

Admicom

Laaja raportti

4.8.2021 07:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Muutosten kautta takaisin vahvemmalle kasvupolulle

Admicomin huikea kasvutarina on ajautunut tänä vuonna sulatteluvaiheeseen, kun koronatilanne ja yhtiön merkittävät sisäiset organisaatiomuutokset ovat jarruttaneet organista kasvua. Arvioimme haasteiden olevan väliaikaisia ja ensi vuoteen katsottaessa näkymä on piristymään päin. Tämä mielestämme kuitenkin heijastuu jo osakkeen korkeaan arvostukseen ja puoltaa odottamaan parempia ostopaikkoja. Toistamme Admicomin 95,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen.

Pk-sektorin SaaS-toiminnanohjausjärjestelmien edelläkävijä

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

Vahvat kilpailuedut antavat erinomaiset lähtökohdat markkinaosuuden kasvattamiseen jatkossakin

Admicomin markkinakasvua ja -potentiaalia ohjaa yhtiön asiakastoimialojen matala digitalisaation aste, kasvava tarve tuottavuutta parantaville ratkaisuille sekä siirtyä SaaS-ohjelmistoratkaisuihin. Admicomin kilpailuedut ovat mielestämme poikkeuksellisen vahvoja tiukan toimialafokuksen, ohjelmiston laaja-alaisuuden, pitkälle viedyn automaation sekä skaalautuvuuden ansiosta. Näiden ansiosta näemme yhtiöllä merkittävää potentiaalia kasvattaa markkinaosuuttaan (2020: 12 %) nykyisillä kohdemarkkinoilla (190 MEUR) niin orgaanisesti kuin yritysostoin.

Kasvutarinassa väliaikainen sulatteluvaihe

Admicomin ohjelmiston viimeisen kymmenen vuoden kaupallistamisjakso on ollut huikea menestystarina. Vuosina 2012-2020 yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosittain keskimäärin lähes 40 %:n vauhtia. Kasvu on ollut samalla erittäin kannattavaa, mistä nykyinen yli 45 %:n käyttökatemarginaali kertoo. Tänä vuonna kasvu on kuitenkin jäämässä 10-20 %:n ohjeistushaarukan alalaidan tuntumaan, kun koronatilanne ja Admicomin organisaatiossa tapahtuneet merkittävät muutokset ovat hidastaneet uusmyynnin kehitystä. Samaan aikaan koronatilanne on lisännyt asiakkaiden luontaista poistumaa konkurssien kautta. Ensi vuoteen katsottaessa arvioimme Admicomin organisaatiopalikoiden olevan jo paremmin kasassa ja uusien myyjien ylösajon olevan hyvällä mallilla. Siten koronan hellittäessä odotamme uusmyynnin piristyvän selkeästi ja näemme Admicomilla hyvät edellytykset kiihdyttää orgaanista kasvua takaisin lähemmäs 20 %:n tasoa.

Arvostuksen nousu vaatisi mielestämme vahvempaa kasvua

Odotamme Admicomilta tänä vuonna 13 %:n kasvua ja 47 %:n käyttökatetta ja kasvun kiihtyvän ensi vuonna 18 %:iin (org. 16 %). Vuosille 2021-2025 ennustamme keskimäärin 19 %:n vuosittaista tuloskasvua (oik. EPS). Vahva pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä tukee osakkeen korkeaa arvostustasoa (2021e: EV/S: 18x ja EV/EBIT 39x), mutta nykyisellä orgaanisella kasvunäkymällä kertoimiin on vaikea perustella olennaista nousuvaraa. Myös vuoteen 2025 katsovien skenaarioidemme valossa osakkeen vuotuinen tuotto-odotus (~4 %) jää ennusteillamme matalaksi. Järkevän tuotto-odotuksen piirtäminen nykykurssilla vaatisi mielestämme korkeiden kertoimien venyttämistä entisestään tai nojaamista vahvemmin mahdollisiin tuleviin yritysjärjestelyihin.

Suositus

Vähennä

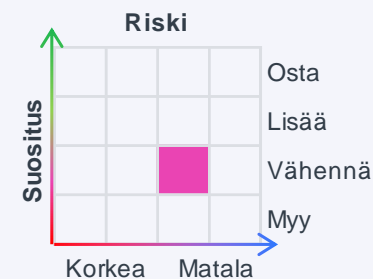
(aik. Vähennä)

95,0 EUR

(aik. 95,0 EUR)

Osakekurssi:

92,8



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	21,9	24,7	29,1	34,3
kasvu-%	40 %	13 %	18 %	18 %
EBIT oik.	9,5	11,2	13,1	15,8
EBIT-% oik.	43,6 %	45,1 %	45,0 %	46,0 %
Nettotulos	6,7	7,9	9,5	11,7
EPS (oik.)	1,55	1,82	2,15	2,59

