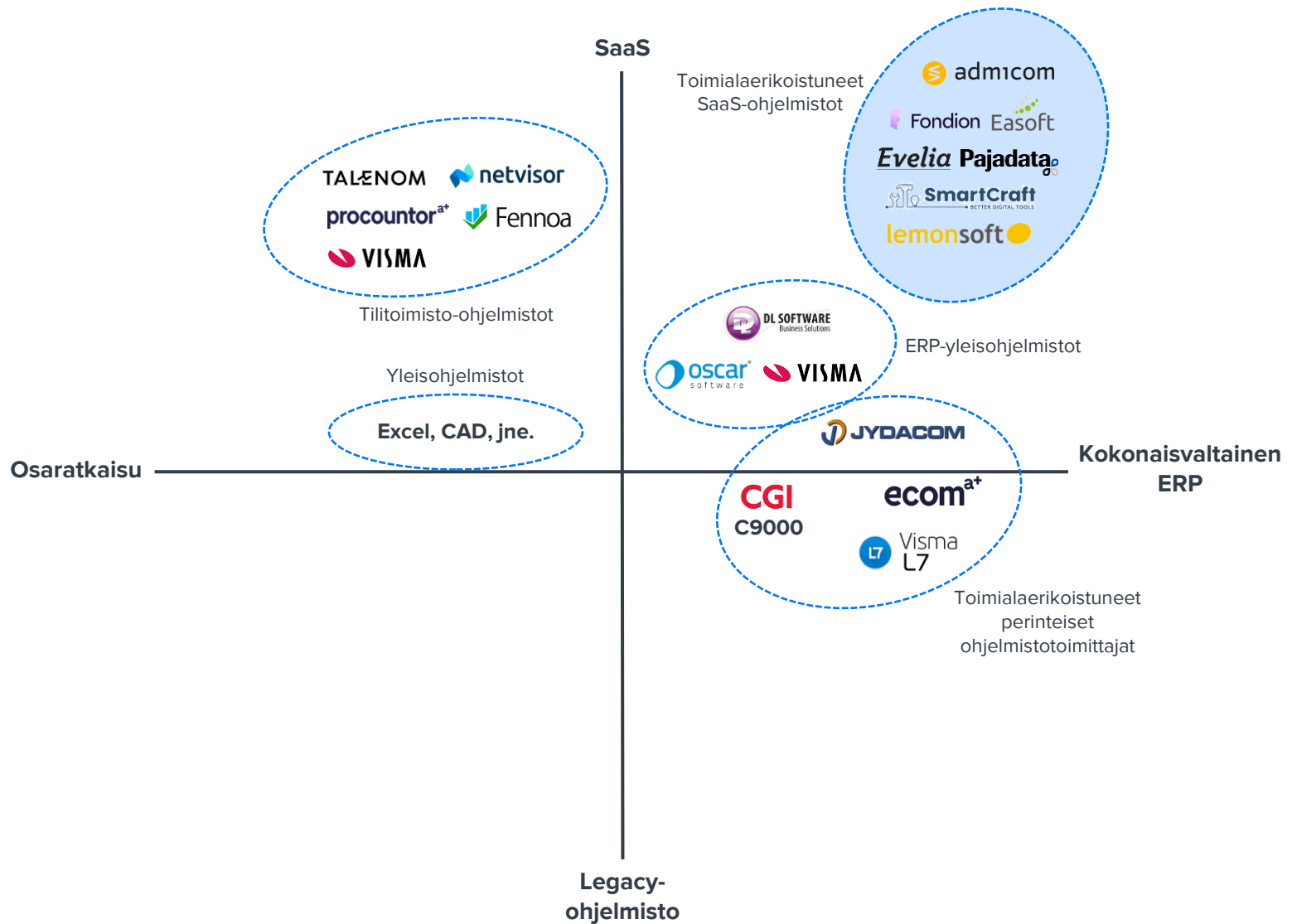
Suomessa Admicom on markkinajohtaja talotekniikan ydinkohderyhmässään (pk-yritykset), missä yhtiöllä on pisin toimintahistoria. Viime vuosien yritysostojen myötä Admicomin markkina-asema on vahva myös muualla rakentamisessa. Admicomin arvion mukaan yhtiö on Suomen markkinoilla johtava kokonaisvaltaista SaaS-ohjelmistoratkaisua talotekniikan ja rakentamisen toimialoille tarjoava yhtiö.

Admicomin mukaan monien vakiintuneiden kilpailijoiden tuotteet ja palvelut perustuvat pääosin perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin, joiden etäkäyttömahdollisuudet, automaatioaste ja joustavuus ovat rajalliset. Pelkkä pilviohjelmiston tarjoaminen ei kuitenkaan toimi enää erityisenä myyntivalttina, vaan ohjelmiston jatkuva kehittyminen, käyttöliittymä ja erinomainen asiakaskokemus korostuvat kilpailussa.

Admicomin kilpailukenttä



Admicomin asemoituminen Suomen markkinassa



Kilpailukenttä 2/2

Admicomin kilpailuedut

Admicomin keskeiset kilpailuedut ovat arviomme mukaan:

- Vahva markkina-asema Suomessa
- SaaS-malliin pohjautuva, laaja-alainen ohjelmistoratkaisu
- Korkea järjestelmän automaatioaste ja pitkälle integroidut toimialakohtaiset erityisominaisuudet
- Omat taloushallinnon palvelut

Toimialan murroksen vuoksi kaikki aiemman sukupolven tuotteiden toimittajista eivät ole pystyneet toistaiseksi muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on etenkin historiassa luonut kilpailuetua Admicomin kaltaiselle puhtaalle SaaS-yhtiölle. SaaS-ohjelmistoissa mm. etäkäyttö-, tiedonhallinta-, reaaliaikaisuus-, kehitys- ja joustavuusominaisuudet ovat vanhoihin ohjelmistoihin nähden yliverkaisia. SaaS-toimijoita on kuitenkin tänä päivänä niin runsaasti markkinoilla, ettei pelkkä SaaS-ohjelmisto itsessään riitä erottautumistekijäksi.

Admicomin mukaan yhtiön toiminnanohjausjärjestelmässä automaatio on viety huomattavasti kilpailijoita pidemmälle. 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.

Admicom on panostanut tuotekehityksessään talotekniikka- ja rakennustoimialojen erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen

rakenteeseen, mikä antaa sille kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Admicomin pitkän toimintahistorian saatossa kehittyneet toimialakohtaiset erityisominaisuudet tuovat asiakkaalle liiketoimintaan hyötyjä, mitä useimmat muut kilpailijat eivät pysty tarjoamaan.

Yksi Admicomin tärkeitä kilpailutekijöitä on näkemyksemme mukaan yhtiön saavuttama vahva asema Suomessa. Uuden ja yhtä kattavan ohjelmistotuotteen tuominen kilpailukentälle vaatisi pitkää kehitystyötä. Myös ulkomaisille kilpailijoille kynnys on korkea, sillä suomalaiset toimialakohtaiset ERP-markkinat vaativat vahvan tuotteen lisäksi paljon lokalisointia ja markkinat ovat globaalissa mittakaavassa verrattain pienet. Vahva markkina-asema on tärkeää myös siksi, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ERP-ohjelmistoja on tyypillisesti korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa usein pitkään kestävästä etua markkinaosuudessa.

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

Toimialan konsolidaatio käynnissä

Yritysjärjestelyaktiiviteetti Admicomin kohdemarkkinoilla on viime vuosina lisääntynyt ja myös Admicom on aktiivisesti mukana alan konsolidaatiossa ostajan roolissa. Pohjoismaiden tasolla markkinalla on käsityksemme mukaan lukuisia pieniä ja keskisuuria rakennusalaan keskittyneitä ohjelmistoyhtiöitä, mikä tarjoaa

paljon mahdollisuuksia Admicomin kansainvälistä laajentumista silmällä pitäen. Myös useat muut yritykset ja pääomasijoittajat ovat kiinnostuneita rakennusalan digitalisaation mahdollisuuksista.

Tänä päivänä Admicom kohtaa osittain kilpailua myös pohjoismaisten toimijoiden suunnalta, jotka ovat tulleet Suomen markkinalle yritysostoin. Esimerkiksi Norjan pörssiin listattu, rakennusalan ohjelmistoratkaisuja toimittava Smartcraft (2023: lv. 35 MEUR) on ollut viime vuosina aktiivinen yrityskaupparintamalla. Yhtiön liikevaihto Suomesta (2023: n. 4,4 MEUR) on kuitenkin vielä suhteellisen pientä.

Vuonna 2021 tanskalainen ohjelmistoyhtiö EG osti rakennusalan ERP-ohjelmisto Jydacomin (liikevaihto tuolloin n. 8 MEUR) TietoEVRY:ltä. Pääomasijoittajataustainen EG on tehnyt myös tämän jälkeen useita yritysostoja Pohjoismaissa. Suomessa yhtiö on tehnyt yhteensä 5 rakennusalaan liittyvää yritysostoa. Kaiken kaikkiaan yhtiön Pohjoismaihin keskittyvä EG Construction työllistää yli 300 henkilöä.

Vuoden 2023 lopulla Ruotsin rakennusalan ohjelmistokentässä tapahtui isompi järjestely, kun HVD Group (Hantsverksdata) ja Next yhdistyivät, ja pääomasijoittaja EQT tuli mukaan tähän kokonaisuuteen sijoittajaksi. Yhdistetty kokonaisuus tekee liikevaihtoa yli 65 MEUR ja työllistää yli 400 henkilöä eli on merkittävä peluri Ruotsissa.

Isoista toimijoista noin 2,4 miljardin euron kokoluokassa oleva Visma tekee myös yritysostoja kovalla tahdilla (2022-2023: yht. 74 kpl), joista osa osuu myös jollain tasolla Admicomin kanssa samoille kohdemarkkinoille.

Strategia 1/2

Strategiassa keskitytään rakennusalan digitalisointiin

Admicom julkisti 11/2022 strategiapäivityksensä, jonka mukaisesti yhtiö keskittyy rakennus- ja kiinteistöalan arvoketjun ohjelmistoihin ja lisäarvopalveluihin. Pidämme strategista suuntaa ja erikoistumista järkevänä, sillä selkeä toimialafokus tuo pitkällä aikavälillä synergioita niin asiakaskokemuksen, tuotekehityksen kuin myynnin ja markkinoinnin näkökulmasta. Lisäksi rajattu fokus helpottaa muuten hyvin haastavan kansainvälisen laajentumisen toteuttamista.

Strategiakauden ensimmäisessä vaiheessa rakennetaan tarvittava perusta orgaanisen kasvun kiihdyttämiseksi, datalähtöiselle toiminnalle sekä kansainvälistymiselle. Tässä vaiheessa pääpaino on erityisesti laajan nykyasiakasjoukon paremmassa palvelussa, asiakkaiden ratkaisuvälikoiman laajentamisessa sekä helppokäyttöisyyden, datapohjaisuuden ja automaatioasteen lisäämisessä ratkaisuihin. Tämä on käytännössä tarkoittanut vuosina 2023-2024 investointeja niin tuotekehitykseen (tuoteportfolion vahvempi integraatio, uudet ratkaisut), asiakaskokemukseen, myyntiin ja markkinointiin kuin myös organisaatorakenteisiin ja hallintoon.

Strategiakauden toisessa vaiheessa Admicom hakee selvästi voimakkaampaa orgaanisen kasvun tasoa ylivoimaisesta asiakaskokemuksesta, synergisestä myyntityöstä, monipuolistuvasta ratkaisutarjonnasta sekä kansainvälisistä markkinoista. Yritysstot tulevat olemaan olennainen osa yhtiön kasvustrategiaa ja niillä voidaan tukea kansainvälistymistä tai laajentaa yhtiön ratkaisutarjontaa rakennusalan

asiakkaiden digitalisaatiotarpeisiin. Pitkällä aikavälillä Admicomin visio on tulla ykkösvaihtoehdoksi kumppanina eurooppalaisessa rakennusohjelmistojen ekosysteemissä.

Taloudelliset tavoitteet

Admicom on antanut seuraavat taloudelliset tavoitteet strategialleen:

- Admicom tavoittelee 100 MEUR:n toistuvan liikevaihdon tasoa (ARR) vuoteen 2030 mennessä ylittäen selkeästi "Rule of 40" tavoitteen ja ollen läsnä useilla eurooppalaisilla markkinoilla. Q1'24 lopussa toistuva liikevaihto oli 33,8 MEUR.
- Strategian ensimmäisen vaiheen aikana 2023-2024 yhtiö tavoittelee 8-15 % toistuvien tuottojen liikevaihdon vuotuista orgaanista kasvua ja 35-40 % EBITA-marginaalia, johtuen lisätyistä kasvupanostuksista. Vuoden 2024 ohjeistuksella (ARR-kasvu 5-10 %, oik. EBITDA 32-37 %) ollaan lähellä tavoitehaarukoiden alalaitoja.
- Strategian toisen vaiheen aikana 2025-2030 Admicom tavoittelee yli 15 % toistuvien tuottojen liikevaihdon vuotuista orgaanista kasvua ja EBITA-marginaalin ylittävän 40 % liikevaihdosta.

Alun perin ensi vuodesta alkaen tavoiteltava yli 15 %:n toistuvien tuottojen orgaaninen kasvu näyttää tavoitteiden asetannan jälkeen selvästi odotuksia enemmän heikentyneen rakennusmarkkinan valossa hyvin kunnianhimoiselta tavoitteelta. Keskipitkällä aikavälillä markkinan piristyessä näemme kuitenkin hyvällä strategian toteuttamisella edellytykset päästä tämän suuntaisiin kasvulukuihin. Vuosikymmenen lopussa tavoitteen mukainen kasvu arviomme mukaa vaatii myös kansainvälistymisessä

onnistumista, jossa Admicom on vielä lähtökuopissa. Pääomamarkkinapäivässä (1/23) yhtiö kuitenkin totesi, että 100 MEUR:n ARR-tavoite olisi pitkällä aikavälillä saavutettavissa myös pelkästään Suomessa. Heikko markkinatilanne on osaltaan tuonut varovaisuutta yhtiön etenemiseen kansainvälisten yritysostojen suhteen, joita yhtiö kartoittaa huolella ja harkiten. Tavoitteena on tehdä ensimmäinen päänaavaus tällä saralla vielä tämän vuoden aikana.

Kannattavuuden osalta Admicomin tavoitteet näyttävät realistisilta ja yhtiö on myös historiassa tehnyt jo tavoitteita vahvempaa kannattavuutta. Kansainvälistyminen ja yrityksen kasvava kokoluokka tuovat tiettyä lisäystä yhtiön kiinteään kulumassaan, jonka valossa historiallisiin huippukannattavuuksiin (2019-21 EBITA: 44-46 %) on enää vaikea yltää. Strategiassa tavoiteltavat kannattavuustasot ovat silti edelleen erinomaisia, ja kasvun onnistuessa yhtiö luo näillä luvuilla huomattavasti omistaja-arvoa.

Admicomin osinkopolitiikkana on pyrkiä jakamaan yli puolet tuloksestaan osinkoina omistajilleen siten, että voitonjako ei kuitenkaan vaaranna strategiassa määriteltä kasvutavoitetta tai muita taloudellisia tavoitteita. Viime vuosina yhtiön osingonjakosuhte (55-122 %) on myös pitkälti noudatellut tavoitteiden mukaista tasoa. Admicomin liiketoiminta luo vahvaa kassavirtaa ja investointitarve on yleisesti matala, joten edellytykset osingonmaksuun ovat jatkossakin kunnossa. Tulevina vuosina osingon taso tulee kuitenkin olemaan riippuvainen yritysjärjestelyjen vauhdista. Admicomin historiallisilla näytöillä näkisimme pääoman allokoinnin strategian mukaisiin yritysostoihin selvästi osingonmaksua järkevämpänä vaihtoehtona.

Admicomin strategia

Admicomin tuoteportfolion kehitys

Historia

- Useamman toimialan tarpeisiin keskittynyt pk-yritysten ERP-toimittaja
- Teknologisesti kilpailukykyinen etenkin rakentamisen ja talotekniikan toimialoilla
- Ohjelmisto luotu Suomen markkinoille, eikä käytännössä suoraan monistettavissa ulkomaille

Nykyhetki ja lähitulevaisuus

- Rakennusalaan erikoistunut laaja-alainen ohjelmistoyhtiö Suomessa
- Laajasti rakennusalan tarpeita palveleva ohjelmistoportfolio
- Datavirtojen hallinta ja näiden hyödyntäminen liiketoiminnassa jatkossa fokusalueena

Pitkän aikavälin tavoitetilä

- Kansainvälinen rakennusalaan erikoistunut datalähtöinen ohjelmistojen ekosysteemi
- Vahva asema pk-yritysten keskuudessa, mutta tuotetarjoomassa myös mahdollisesti ratkaisuja suurten yritysten tarpeisiin

Admicomin kaksivaiheinen kasvustrategia

Kasvupohjan rakentaminen (2023-2024)

- Pohjan rakentaminen tulevaa kasvua varten hiljaisemmassa rakennusyhteisössä
- Nykyisten ohjelmistojen lisä- ja ristiinmyynti laajentuneeseen asiakaskuntaan
- Lisätyt tuotekehitysinvestoinnit ohjelmistotarjooman teknistä integrointia varten ja yhtenäisen ohjelmistoportfolion kehittäminen
- Tehtyjen yritysostojen kulttuurien, brändien ja liiketoimintamallien integrointi osaksi Admicomia
- Myynti- ja markkinointifunktioiden yhtenäistäminen
- Uusia tuotelanseerauksia (Tempo ja Estima Pro) sekä Trackinno-yritysosto
- Ensimmäisen kv-markkinan avaus yritysostolla

Kasvun kiihdyttäminen (2025-2030)

- Kasvun kiihdyttäminen Suomessa sekä laajentuminen kansainvälisille markkinoille
- Tavoitteena ylivoimainen asiakaskokemus
- Ketterä toimintamalli, mutta vahvat prosessit ja toimintatavat kaikilla markkinoilla
- Kasvua sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti
- Kasvun myötä skaala- ja kilpailuedut vahvistuvat
- Vuoteen 2030 mennessä merkittävä osa liikevaihdosta Suomen ulkopuolelta

Taloudelliset tavoitteet



Strategia 2/2

Kansainvälistyminen vielä kysymysmerkki

Admicomin askelmerkit kansainvälistymisen suhteen eivät ole vielä täysin selvät. Tällä hetkellä avoinna ovat vielä niin tulevat laajentumismaat kuin myös tuotteet/ratkaisut, joilla markkinoille mennään. Uuden markkinan avaus käy nopeimmin yritysoston kautta, jolloin järjestelyissä voidaan hankkia valmiita asiakkuuksia, valmiita tuotteita/teknologiaa tai molempia. Lisäksi isommatkin järjestelyt (liikevaihto jopa +10 MEUR) ovat mahdollisia sopivan tilaisuuden tullen. Yritysostoja ei tulla kuitenkaan tekemään vain kasvun vuoksi, vaan järjestelyissä etsitään strategista sopivuutta niin kohdeyhtiön kuin markkinan suhteen (valuaatiota unohtamatta).

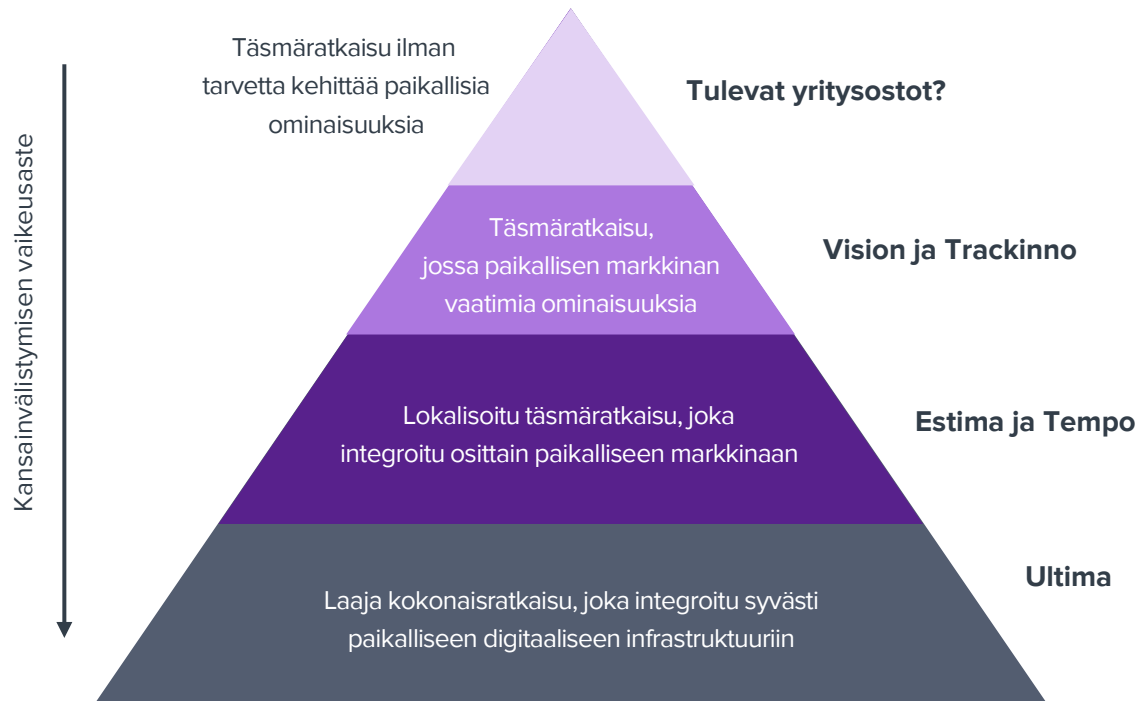
Orgaanisesti esimerkiksi koko ERP-ohjelmisto Ultiman lokalisointi vastaamaan minkä tahansa muun maan toimintatapoja ja lainsäädäntöä olisi valtava urakka. Siten kansainvälisiä markkinoita lähdetään alkuun tavoittelemaan enemmän pistemäisillä täsmäratkaisuilla, jotka on helpompi sovittaa kunkin maan vaatimuksiin. Admicomin nykyisistä tuotteista erityisesti yritysostoilla hankitut dokumentointi- ja tiedonhallintaohjelmisto Vision sekä kalustonhallintaratkaisu Trackinno vaikuttavat lähivuosina eniten kansainvälistymispotentiaalia omaavilta ratkaisulta. Tuotteilla onkin jo joitakin ulkomaisia asiakkaita.

Myös projektinhallintaratkaisussa (aik. Tocoman) piilee kansainvälistymispotentiaalia, mistä alkuvuodesta saatiin mielenkiintoisia uutisia Admicomin suunnalta. Yhtiö onnistui myymään projektinhallintakokonaisuuden isolle pohjoismaiselle rakennusyhtiölle (pääkonttori Ruotsissa), missä asiakas valitsi ison

rakennusohjelmistotoimittajan sijaan Admicomin ratkaisut. Tämä voi avata Admicomille oven tarjota ohjelmistoratkaisujaan myös tämän asiakkaan alihankkijoille, sillä pääurakoitsijan ohjelmistovalinnat voivat heijastua myös alihankkijoiden suuntaan.

Yksittäisistä markkinoista Ruotsi olisi arviomme mukaan luonteva laajentumiskohde Admicomille, ja edellä mainittu uusi iso asiakas siellä tukee nyt tätä. Ruotsissa mm. digitaalinen infra, automaatiotaso, e-laskutus, viranomaisyhteydet ja toimintamallit ovat Suomen tavoin hyvällä tasolla. Varjopuolena nämä tekijät ovat houkuttaneet paikalle jo paljon kilpailua, ja tästä näkökulmasta markkinalle meno ei ole niin houkuttelevaa. Isossa kuvassa rakennusalan ohjelmistomarkkinat ovat käytännössä jokaisessa maassa vielä niin pirstaleiset, että useammalle toimijalle riittää kasvutilaa vielä pitkälle tulevaisuuteen.

Kansainvälistymisen vaihtoehdot



Orgaaninen kasvu:

- Tuotevetoinen myynti
- Suoramyynti "ei-lokalisoidulla" tuotteella
- Tietyille fokuoituneelle asiakasryhmälle myynti tai yksittäisten kv-asiakkaiden kautta
- Paikallisen yksikön perustaminen ja ohjelmistoratkaisun lokalisointi

Epäorgaaninen kasvu:

- Markkinalle laajentuminen kohdennetun täsmäratkaisun hankinnalla
- Teknologiaavetoinen yritysjärjestely
- Suuremman mittaluokan yrityskauppa

Yritysostostrategia

Admicomin yritysostot

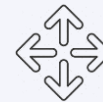
3/2020 TOCOMAN	<ul style="list-style-type: none">• Liikevaihto 3,5 MEUR• 90 % SaaS-liikevaihtoa• EV/S 3x
7/2021 Lakeus (liiketoimintakauppa)	<ul style="list-style-type: none">• Liikevaihto 0,6 MEUR• Palveluliikevaihtoa• EV/EBITDA 3,8x
12/2021 Aitio	<ul style="list-style-type: none">• Liikevaihto 2,0 MEUR• Konsultointiliikevaihtoa• EV/S 2,5x
12/2021 HILLAVA	<ul style="list-style-type: none">• Liikevaihto 0,7 MEUR• 60 % SaaS-liikevaihtoa• EV/S 3,8x
5/2022 Planman	<ul style="list-style-type: none">• Liikevaihto 0,8 MEUR• 100 % SaaS-liikevaihtoa• EV/S 5,5x, EV/EBITDA 7,3x
6/2022 KOTOPRO	<ul style="list-style-type: none">• Liikevaihto 2,1 MEUR• 100 % SaaS-liikevaihtoa• EV/S 5,5x
1/2024 trackinno	<ul style="list-style-type: none">• Liikevaihto 0,5 MEUR• 87 % SaaS-liikevaihtoa• EV/S 2,2x-3,0x

Yritysostostrategian tavoitteet



Osaamisen ja kilpailuetujen vahvistaminen

- Tocoman, Kotopro, Aitio Finland, Lakeus, Trackinno



Nykyisen markkina-aseman vahvistaminen ja laajentaminen

- Tocoman, Kotopro, Hillava



Skaalautuvan kasvun tukeminen

- Tocoman, Kotopro, Planman, Hillava, Trackinno



Tuotekehityksen jatkuvuuden ja kehityksen varmistaminen

- Planman ja Aitio Finland



Kansainvälistymisen mahdollistaminen

- Kotopro, Trackinno

Taloudellinen tilanne 1/2

Vakuuttava kasvuhistoria, heikko rakennusykli jarruttaa kasvua tällä hetkellä

Admicomin liikevaihto on kasvanut voimakkaasti sen jälkeen, kun yhtiö sai pitkän kehitysvaiheen jälkeen tuotteensa kaupallistamisvaiheeseen 2010-luvun alussa. Liikevaihto on kasvanut vuoden 2012 1,7 MEUR:sta 34,3 MEUR:oon vuoteen 2023 mennessä, ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu tällä välillä on ollut 32 %. Kasvua on ajanut erityisesti SaaS-uusmyynnin voimakas kasvu talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla, mutta myös palveluiden kasvu on ollut vahvaa. Lisäksi asiakkaiden liikevaihdon kasvuun pohjautuva tasauslaskutus on ollut selvästi positiivinen. Kasvu on ollut pääosin orgaanista, vaikkakin viime vuosina yritysostojen rooli on noussut.