P/E (oik.)	87,1	51,0	43,1	35,8
P/B	29,5	17,6	15,2	13,0
Osinkotuotto-%	0,7 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %
EV/EBIT (oik.)	68,2	39,4	33,1	27,0
EV/EBITDA	65,4	38,0	32,3	26,7
EV/Liikevaihto	29,7	17,7	14,9	12,4

Lähde: Inderes

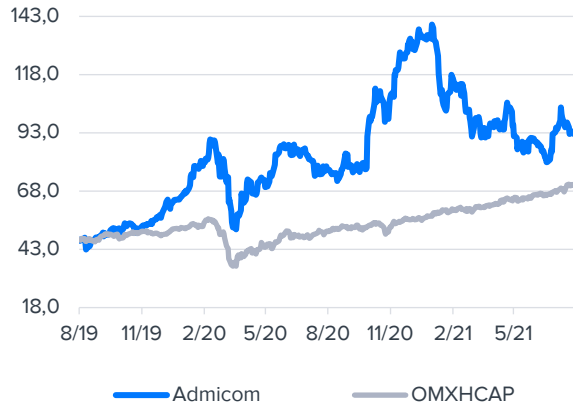
Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuonna 2021 liikevaihdon kasvun odotetaan olevan 10-20 % ja käyttökatemarginaalin 40-50 %.

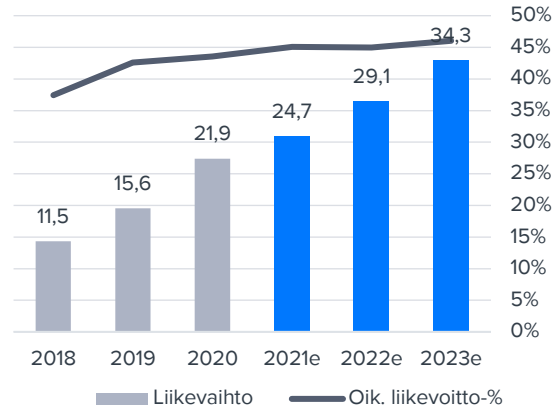
Strategiakauden 2021-2023 taloudellisina tavoitteina on yli 20 % liikevaihdon vuosikasvu sekä 40-50 %:n käyttökatte.

Osakekurssi



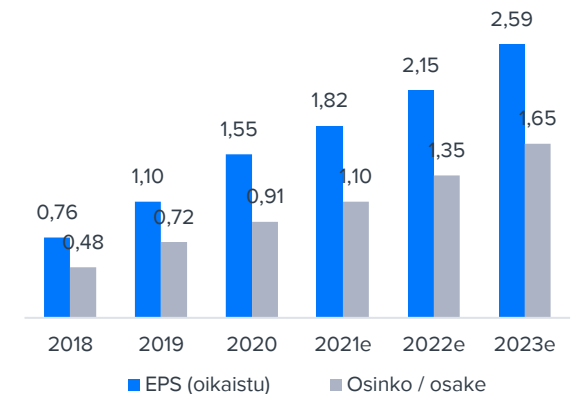
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahvat ja selkeät kilpailuedut
- Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen perustuva liiketoimintamalli
- Vahva asiakaspito (liiketoimintakriittinen järjestelmä asiakkaille)
- Erinomainen track-record kasvusta ja kannattavuudesta
- Tuloskasvun kiihdytys onnistuneilla yritysostoilla



Riskitekijät

- Rakennusalan suhdannevaihtelut voivat hidastaa kasvua
- Organisaatiomuutosten luoma epävarmuus
- Suuren kilpailijan mahdolliset panostukset Admicomin fokusalueille
- Mahdollisten yrityskauppojen epäonnistuminen
- Uusille alueille laajentuminen (kansainvälistyminen, uudet toimialat) pitkän aikavälin kasvun kannalta tärkeää

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	92,8	92,8	92,8
Osakemäärä, milj. kpl	4,93	4,93	4,93
Markkina-arvo	457	457	457
Yritysarvo (EV)	439	433	427
P/E (oik.)	51,0	43,1	35,8
P/E	57,6	47,9	39,0
P/Kassavirta	51,4	41,9	35,1
P/B	17,6	15,2	13,0
P/S	18,5	15,7	13,3
EV/Liikevaihto	17,7	14,9	12,4
EV/EBITDA (oik.)	38,0	32,3	26,7
EV/EBIT (oik.)	39,4	33,1	27,0
Osinko/tulos (%)	68,3 %	69,6 %	69,4 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,5 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Markkinat	15-17
Kilpailukenttä	18-21
Strategia	22-25
Taloudellinen tilanne	26-27
Ennusteet	28-30
Sijoitusprofiili	31-32
Arvonmääritys	33-36
Taulukot	37-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Admicom lyhyesti

Admicom on suomalainen SaaS-mallilla toimiva talotekniikan, rakentamisen ja teollisuuden pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmän (ERP) toimittaja.

2004

Perustamisvuosi

2018

Listautuminen

21,9 MEUR (+40 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

+36 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2015-2020

10,0 MEUR (45 % lv:sta, +39 % vs. 2019)

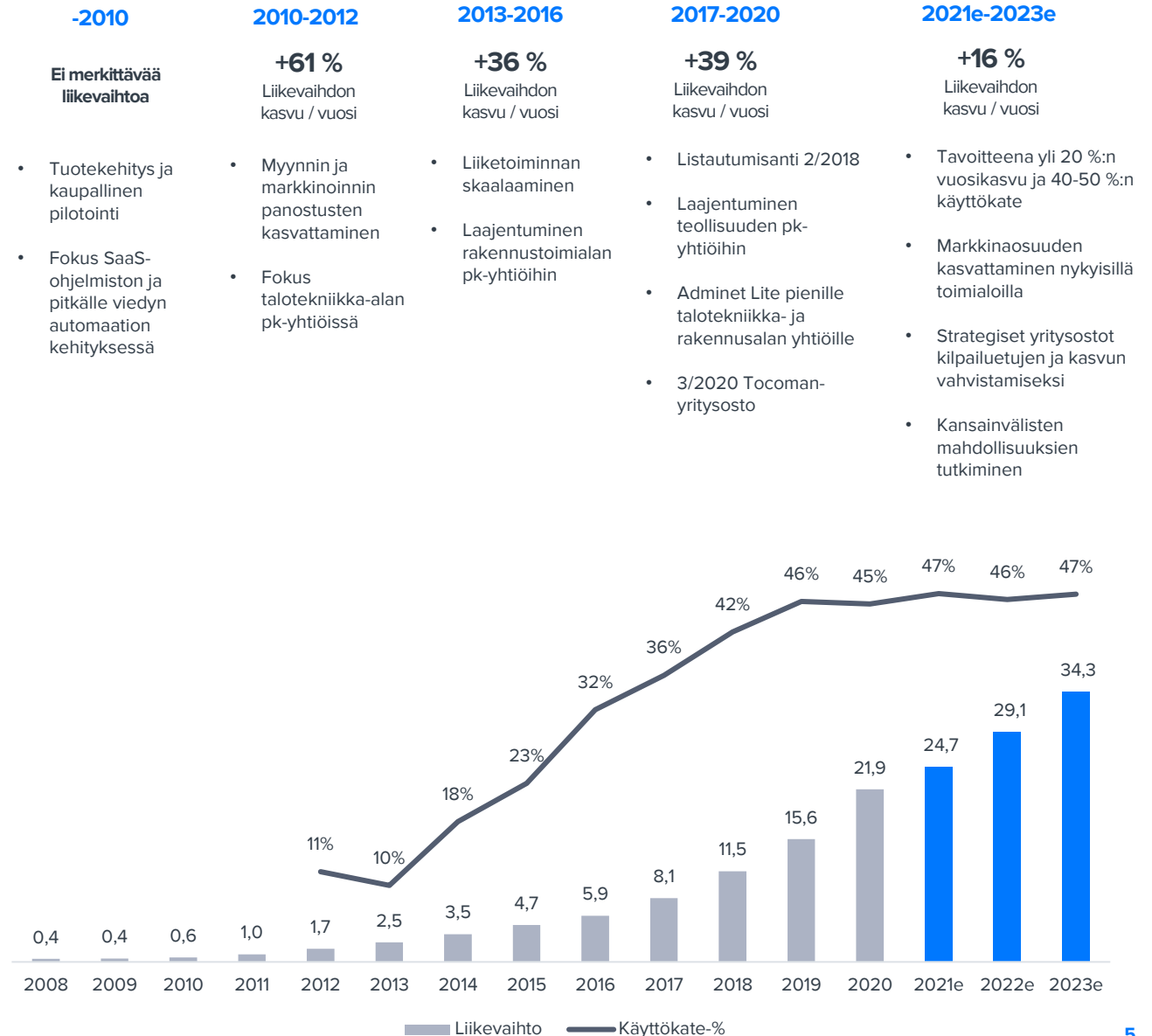
Käyttökate, 2020

162

Henkilöstö 2020 lopussa

91 %

Toistuvan kuukausilaskutuksen osuus liikevaihdosta 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Admicomin tausta ja historia