Koronapandemian puhkeamisen jälkeen Admicomin orgaaninen kasvuvauhti on hidastunut historiallisista tasoista niin sisäisten asioiden kuin vaikeiden markkinaolosuhteiden vuoksi. Koronan vaikeuttaman uusmyynnin ja kasvaneen asiakaspoistuman lisäksi Admicomin organisaatiossa tapahtui merkittäviä muutoksia, jonka johdosta pitkäaikaisia myyjiä ja tuotekehityksen henkilöstöä lähti yhtiöstä. Myös yhtiötä 5 vuotta luotsannut toimitusjohtaja Antti Seppä ilmoitti tammikuussa 2021 siirtyvänsä uusiin haasteisiin. Kesäkuussa 2021 talousjohtaja Petri Ahosta tuli yhtiön väliaikainen toimitusjohtaja, jonka johdolla yhtiö ehti toteuttaa useamman yritysoston. Kyberturvapalveluyhtiö Nixusta Admicomiin siirtynyt Petri Kairinen aloitti toimitusjohtajana kesäkuussa 2022. Hänen johdolla panostuksia tuotekehitykseen, myyntiin ja asiakaskokemukseen sekä

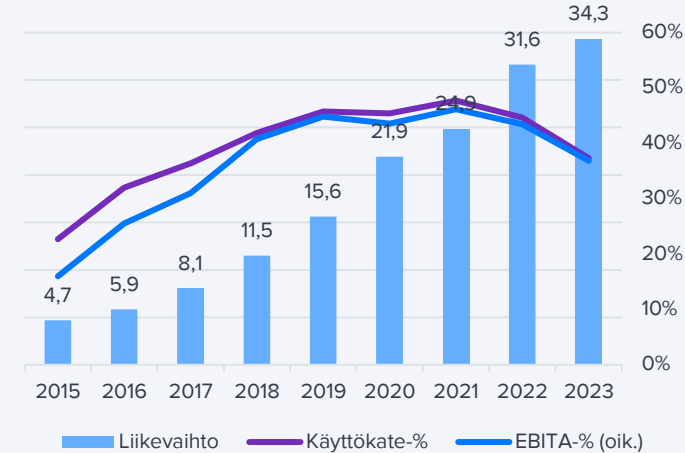
organisaatorakenteisiin on lisätty edelleen huomattavasti. Kaiken kaikkiaan Admicomissa on tapahtunut viime vuosina iso uudistuminen ja uutta henkilöstöä on tullut taloon niin rekrytointien kuin yritysostojen myötä. Samaan aikaan heikentynyt rakennusykli on jarruttanut orgaanisen kasvun kehitystä ja luo edelleen lyhyen aikavälin kasvun suhteen epävarmuutta. Olosuhteisiin nähden Admicom on kuitenkin selvinnyt mielestämme melko hyvin ja orgaaninen kasvu on pysytellyt koko ajan positiivisena. Jo tehtyjen panostusten ansiosta yhtiö on arviomme mukaan hyvissä asemissa kasvun kiihdyttämiseen markkinatilanteen piristymisen vauhdittaessa myyntiä ja pienentäessä asiakaspoistumaa (2023: 6,9 %).

Kasvuperustan rakentaminen syönyt kannattavuutta viime vuosina

Admicomilla on taustallaan erittäin vakuuttava skaalautuvan kasvun historia, ja vuosina 2019-2022 yhtiön käyttökate oli hurjalla 45-48 %:n tasolla. Admicomin käyttökate heijastelee vielä lähes täysin liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa, sillä monista ohjelmistoyhtiöistä poiketen yhtiön tuotekehitysinvestoinnit tehdään suoraan tuloslaskelman kautta.

Uuden strategian mukaisesti tulevaisuuden kasvuperustan rakentaminen on näkynyt käyttökateen (2023: 37 %) heikentymisessä ja tehdyt panostukset näkyvät täysimääräisesti vasta kuluvan vuoden käyttökateessa (2024e 33 %). Merkittävimmät investoinnit on kuitenkin nyt jo tehty ja arvioimme kannattavuuden alkavan jälleen asteittain parantua yhtiön tavoitteiden mukaisesti tulevien vuosien aikana.

Liikevaihto ja kannattavuus



Liikevaihdon orgaaninen kasvu-% kvartaaleittain



Taloudellinen tilanne 2/2

Kulurakenne

Admicom myy ja tuottaa palvelunsa oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 5-6 %:n tasolla liikevaihdosta. Pääosa kuluerän kuluista syntyy arviomme mukaan palvelinkuluista, ulkopuolisista palveluista sekä transaktiomaksujen ja laitemyynnin kuluista.

Yhtiön kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut vastasivat vuonna 2023 noin 43,5 % liikevaihdosta. Viime vuoden lopussa yhtiössä työskenteli 271 henkilöä (2022: 241). Historiassa henkilöstökulut ovat kasvaneet pääsääntöisesti liikevaihtoa hitaammin, mutta viime vuosina tehdyt kasvupanostukset ja yritysostot ovat kasvattaneet kustannuksia selvästi liikevaihtoa nopeammin.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Admicomin toiseksi suurin kuluerä, jotka ovat liikkuneet noin 11-12 %:n välillä liikevaihdosta, mutta lisätyt panostukset näkyvät vuoden 2023 luvussa (15 %). Nämä kulut ovat pitkälti henkilömäärän ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa. Lähivuosina odotamme muiden kulujen osuuden pysyvän koholla, jonka jälkeen pitkällä aikavälillä niissä on jonkin verran skaalautumispotentiaalia. Admicomin henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat merkittävältä osin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä on selittänyt kulujen historiallisesti maltillista tasoa.

FAS-kirjanpidossa olevan Admicomin poistot koostuvat pääosin yhtiön viime vuosina tehtyjen yrityskauppojen liikearvon poistoista (n. 3,6

MEUR/v). Muuten yhtiön poistotaso on hyvin matala. Admicom ei ole viime vuosina aktivoitunut merkittävässä määrin tuotekehitysmenoja (kehittämismenot taseessa 2023: 0,45 MEUR) ja liikearvon poistot eivät ole kassavirtavaikutteisia. Siten Admicomin käyttökate ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) toimivat hyvinä mittarina yhtiön liiketoiminnan tuottamasta rahavirrasta ennen rahoituskuluja ja veroja.

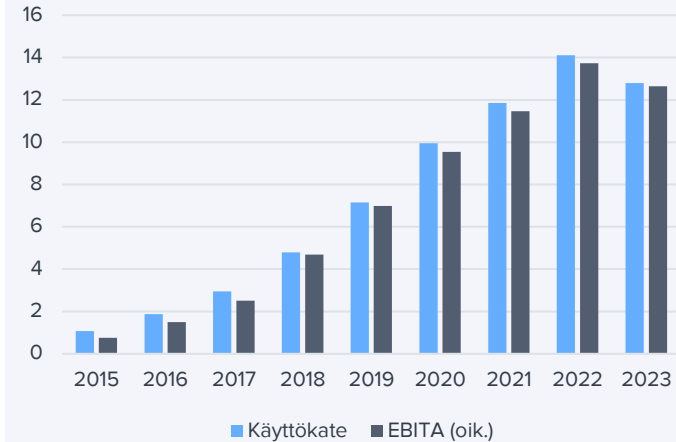
Tase ja rahoitusasema

Kiitos vuolaan rahavirran, Admicomin tase on tehdyistä yritysostoista ja viime vuosien melko vuolaasta osingonjaosta huolimatta vahva. Omavaraisuusaste oli 2023 lopussa 73 % ja nettovelkaantumisaste -20 %.

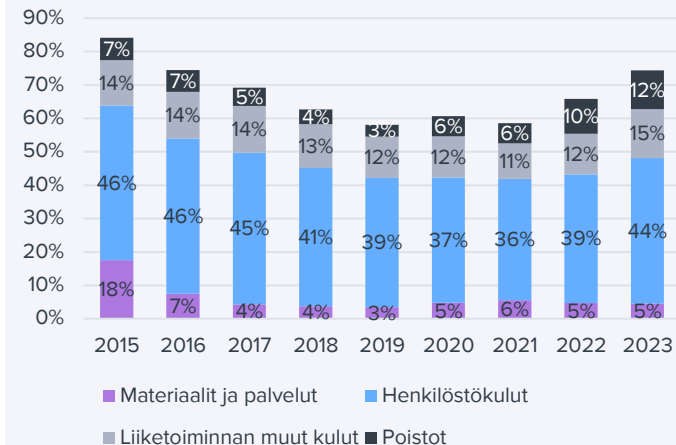
Taserakenne on myös hyvin yksinkertainen. Vuoden 2023 lopussa taseen loppusumma oli noin 40,6 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin yrityskaupoista syntyneestä liikearvosta (26,8 MEUR), rahavaroista (9,9 MEUR) ja saamisista (3,2 MEUR). Vastattavien puolella Admicomin oma pääoma oli 29,3 MEUR ja korollista velkaa oli 4,1 MEUR. Pääosin siirtovelosta muodostuvia korottomia velkoja oli 6,7 MEUR.

Arviomme mukaan Admicomilla on hyvät edellytykset kasvaa orgaanisesti ja toteuttaa yritysostoja vahvan taseen turvin. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta myös vieraan pääoman hyödyntäminen yritysostojen rahoituksessa on näkemyksemme mukaan järkevää. Mikäli yhtiö ottaisi velkaa 3x nettovelka/käyttökate, olisi yhtiöllä mahdollisuus lisätä velan määrää taseessa lähivuosina yli 35 MEUR:lla.

Käyttökate ja EBITA (MEUR)

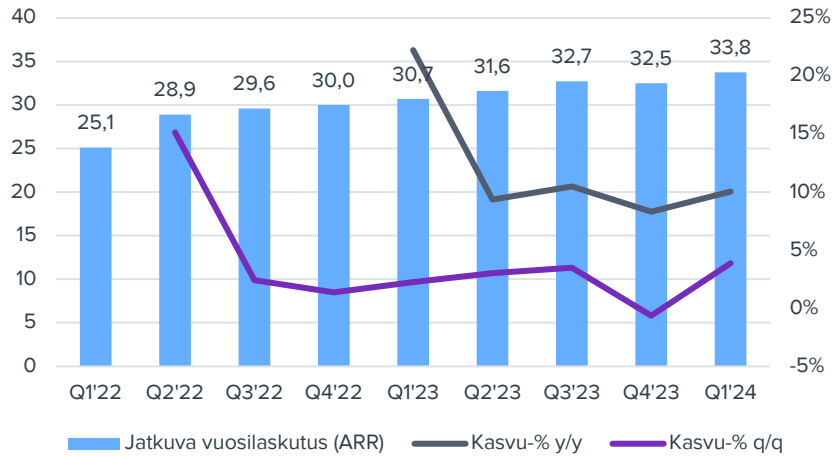


Kulurakenne %-liikevaihdosta

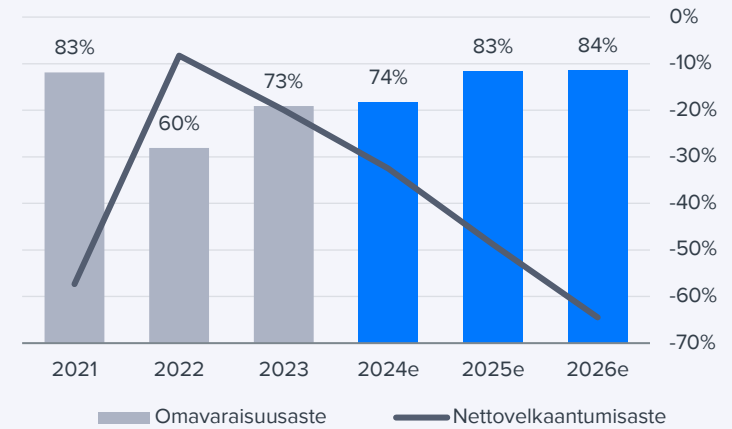


Taloudellinen tilanne

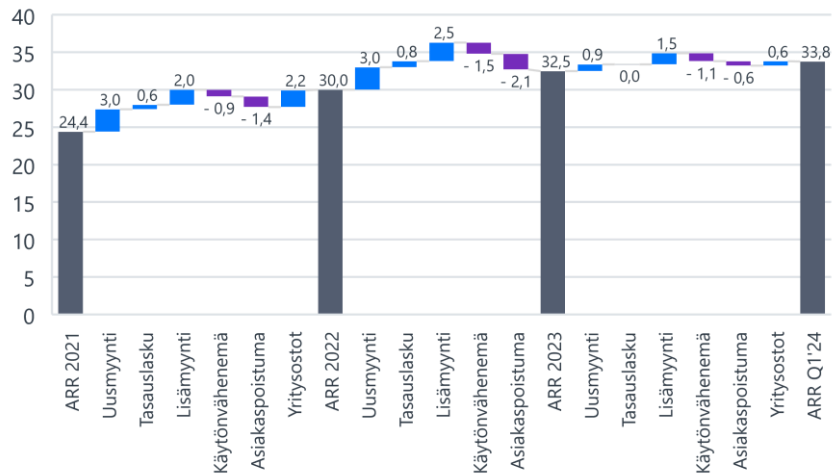
Jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) kehitys



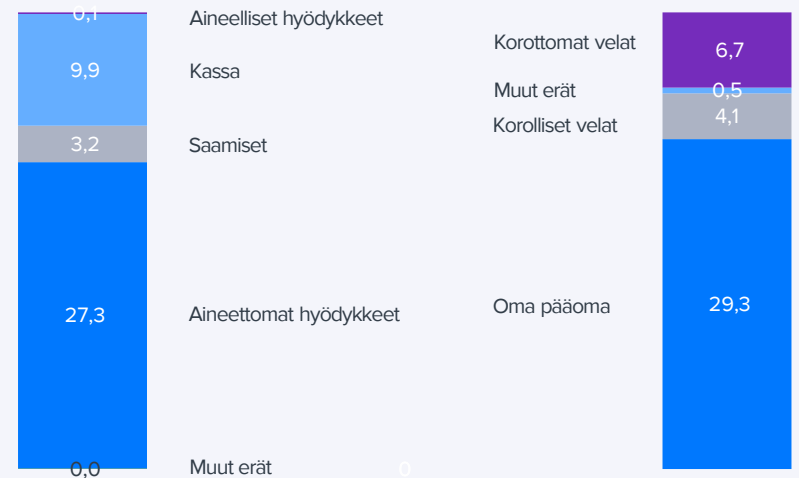
Taseen avainlukujen kehitys



Jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) kasvun komponentit



Tase 2023



Ennusteet 1/3

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Admicomin liikevaihdon kehitystä pääasiassa kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-palvelut
- Tiliointipalvelut
- Koulutus- ja konsultointipalvelut + muut erät

Näistä keskeisin on sekä Admicomin arvonmuodostuksen että liiketoimintamallin kannalta SaaS-palveluiden myynnin kehitys, sillä ilman ohjelmistopalvelusopimusta ei myydä myöskään tiliointi-, koulutus- tai konsultointipalveluita.

Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun ja jo tehtyihin yritysostoihin, sillä tulevien järjestelyjen mallintaminen ilman tietoa niiden kokoluokasta tai kauppahinnasta ei ole mielekäästä. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa. Orgaanisen kasvun osalta oletamme liikevaihdon tulevan keskipitkällä aikavälillä nykyisiltä kohdemarkkinoilta, ja kansainvälisen kasvun rooli korostuu vasta pidemmällä aikavälillä. Olemme tämän raportin yhteydessä tarkistaneet hieman ylöspäin pitkän aikavälin kasvuoletuksiamme.

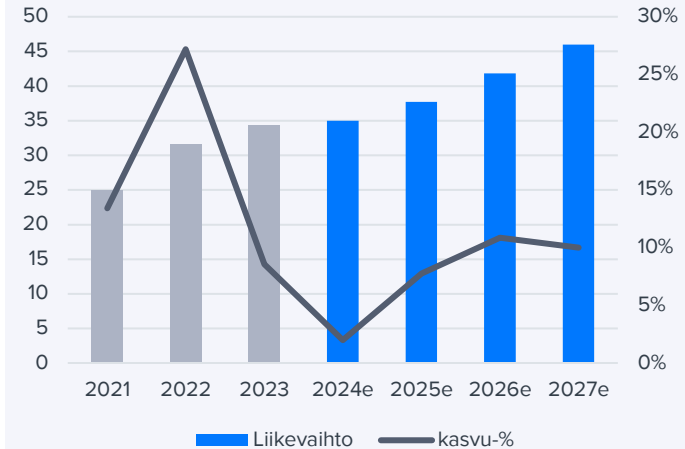
Admicomin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Admicomin pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin noin 95 %:n tasolla. Muuten operatiiviset kustannukset ovat lyhyellä aikavälillä koholla suhteessa liikevaihtoon, kun yhtiö panostaa strategiassaan kasvuperustansa vahvistamiseen ja kansainvälisen

kasvun mahdollistamiseen. Hieman pidemmällä aikavälillä ennustamme yhtiön tavoitteiden mukaisesti kannattavuuden alkavan asteittain paranemaan kasvun myötä, jonka osalta yhtiöllä on myös jo vahvat näytöt historiasta. Käsityksemme mukaan Admicomin nykyiset kannattavuustavoitteet sisältävät mahdolliset pienemmät yritysostot, mutta isomman ja selvästi heikommin kannattavan yritysjärjestelyn kohdalla kannattavuustavoitteita jouduttaisiin luonnollisesti tarkastelemaan uudestaan.

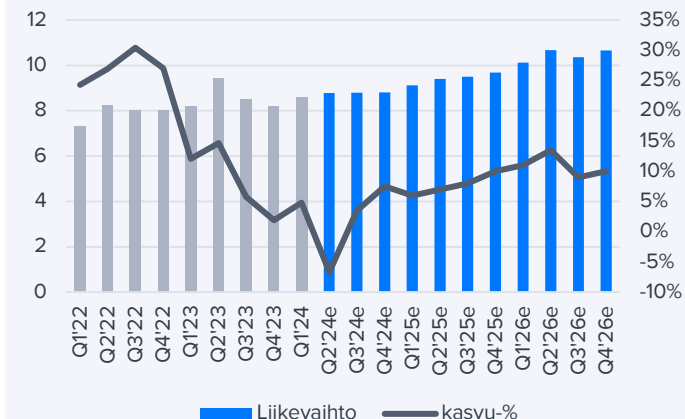
Yleisesti näkyvyys Admicomin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on melko hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu yli 90 %:sti toistuviin SaaS-palvelutuottoihin ja niihin liittyviin tiliointipalveluihin. Lyhyellä aikavälillä synkkä rakennussuhdanne luo epävarmuutta Admicomin orgaanisen kasvuvauhdin suhteen sen vaikeuttaessa uusmyyntiä, vähentäessä ohjelmistojen käyttöä tietyissä asiakkaissa ja lisätessä konkurssien kautta asiakaspoistumaa. Rakennusmarkkinan elpyessä orgaanisen kasvun kiihtymiselle pitäisi olla hyvät lähtökohdat uusmyynnin piristymisen sekä laajentuneen tuoteportfolion tarjoamien lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien kautta.

Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys Admicomin myyntipanostusten onnistumiseen ja kilpailuaseman kehitykseen. Samalla rakennusalan suhdannevaihtelut luovat muuttujansa myös pitkällä aikavälillä, vaikka seuraava liike onkin hyvin todennäköisesti pohjalta ylöspäin. Pitkän aikavälin kasvunäkymää tukee rakennusalan matala digitalisaation aste, ja toimintaa tehostavien ohjelmistojen käyttö lisääntyy varmasti myös tulevaisuudessa.

Liikevaihto ja kasvu-%



Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin (MEUR)



Ennusteet 2/3

Vuoden 2024 ennusteet

Admicom ohjeistaa vuonna 2024 jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) kasvavan 5-10 % (2023: 32,5 MEUR). Kokonaisliikevaihdon (2023: 34,3 MEUR) arvioidaan kasvavan ja oikaistun käyttökateen (EBITDA) arvioidaan olevan 32-37 % liikevaihdosta. Näkymät sisältävät oletuksen Trackinno-yrityksoston noin 1,5 %-yksikön epäorgaanisesta vaikutuksesta. Tasauslaskun muutoksen negatiivisen vaikutuksen kuluvan vuoden liikevaihtoon arvioidaan olevan noin 0,8 MEUR (-2,3 %-yksikköä), josta merkittävin osa ajoittuu Q2:lle. Lisäksi Aitio Finlandin ohjelmistokehitysresurssien siirtymä ulkoisesta asiakastyöstä sisäisiin hankkeisiin jarruttaa kasvua arviolta vielä noin 1 %-yksiköllä.

Orgaanisen kasvun osalta ohjeistus on varovainen, ja isossa kuvassa yhtiö rakentaa vielä tänä vuonna kasvuperustaa rakennustaantuman keskellä. Näkymien taustaoletuksena on kuitenkin se, että tilanne alkaisi näyttää hieman paremmalta H2'24 aikana. Tällöin jo tehtyjen investointien tuotteiden modernisointiin, uusiin tuotteisiin, sekä myynti- ja markkinointitiimin kehittämiseen ja parempaan asiakaspalveluun odotetaan alkavan vahvistaa uusmyyntiä ja myös asiakaspoistuman ennakoitua rauhoittuvan.

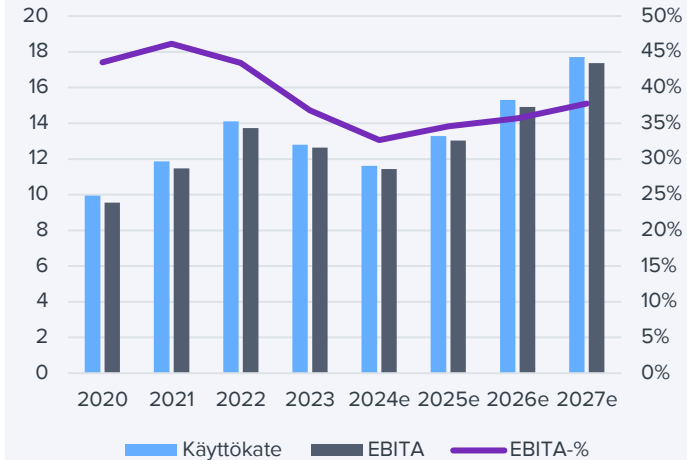
Admicomin kesäkuun alussa järjestämän analytiikkopuhelun perusteella markkinatilanne on jatkunut Q1:n tavoin vaikeana, mutta uusmyynti sujuu silti edelleen olosuhteisiin nähden kohtuullisesti. Ohjelmistomyynnin osalta myös pieniä ensimmäisiä merkkejä piristymisestä on havaittavissa asiakaskunnassa, mutta yhtiö ei halunnut vielä innostua näistä liikaa.

Heikko markkinatilanne näkyy myös siinä, että kauppojen keskikoot ovat olleet pienempiä, kun hieman isommat asiakkaat ovat varovaisia tekemään juuri nyt päätöksiä. Yhtiön mukaan positiivista on, että uusien asiakkaiden osalta on yhä useammin nähtävissä, että he ostavat heti alkuun useamman Admicomin tarjoaman ratkaisun. Tämä on tärkeää lisämyyntipotentiaalin realisoimisessa, sillä etenkin projektinhallintaratkaisussa ohjelmistojen käyttöä tyypillisesti laajennetaan tulevana vuosina ensimmäisen kaupan jälkeen.

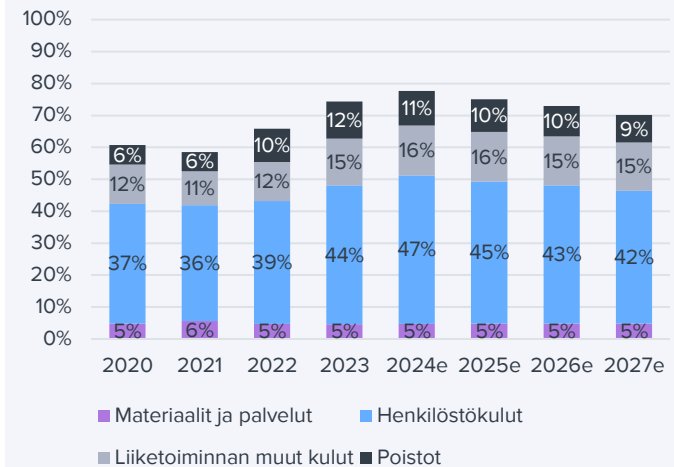
Tarkkaa näkyvyyttä rakennusmarkkinan elpymiseen ei edelleenkaan ole, ja korkotason toivottu lasku on yksi keskeinen muuttuja tässä yhtälössä. Kokonaisuutena näyttäisi mielestämme kuitenkin siltä, että markkinan pohjia kolkutellaan tämän vuoden aikana, ja elpyminen tulee tapahtumaan ennemmin tai myöhemmin.

Ennustamme Admicomin vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan 2 %:n 35,0 MEUR:oon, missä Trackinnon epäorgaaninen vaikutus on 1,5 %-yksikköä. Oikaistun käyttökatemarginaalin ennustamme heikentyvän ohjeistushaarukan alalaidalle 33,4 %:iin. Oletamme tilanteen uusmyynnin sekä asiakaspoistuman kehityksen osalta alkavan asteittain parantua vuoden 2024 loppua kohti, mikä antaa lähtökohdat piristyvälle kasvulle tästä eteenpäin.

Käyttökate ja EBITA



Kulurakenne %-liikevaihdosta



Ennusteet 3/3

Vuodet 2025-2027

Vuodelle 2025 ennustamme lievää markkinatilanteen elpymistä, ja asteittain paranevien tulevaisuuden näkymien vauhdittavan ohjelmistomyyntiä. Odotamme tuolloin Admicomin kasvun nousevan 8 %:n tasolle ja kasvun alkavan tukea paranevaa EBITA-marginaalia (34,6 %), sillä lyhyellä aikavälillä yhtiön rekryointitarpeiden pitäisi olla rajallisempia.

Vuosina 2026-2027 oletamme markkinatilanteen olevan jälleen parempi ja Admicomin kasvuinvestointien alkavan näkyä kiihtyvässä kasvussa ja asteittain paranevassa kannattavuudessa. Ennustamme tuolloin noin 11-10 %:n vuosikasvua ja 36-38 %:n EBITA-marginaalia.

Kokonaisuutena odotamme Admicomin oikaistun osakekohtaisen tuloksen laskevan vuonna 2024 noin 9 % ja tämän jälkeen kasvavan vuosina 2024-2027 noin 15 % vuodessa. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoja noin 35-38 %:n osingonjakosuhteella oikaistusta tuloksesta laskettuna. Admicomin liiketoiminnan vahvan kassavirran ansiosta yhtiön nettokassa alkaa ennusteillamme paisua nopeasti lähivuosina, jota todellisuudessa yhtiö tulee hyvin todennäköisesti käyttämään yritysostoihin.

Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain vuosina 2028-2032 noin 10-6 %:iin ja sen jälkeen 5-3 %:iin vuosina 2033-2034. Ikuisuuskasvu-oletuksemme on 2,7 % vuodesta 2035 lähtien. Pitkän aikavälin kasvuennusteemme ovat selvästi yhtiön tavoitetason alapuolella, joten strategian hyvällä toteuttamisella niissä olisi vielä

selvää nousuvaraa. Kannattavuuden odotamme jatkavan asteittain nousevalla uralla ja EBITA-marginaalin olevan vuosikymmenen lopussa noin 40-41 %:n tasolla, mihin odotamme sen myös tämän jälkeen tasaantuvan. Ikuisuusoletuksessa olemme asettaneet liikevoittomarginaalin 38 %:iin.

EPS ja osinko



Ennusteet

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	31,6	8,2	9,4	8,5	8,2	34,3	8,6	8,8	8,8	8,8	35,0	37,7	41,8	46,0
Käyttökate	14,1	3,0	3,6	3,8	2,4	12,8	2,6	2,8	3,5	2,8	11,6	13,3	15,2	17,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,3	-0,7	-0,8	-0,8	-1,7	-4,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-3,8	-3,9	-3,9	-4,0
EBITA (oik.)	13,7	3,0	3,6	3,7	2,4	12,7	2,6	2,7	3,4	2,7	11,4	13,0	14,9	17,4
Liikevoitto	10,8	2,3	2,8	3,0	0,7	8,8	1,6	1,8	2,5	1,8	7,8	9,4	11,3	13,7
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	10,6	2,2	2,8	3,0	0,7	8,6	1,5	1,8	2,5	1,8	7,6	9,3	11,2	13,7
Verot	-2,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,2	-2,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4	-2,0	-2,2	-2,6	-3,1
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,06	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,02	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	8,0	1,6	2,1	2,2	0,5	6,3	1,1	1,3	1,9	1,3	5,6	7,1	8,6	10,6
EPS (oikaistu)	2,19	0,46	0,56	0,59	0,43	2,04	0,40	0,45	0,56	0,45	1,86	2,15	2,45	2,86
EPS (raportoitu)	1,60	0,32	0,42	0,44	0,09	1,27	0,21	0,27	0,38	0,27	1,13	1,42	1,72	2,13

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	27,2 %	12,1 %	14,7 %	5,7 %	1,9 %	8,6 %	4,8 %	-6,7 %	3,5 %	7,5 %	2,0 %	7,8 %	10,9 %	10,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	19,7 %	-7,2 %	-9,5 %	1,0 %	-17,0 %	-7,7 %	-14,4 %	-23,1 %	-7,7 %	13,0 %	-9,7 %	13,9 %	14,4 %	16,4 %
Käyttökate-%	44,6 %	36,7 %	38,1 %	44,2 %	29,8 %	37,3 %	29,9 %	31,7 %	39,7 %	31,4 %	33,2 %	35,2 %	36,4 %	38,5 %
EBITA-% (oik.)	43,4 %	36,3 %	37,8 %	43,8 %	29,4 %	36,9 %	29,7 %	31,1 %	39,1 %	30,9 %	32,7 %	34,6 %	35,7 %	37,8 %
Nettotulos-%	25,2 %	19,4 %	22,0 %	25,8 %	5,6 %	18,4 %	12,4 %	15,2 %	21,4 %	15,2 %	16,1 %	18,8 %	20,6 %	23,1 %

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	35,0	35,0	0 %	37,7	37,7	0 %	41,4	41,8	1 %
Käyttökate	11,6	11,6	0 %	13,3	13,3	0 %	15,1	15,2	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,4	11,4	0 %	13,0	13,0	0 %	14,8	14,9	1 %
Liikevoitto	7,8	7,8	0 %	9,4	9,4	0 %	11,2	11,3	1 %
Tulos ennen veroja	7,6	7,6	0 %	9,3	9,3	0 %	11,1	11,2	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,86	1,86	0 %	2,15	2,15	0 %	2,43	2,45	1 %
Osakekohtainen osinko	0,65	0,65	0 %	0,75	0,75	0 %	0,90	0,90	0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Paljon kasvupotentiaalia niin organisesti kuin yritysostoin

2.

Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli

3.

Kilpailukykyinen tuoteportfolio ja vahva markkina-asema Suomessa

4.

Vahva tase ja erinomainen rahavirta antavat liikkumavaraa yritysostoihin

5.

Rakennusalan matala digitalisaation aste pitkän aikavälin kasvuajurina

Potentiaali



- Entuudestaan vahvan markkina-aseman paaluttaminen Suomessa
- Lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien hyödyntäminen
- Kasvuinvestoinneista huolimatta vahva kannattavuus, jossa parannusvaraa pitkällä aikavälillä
- Arvonluonti yritysjärjestelyillä
- Laajentuminen uusiin toimintamaihin

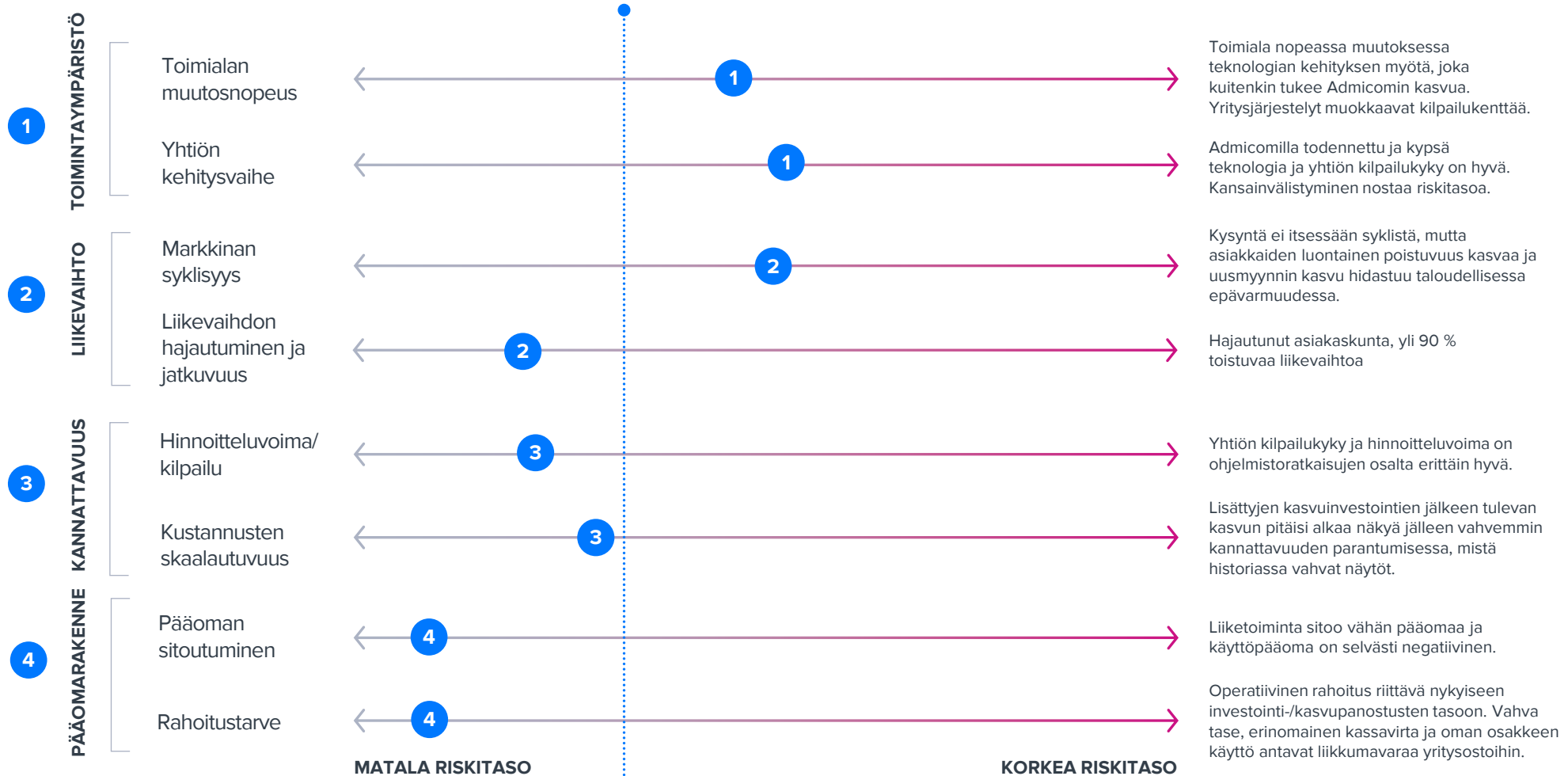
Riskit



- Rakennusalan heikko suhdanne varjostaa orgaanista kasvunäkymää
- Lisätyt kasvupanostukset ja niiden onnistuminen
- Yritysostot ja niiden integrointi
- Kansainvälistymisessä onnistuminen pitkän aikavälin kasvun kannalta tärkeää
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Teknologia-, tietoturva- ja avainhenkilöriskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Admicomin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Arvonmääritys 1/4

Osake korjannut pohjistaan, kun pahimmat pelot rakennussyklin osalta hälvenneet

Admicomin osake ja sitä kautta sen arvostus ovat elpyneet selvästi vuoden 2023 syksyn pohjista, jolloin huolet heikon rakennussyklin vaikutuksista yhtiöön olivat korkeimmillaan. Tämän jälkeen yhtiö on osoittanut pystyvänsä orgaaniseen kasvuun myös tässä markkinassa ja tekemään samalla hyvää tulosta ja kassavirtaa. Synkimmillä hetkillä osakkeeseen ei oltu käytännössä hinnoiteltu minkäänlaisia kasvuodotuksia, mutta tänä vuonna arvostus on korjaantunut järkevämmälle tasolle. Jatkossa tuloskasvu korostuu entistä enemmän osakkeen tuotto-odotuksen ajurina, vaikka kasvun piristymisen kautta myös arvostuskertoimissa voi olla edelleen nousuvaraa.

Arvostus kiinnostaa heikon rakennussyklin yli katsottuna

Admicomin liiketoimintamallista sekä sijoitusprofiilista löytyy paljon tekijöitä, jotka mielestämme tukevat osakkeen suhteellisen korkeaa arvostusta. Admicomilla on historiallisesti erittäin vahvat näytöt kasvusta sekä omistaja-arvon luonnista. Tehdyistä kasvuinvestoinneista huolimatta yhtiön kannattavuus on erittäin hyvällä tasolla ja liiketoiminta luo vuolasta kassavirtaa. Lisäksi Admicomin pitkän aikavälin kasvunäkymä on edelleen hyvä ja riskiprofiili kokonaisuudessaan maltillinen. Admicomin liiketoiminta on yli 90 %:sti jatkuvaa, yhtiön ratkaisut ovat asiakkaan kannalta pääosin liiketoimintakriittisiä ja yhtiöllä on omalla erikoistumisalueellaan selkeitä kilpailuetuja. Admicomin kasvu ei myöskään sido pääomia, joten yhtiö voi allokoida liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa yritysostoihin ja maksaa halutessaan

suhteellisen isoja osinkoja.

Ennusteillamme Admicomin vuoden 2024 oikaistu EV/EBIT-kerroin on 19x. Pelkästään kuluvan vuoden vaisuun kasvuun ja heikentyvään kannattavuuteen peilattuna kerroin on korkeahko. Arviomme mukaan vuosi 2024 tulee kuitenkin jäämään tuloksen osalta pohjavuodeksi, ja Admicomin kasvun kiihtyvän keskipitkällä aikavälillä rakennussyklin elpessä. Vuodelle 2025 EV/EBIT-kerroin (16,5x) laskee jo kohtuulliseksi ennustamallamme kasvun piristymisellä. Tuolloin todennäköisesti Admicomin markkinaympäristö alkaa vasta alustavasti elpyä ja piristyvän markkinan tarjoama myötätuuli luo arviomme mukaan useammaksi vuodeksi hyvät edellytykset kiihtyvälle kasvulle.

Mielestämme Admicomin tuloskasvunäkymästä riippuen neutraali kerroinhaarukka keskipitkällä aikavälillä on noin 15x-20x. Arvostus painuu nopeasti hyvin houkuttelevalle tasolle (2026-2027e EV/EBIT 14x-11x), mikäli yhtiön kasvu piristyy ennusteidemme mukaiselle tasolle. Yhtiön omat tavoitteet ovat vielä selvästi tätä korkeammalla.

Admicomin viime vuosina tekemien yritysostojen ja lisättyjen kasvupanostusten myötä yhtiö on kylvänyt maahan useita kasvun siemeniä, joiden satoa niitetään kunnolla vasta tulevina vuosina. Näin ollen strategian edetessä yhtiöllä on mahdollisuus ylläpitää vahvaa tuloskasvua vielä pitkään, mikä tarjoaa mielestämme houkuttelevaa pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Keskeisimmät riskit liittyvät myös näkemyksemme mukaan yritysostoihin ja tuleviin vahvempiin kansainvälistymispanostuksiin rakennusalan suhdanneriskien lisäksi.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	46,7	46,7	46,7
Osakemäärä, milj. kpl	4,99	4,99	4,99
Markkina-arvo	233	233	233
Yritysarvo (EV)	222	215	207
P/E (oik.)	25,1	21,7	19,0
P/E	41,3	32,8	27,0
P/B	7,4	6,6	5,8
P/S	6,6	6,2	5,6
EV/Liikevaihto	6,4	5,7	4,9
EV/EBITDA	19,1	16,2	13,6
EV/EBIT (oik.)	19,4	16,5	13,9
Osinko/tulos (%)	57,5 %	52,7 %	52,2 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,6 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Admicomin 12kk eteenpäin katsova EV/EBITDA-kerroin



Lähde: Inderes, Bloomberg

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmän arvostus

Peilaamme Admicomin suhteellista arvostusta pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään. Erityisesti suhteutamme yhtiön arvostusta yhtiön lähimpiin SaaS-verrokkeihin, Lemonsoftiin ja Smartcraftiin, jotka ovat myös yhtiön kilpailijoita rakennusalan ohjelmistoissa. Lisäksi yhtiöt ovat kokoluokaltaan sekä kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan melko samankaltaisia Admicomin kanssa.

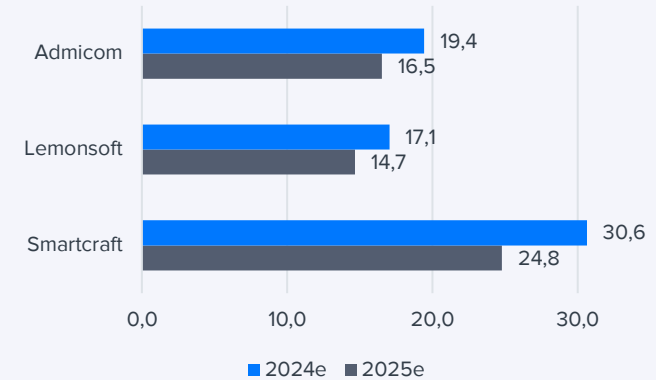
Suhteessa lähimpiin verrokkeihin vuoden 2025 EV/EBIT-kertoimella Admicomin arvostus on preemiolla kohtuullisesti hinnoiteltuun Lemonsoftiin (15x) nähden. Admicomin oikaistusta liikevoitosta konvertoituu tällä hetkellä kassavirraksi kuitenkin huomattavasti Lemonsoftia suurempi osuus, mikä on hyvä huomioida kertoimia vertailtaessa. Pohjoismaissa toimivaan ja korkeilla kertoimilla hinnoiteltuun Smartcraftiin (25x) nähden Admicomin arvostus on huomattavalla alennuksella. Smartcraftin orgaaninen kasvuvauhti on tällä hetkellä selvästi Admicomia nopeampaa, mikä myös puoltaa korkeampia kertoimia. Kassavirtamielessä Admicomin tuloksen laatu on taas Smartcraftia parempia. Kokonaisuutena Admicomin osakkeen arvostus näyttää mielestämme kohtuulliselta lähimpiin verrokkeihin peilattuna.

Rakennusalaan keskittyneistä ohjelmistoyhtiöistä yhdysvaltalainen Procore toimii myös yhtenä verrokkina Admicomille. Liikevaihdon kokoluokalta (2024e 1,1 miljardia dollaria) yhtiö on kuitenkin aivan eri skaalassa. Yhtiö on myös historiassaan investoinut kasvuun voimakkaasti kannattavuuden kustannuksella, ja käyttökateen

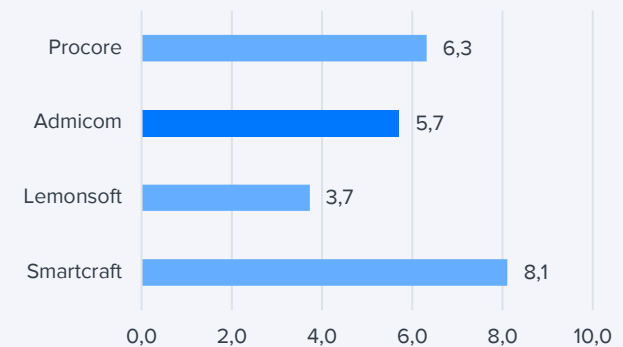
ennustetaan lähivuosina nousevan vasta kohtuulliselle (14-16 %) tasolle. Siten Procoren tuloskertoimien (2024e EV/EBITDA 54x) suora vertailu Admicomin kanssa ei ole mielekästä. Procoren ennustetaan kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 20 %:n vuosivauhtia.

Liikevaihtokertoimella Admicomia (2025e 5,7x) hinnoitellaan selvällä preemiolla Lemonsoftiin (3,7x) ja puolestaan selvällä alennuksella Smartcraftiin (8,1x) nähden. Eroja liikevaihtokertoimissa selittävät nähdäksemme pitkälti samat tekijät kuin mitä juuri kävimme läpi tuloskertoimia tarkastellessa. Procoren liikevaihtokerroin (6,3x) on puolestaan vain hieman Admicomia korkeampi.

Admicomin ja lähimpien verrokkien EV/EBIT

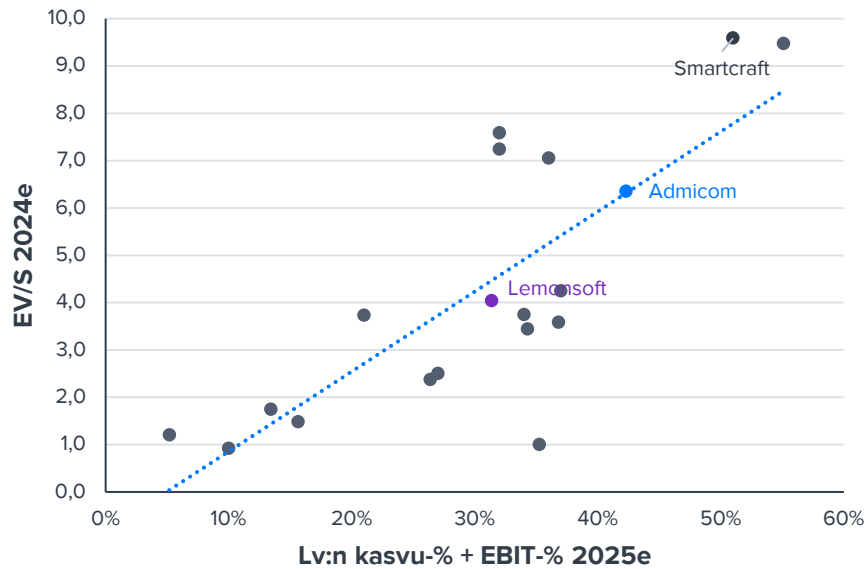


Admicomin ja verrokkien 2025e EV/S

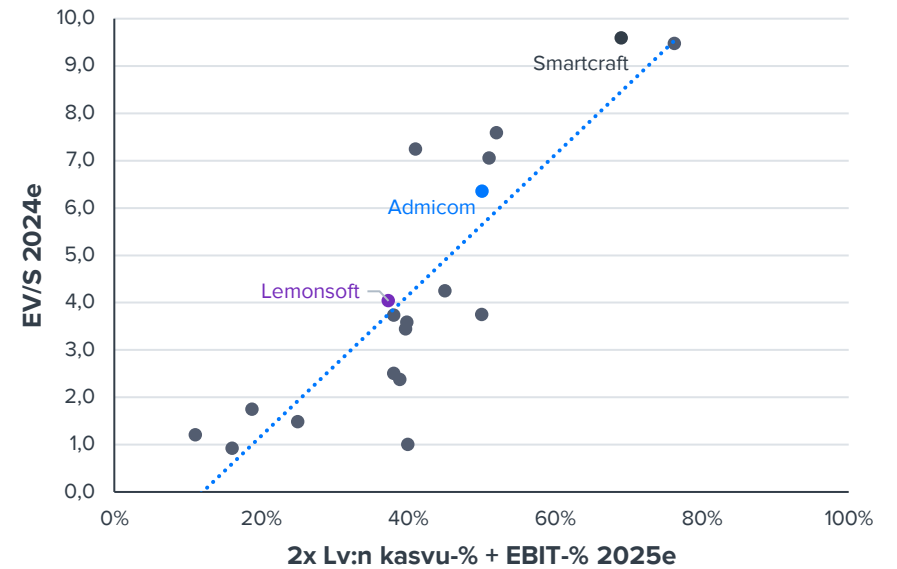


Arvostus suhteessa verrokkieihin

Verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään (Rule of 40)

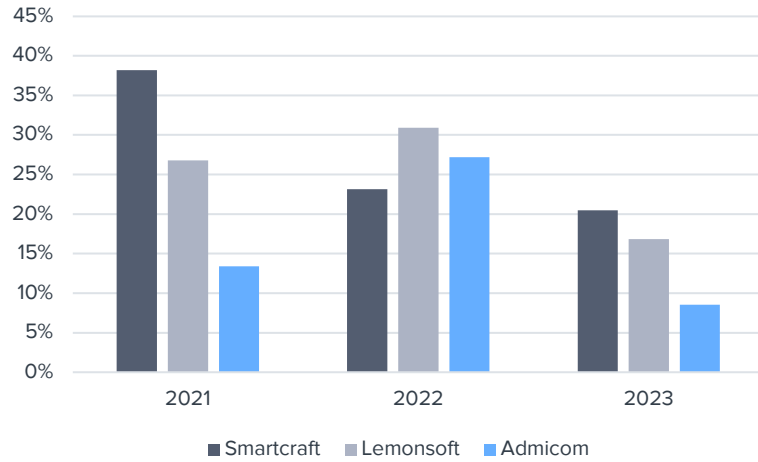


Verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään (Rule of X)

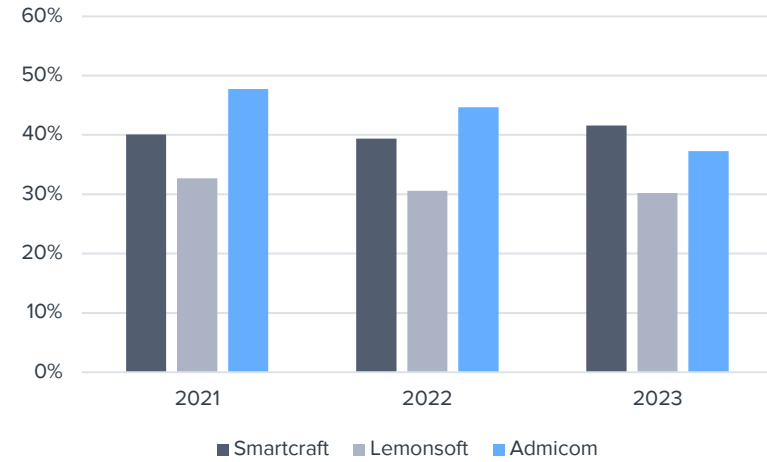


Admicomin ja verrokkien tunnuslukuja

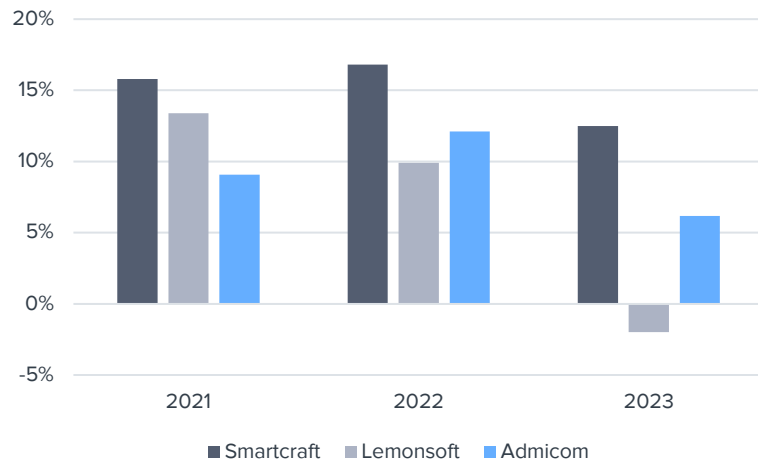
Liikevaihdon kasvu-%



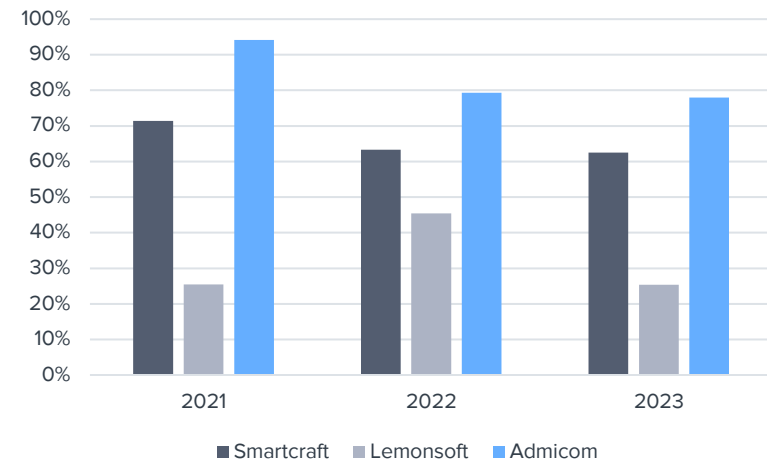
Käyttökate-% (oik.)



Liikevaihdon orgaaninen kasvu-%



Kassakonversio (vapaa kassavirta / oik. EBITDA)



Arvonmääritys 3/4

Skenaariot vuoteen 2028

Tarkastelemme Admicomin osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta vuoteen 2028 katsottuna.

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Admicomin liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 8 % vuodessa ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) paranevan 39 %:iin vuoteen 2028 mennessä. Oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin vuoden 2027 lopussa / 2028 alussa 17,5x EV/EBIT-kertoimella noin vuoden eteenpäin katsovaan ennusteeseen peilaten. Admicomin strategian edetessä yhtiön kasvunäkymien pitäisi tuolloin olla edelleen hyvät, joten suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen hyvin perusteltavissa. Ennusteidemme kautta laskettu Admicomin yritysarvo olisi näillä oletuksilla 349 MEUR. Lisäämällä tähän vuoden 2027

ennustettu nettokassa sekä vuosien 2025-2027 osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 413 MEUR tai 83 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 18 %:n vuotuista tuotto-odotusta nykyisellä osakekurssilla. Mielestämme skenaario kuvastaa hyvin Admicomin osakkeessa keskipitkällä aikavälillä piilevää potentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu lähivuosina kiihdyttämään kasvuaan lähemmäs kaksinumeroisia tasoja. Olemme havainnollistaneet alla olevassa herkkyysslaskelmassa, miten muutokset kasvuvauhdissa ja hyväksyttävässä arvostuksessa vaikuttavat perusskenaarion tuotto-odotukseen.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun jäävän 3 %:iin ja kannattavuuden paranevan vain lievästi 35 %:iin. Tässä skenaariossa oletetulla 15x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 261 MEUR tai 52 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi matalaa noin 3 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Pessimistinen skenaario

kertoo mielestämme osaltaan osakkeeseen tällä hetkellä ladatuista melko maltillisista kasvuodotuksista, sillä pehmeälläkin suorituksella tuotto-odotus olisi lievästi positiivinen, mikäli hyväksyttävä arvostustaso ei kasvuvauhdin hyytyessä laskisi merkittävästi.

Optimistisessä skenaariossa oletamme Admicomin liikevaihdon kasvavan vuosittain 11 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 42 %:iin. Vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin valossa sovellamme 20x EV/EBIT-kerronta. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 552 MEUR tai 111 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 28 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario vaatisi lähivuosilta erinomaista onnistumista yhtiön strategiassa ja orgaanisen kasvun merkittävää kiihtymistä nykytasoilta. Tässä skenaariossa myös tuotto-odotus olisi erittäin hyvällä tasolla.

Skenaariot vuoteen 2028	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	40,0	50,6	57,0
<i>Lv:n kasvu-% (CAGR 24-28)</i>	3 %	8 %	11 %
EBIT-% (oik.)	35 %	39 %	42 %
EBIT (oik.)	14,0	20,0	23,9
x hinnoittelukerros (EV/EBIT)	15,0	17,5	20,0
= Yritysarvo 2028e (MEUR)	210	349	479
Nettokassa + osingot 2024-2027	51	64	74
= Osakekannan arvo (MEUR)	261	413	552
<i>Per osake (EUR)</i>	<i>52</i>	<i>83</i>	<i>111</i>
Potentiaali	12 %	78 %	137 %
Vuotuinen tuotto-odotus	3 %	18 %	28 %

Vuotuisen tuotto-odotuksen herkkyyys

EV/EBIT	Liikevaihdon kasvu-%				
	3 %	6 %	8 %	11 %	13 %
14x	6 %	9 %	12 %	15 %	18 %
16x	6 %	12 %	15 %	18 %	22 %
18x	12 %	15 %	18 %	22 %	25 %
20x	15 %	18 %	21 %	25 %	28 %
22x	17 %	21 %	24 %	28 %	32 %
24x	20 %	23 %	27 %	31 %	35 %

Arvonmääritys 4/4

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Admicomin osakkeelle nykyisillä, yhtiön tavoitteisiin nähden maltillisilla oletuksillamme noin 57 euron arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2035-) kasvuodotuksen 2,7 %:iin ja liikevoittomarginaalin 38 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 56 %, mikä on kasvuyhtiölle melko maltillinen taso.

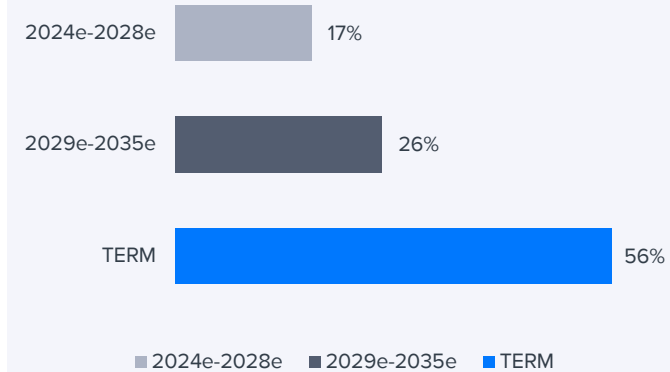
Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 8,5 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 9,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme tuottovaateen taso on kohtuullinen ja hyvin perusteltavissa nykyisessä korkoympäristössä Admicomin liiketoiminnan matalalla riskiprofiililla. Tuottovaateessa voisi olla vielä jonkin verran laskuvaraa korkotason laskiessa ja/tai, kun Admicomin strategiassa tavoittelemasta kiihtyvistä kasvusta saadaan tulevana vuosina näyttöjä. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa.

Käypä arvo ja suositus

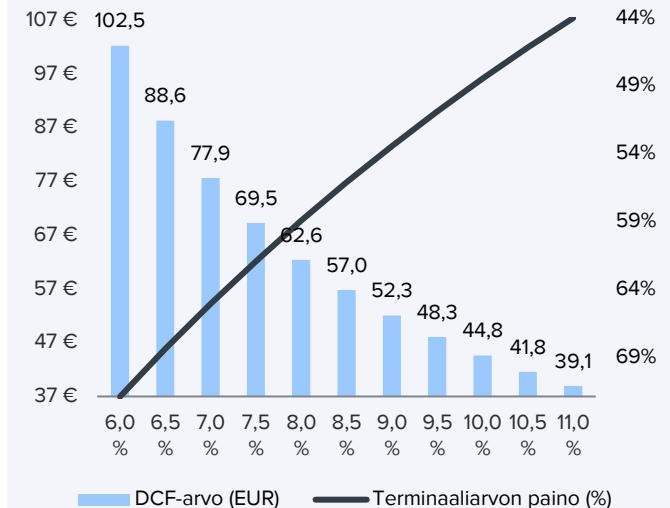
Edellä läpikäytyjen arvonmääritysmenetelmien pohjalta arviomme Admicomin käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 43-57 euron haarukassa. Tämä vastaa myös pitkälti arvioimamme hyväksyttävän 15x-20x kerroinhaarukan soveltamista vuoden 2025 oikaistuun liikelulosennusteeseen. Näemme keskipitkällä aikavälillä käyvän arvon kehityksessä potentiaalia, kunhan yhtiö pääsee takaisin piristyvälle kasvupolulle. Edellisellä sivulla läpikäydyt

skenaariot osaltaan havainnollistavat tätä. Toistamme tämän raportin yhteydessä lisää-suosituksemme ja 52 euron tavoitehinnan Admicomille.

Rahavirran jakauma jaksottain



DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa

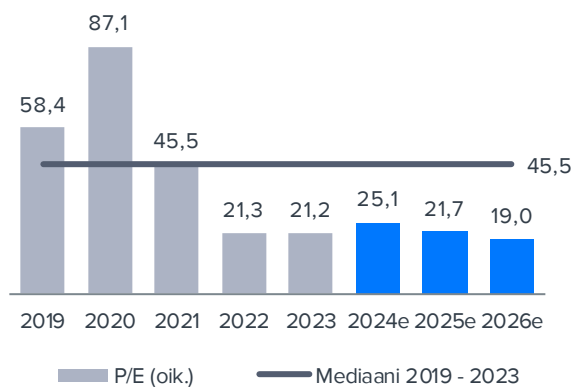


Arvostustaulukko

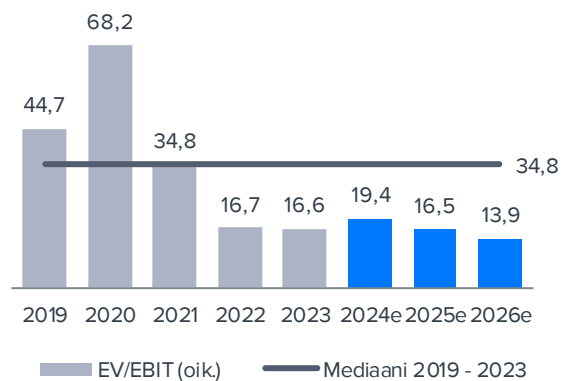
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	64,4	135,0	84,5	46,5	43,3	46,7	46,7	46,7	46,7
Osakemäärä, milj. kpl	4,85	4,92	4,93	4,99	4,99	4,99	4,99	4,99	4,99
Markkina-arvo	314	665	416	232	216	233	233	233	233
Yritysarvo (EV)	298	651	400	229	210	222	215	207	197
P/E (oik.)	58,4	87,1	45,5	21,3	21,2	25,1	21,7	19,0	16,3
P/E	59,0	>100	51,7	29,1	34,1	41,3	32,8	27,0	21,9
P/B	19,3	29,5	13,3	7,9	7,4	7,4	6,6	5,8	5,0
P/S	20,1	30,3	16,7	7,3	6,3	6,6	6,2	5,6	5,1
EV/Liikevaihto	19,1	29,7	16,1	7,3	6,1	6,4	5,7	4,9	4,3
EV/EBITDA	41,7	65,4	33,7	16,3	16,4	19,1	16,2	13,6	11,1
EV/EBIT (oik.)	44,7	68,2	34,8	16,7	16,6	19,4	16,5	13,9	11,3
Osinko/tulos (%)	66,5 %	66,9 %	122,3 %	81,3 %	55,3 %	57,5 %	52,7 %	52,2 %	51,6 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	0,7 %	2,4 %	2,8 %	1,6 %	1,4 %	1,6 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

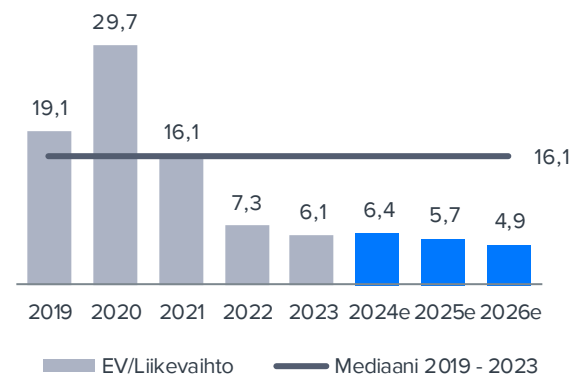
P/E (oik.)



EV/EBIT



EV/Liikevaihto



Verrokkiryhmän arvostus

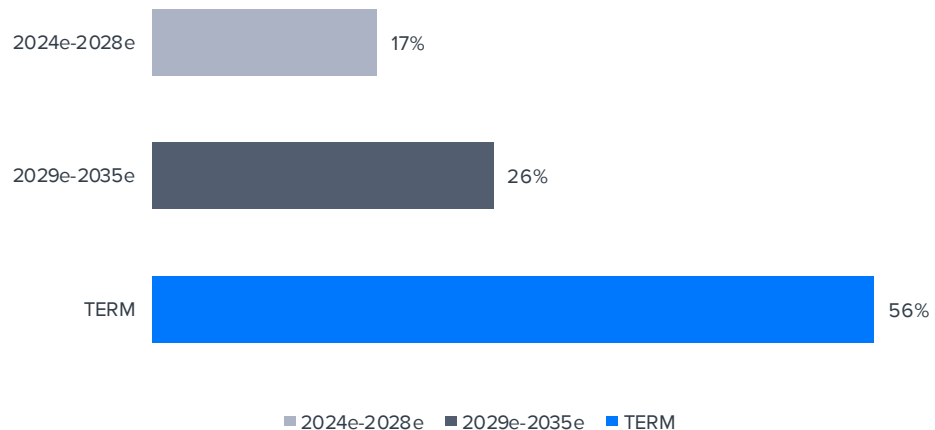
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2025e
Lemonsoft	119	117	17,1	14,7	14,9	13,0	4,0	3,7	10 %	6 %	24 %	25 %	31 %
Smartcraft	446	426	30,6	24,8	23,3	19,2	9,6	8,1	27 %	18 %	31 %	33 %	51 %
LeadDesk	44	47	32,1	20,9	11,1	8,8	1,5	1,3	7 %	9 %	5 %	6 %	16 %
Talenom	229	312	22,1	15,5	8,5	7,2	2,4	2,2	8 %	12 %	11 %	14 %	26 %
Qt Group	2148	2078	28,0	22,5	26,9	21,7	9,5	7,6	21 %	21 %	34 %	34 %	55 %
WithSecure	198	183			57,3	22,6	1,2	1,2	6 %	6 %	-4 %	-1 %	5 %
F-Secure	362	529	10,9	10,0	9,9	8,9	3,6	3,4	13 %	3 %	33 %	34 %	37 %
Enento	396	533	12,0	11,2	10,5	8,9	3,5	3,2	-1 %	5 %	29 %	29 %	34 %
QPR Software	10	11	48,1	19,8	8,8	8,0	1,8	1,6	-17 %	5 %	4 %	8 %	13 %
Tecnotree	80	83	3,1	2,7	2,4	1,9	1,0	0,8	5 %	5 %	33 %	31 %	35 %
Fortnox	3468	3447	43,6	33,5	35,6	27,8	18,6	15,0	27 %	24 %	43 %	45 %	69 %
Carasent	118	89		72,9	25,8	19,6	3,7	3,2	12 %	17 %	-4 %	4 %	21 %
Lime Technologies	415	436	35,9	29,5	23,0	19,9	7,1	6,2	20 %	15 %	20 %	21 %	36 %
FormPipe Software	123	120	24,9	14,6	10,9	8,2	2,5	2,3	3 %	11 %	10 %	16 %	27 %
Vitec Software Group	1841	1989	32,0	28,9	17,8	16,0	7,3	6,6	11 %	9 %	23 %	23 %	32 %
Sinch	1722	2418	31,6	19,9	7,7	6,8	0,9	0,9	2 %	6 %	3 %	4 %	10 %
IAR Systems Group	201	188	15,3	13,8	10,4	9,4	4,3	3,9	11 %	8 %	28 %	29 %	37 %
Upsales Technology	55	50	22,5	18,1	15,2	13,1	3,8	3,2	-2 %	16 %	17 %	18 %	34 %
Procore Technologies	8752	8095	78,1	52,6	53,1	37,2	7,6	6,3	22 %	20 %	10 %	12 %	32 %
Admicom (Inderes)	233	222	19,4	16,5	19,1	16,2	6,4	5,7	2 %	8 %	33 %	35 %	42 %
Keskiarvo			28,7	23,6	19,6	14,6	4,9	4,2	10 %	11 %	18 %	20 %	
Mediaani			28,0	19,8	14,9	13,0	3,7	3,2	10 %	9 %	20 %	21 %	
Erotus-% vrt. mediaani			-31 %	-17 %	29 %	25 %	70 %	77 %					

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	8,6 %	2,0 %	7,8 %	10,9 %	10,0 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	3,0 %	2,7 %	2,7 %
Liikevoitto-%	25,7 %	22,3 %	25,0 %	27,0 %	29,9 %	32,3 %	33,7 %	37,9 %	38,5 %	38,5 %	38,5 %	38,5 %	38,0 %	38,0 %
Liikevoitto	8,8	7,8	9,4	11,3	13,7	16,3	18,6	22,6	24,5	26,0	27,3	28,1	28,5	
+ Kokonaispoistot	4,0	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	2,1	2,1	2,1	1,1	0,6	0,6	
- Maksetut verot	-2,3	-2,0	-2,2	-2,6	-3,1	-3,6	-3,9	-4,7	-5,2	-5,5	-5,7	-5,9	-6,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	0,0	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	10,5	9,5	11,3	12,9	15,0	17,2	19,1	20,3	21,9	23,0	22,8	23,0	23,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,4	-1,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,1	8,0	10,3	12,5	14,5	16,6	18,6	19,7	21,3	22,3	22,1	22,3	22,6	
+/- Muut	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	
Vapaa kassavirta	10,1	8,0	10,3	12,5	14,5	16,6	18,6	19,7	21,3	22,3	22,1	22,3	22,6	
Diskontattu vapaa kassavirta		7,7	9,1	10,1	10,9	11,5	11,9	11,6	11,5	11,2	10,2	9,5	8,8	158
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		282	274	265	255	244	233	221	209	198	186	176	167	158
Velaton arvo DCF		282												
- Korolliset velat		-4,1												
+ Rahavarat		9,9												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		-3,5												
Oman pääoman arvo DCF		284												
Oman pääoman arvo DCF per osake		57,0												

Rahavirranjakauma jaksoittain



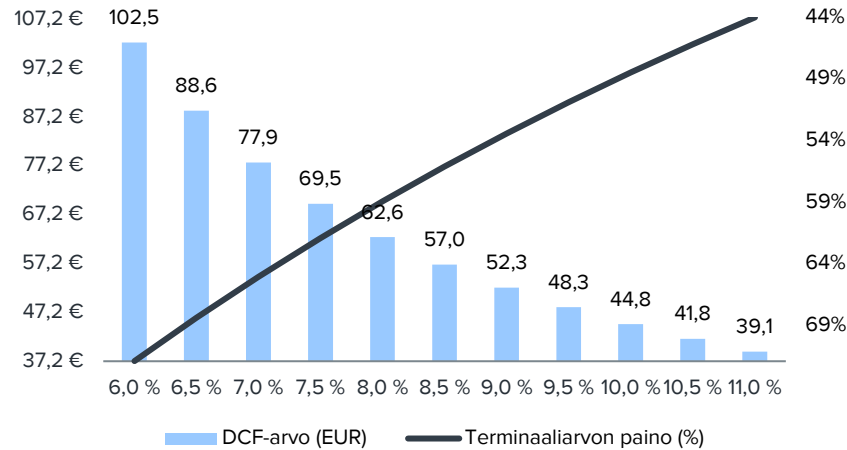
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

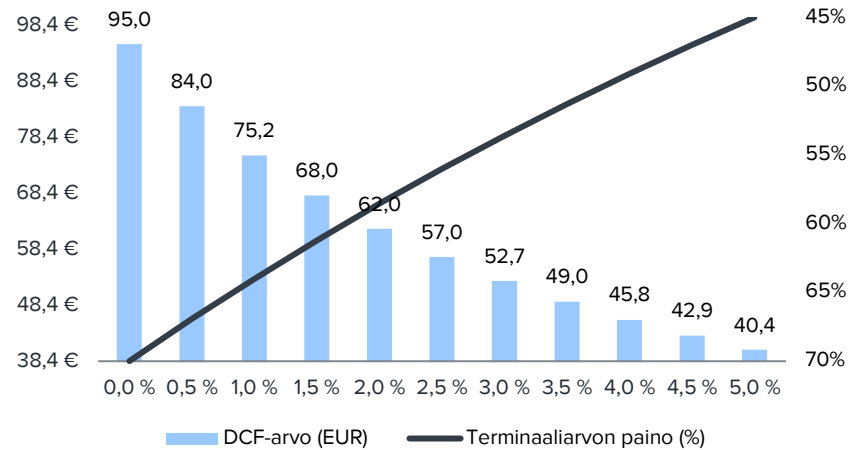
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

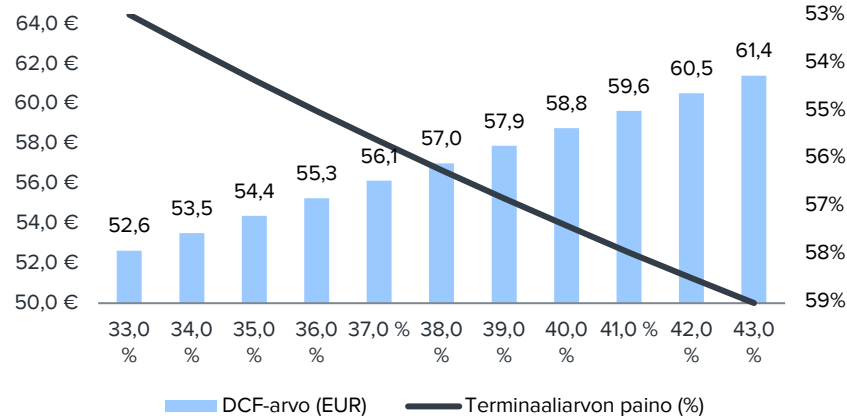
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



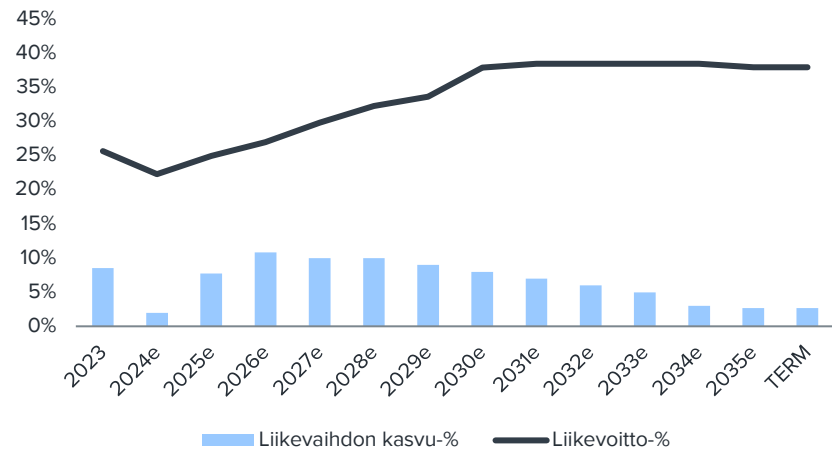
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	31,0	27,4	25,0	21,7	18,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	30,8	27,3	24,9	21,6	18,1
Käyttöomaisuus	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	18,6	13,2	17,7	21,0	30,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,0	3,2	3,5	3,8	4,2
Likvidit varat	15,5	9,9	14,2	17,2	25,9
Taseen loppusumma	49,6	40,6	42,8	42,7	48,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	29,5	29,3	31,5	35,3	40,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	14,0	13,8	16,0	19,8	24,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	13,6	4,6	4,5	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	13,1	4,1	4,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	6,5	6,7	6,8	7,4	8,2
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,5	6,7	6,8	7,4	8,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	49,6	40,6	42,8	42,7	48,3

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	24,9	31,6	34,3	35,0	37,7	EPS (raportoitu)	1,63	1,60	1,27	1,13	1,42
Käyttökate	11,9	14,1	12,8	11,6	13,3	EPS (oikaistu)	1,86	2,19	2,04	1,86	2,15
Liikevoitto	10,4	10,8	8,8	7,8	9,4	Operat. kassavirta / osake	2,36	2,27	2,11	1,90	2,26
Voitto ennen veroja	10,3	10,6	8,6	7,6	9,3	Vapaa kassavirta / osake	0,68	-1,10	2,03	1,61	2,07
Nettovoitto	8,1	8,0	6,3	5,6	7,1	Omapääoma / osake	6,37	5,90	5,86	6,29	7,07
Kertaluontoiset erät	-1,1	-2,9	-3,9	-3,6	-3,6	Osinko / osake	2,00	1,30	0,70	0,65	0,75
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	37,9	49,6	40,6	42,8	42,7	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	27 %	9 %	2 %	8 %
Oma pääoma	31,5	29,5	29,3	31,5	35,3	Käyttökateen kasvu-%	19 %	19 %	-9 %	-9 %	14 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	20 %	-8 %	-10 %	14 %
Nettovelat	-18,1	-2,4	-5,8	-10,2	-17,2	EPS oik. kasvu-%	20 %	18 %	-7 %	-9 %	16 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	47,7 %	44,6 %	37,3 %	33,2 %	35,2 %
Käyttökate	11,9	14,1	12,8	11,6	13,3	Oik. Liikevoitto-%	46,1 %	43,4 %	36,9 %	32,7 %	34,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	-0,2	0,0	-0,1	0,3	Liikevoitto-%	41,7 %	34,2 %	25,7 %	22,3 %	25,0 %
Operatiivinen kassavirta	11,6	11,3	10,5	9,5	11,3	ROE-%	29,9 %	26,2 %	21,5 %	18,6 %	21,3 %
Investoinnit	-8,3	-17,3	-0,4	-1,4	-0,5	ROI-%	38,4 %	29,2 %	23,2 %	22,7 %	26,6 %
Vapaa kassavirta	3,3	-5,5	10,1	8,0	10,3	Omavaraisuusaste	83,1 %	59,9 %	72,7 %	74,0 %	83,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-57,3 %	-8,3 %	-19,9 %	-32,6 %	-48,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	16,1	7,3	6,1	6,4	5,7						
EV/EBITDA	33,7	16,3	16,4	19,1	16,2						
EV/EBIT (oik.)	34,8	16,7	16,6	19,4	16,5						
P/E (oik.)	45,5	21,3	21,2	25,1	21,7						
P/B	13,3	7,9	7,4	7,4	6,6						
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,8 %	1,6 %	1,4 %	1,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.7.2020	Vähennä	83,00 €	85,20 €
10.9.2020	Vähennä	82,00 €	79,00 €
5.10.2020	Lisää	100,00 €	91,40 €
23.11.2020	Vähennä	120,00 €	126,00 €
18.1.2021	Vähennä	110,00 €	118,50 €
22.3.2021	Lisää	100,00 €	91,00 €
6.4.2021	Vähennä	95,00 €	97,00 €
5.7.2021	Vähennä	95,00 €	92,50 €
4.8.2021	Vähennä	95,00 €	92,80 €
5.10.2021	Vähennä	95,00 €	95,40 €
1.12.2021	Lisää	87,00 €	78,50 €
24.1.2022	Lisää	80,00 €	70,90 €
5.4.2022	Lisää	77,00 €	65,20 €
22.6.2022	Osta	63,00 €	49,70 €
7.7.2022	Osta	65,00 €	53,90 €
5.9.2022	Lisää	65,00 €	58,60 €
4.10.2022	Lisää	55,00 €	47,00 €
16.1.2023	Lisää	52,00 €	46,60 €
31.1.2023	Osta	52,00 €	43,10 €
17.3.2023	Osta	52,00 €	42,35 €
6.4.2023	Osta	52,00 €	40,25 €
6.7.2023	Osta	52,00 €	40,05 €
28.9.2023	Osta	45,00 €	33,00 €
6.10.2023	Osta	45,00 €	33,40 €
14.12.2023	Lisää	48,00 €	43,65 €
22.1.2024	Lisää	45,00 €	39,80 €
11.4.2024	Lisää	48,00 €	43,05 €
4.6.2024	Lisää	52,00 €	47,00 €
18.6.2024	Lisää	52,00 €	46,65 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**