Admicom on vuonna 2004 perustettu, Suomen markkinoille keskittynyt SaaS-mallilla toimiva pk-yrityksille suunnattujen toimialakohtaisten toiminnanohjausratkaisujen (ERP) toimittaja. Tuotteen kehittäjätiimi rakensi menestyksekkään aiemman sukupolven ERP-ohjelmiston (Liinos), joka myytiin Vismalle vuonna 2002. Vuonna 2004 tiimi lähti rakentamaan uuden sukupolven ratkaisua, joka rakennettiin alusta lähtien skaalautuvaksi pilvipalveluksi. Tämä oli ratkaiseva strateginen valinta, sillä pilvi-ohjelmistojen suosio on nyt 15 vuotta myöhemmin lyönyt 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 kehittämisestä kaupallistamiseen, joka aloitettiin talotekniikkatoimialan pk-yritysten erityistarpeisiin suunnatulla ratkaisulla. Admicom alkoi nopeasti voittamaan markkinaosuuksia edeltävän sukupolven ohjelmistoilta ja sekalaisista ohjelmistoista koostuneilta ratkaisuilta. Admicomin ydintuote on toimintalogiikkansa ansioista laajennettavissa suhteellisen kevyin t&k-panostuksin talotekniikan kanssa rinnakkaisille toimialoille. Vuonna 2013 Admicom laajeni talotekniikasta rakentamisen segmenttiin ja vuonna 2017 edelleen teollisuuden ratkaisuihin.

Admicom tänään

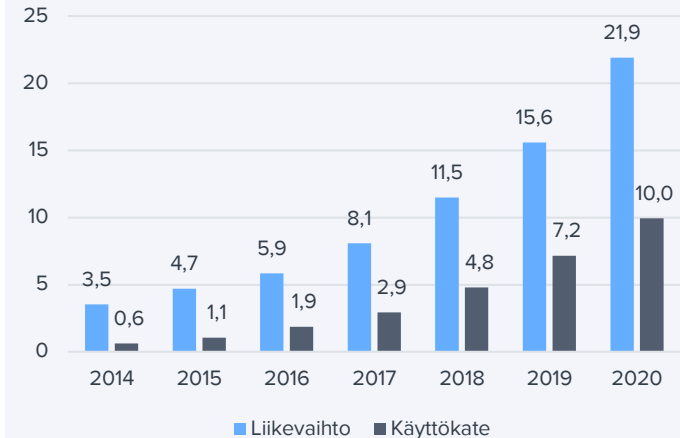
Admicom on onnistunut erinomaisesti ohjelmistonsa kaupallistamisessa, mistä kertoo keskimäärin 36 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu 2015-2020. Samalla Admicom on saavuttanut voimakkaan skaalautumisen vaiheen, minkä ansiosta yhtiön kannattavuus on noussut erinomaiselle tasolle. Vuonna 2020 Admicomin liikevaihto kasvoi 40 % 21,9 MEUR:oon ja tälle vuodelle yhtiö ohjeistaa 10-20 %:n kasvua ja 40-50 %:n käyttökatetta.

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

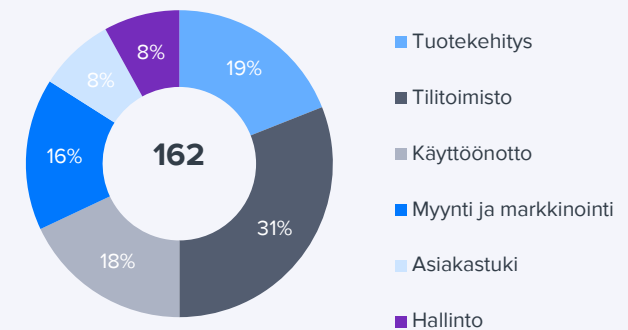
Admicom on saavuttanut ydinkohderyhmässään jo vahvan markkina-aseman. Lisäksi Admicom on laajentunut onnistuneesti teollisuuden asiakkuuksiin ja kehittänyt ratkaisun pienten talotekniikka- ja rakennusalan yhtiöiden tarpeisiin, jotka luovat yhtiölle uuden kasvun tukijalan tuleville vuosille. Lisäksi maaliskuussa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

Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja yhtiö työllisti vuoden 2020 lopussa 162 henkilöä. Henkilöstökustannusten kasvu on kuitenkin ollut selvästi liikevaihdon kasvua hitaampaa, mikä on hyvä osoitus yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuudesta.

Liikevaihto ja käyttökatte (MEUR)



Henkilöstön jakauma 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Tuote ja liiketoimintaidea

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

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

Admicom tarjoaa ominaisuuksiltaan hyvin kattavaa kokonaisratkaisua, 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 pyörittävälle konttorityöntekijälle voi poistua jopa kokonaan ja johdon hallinnon työmäärä laskee merkittävästi. Admicomin mukaan sen ohjelmiston tehokkuusvaikutus on ollut monille asiakkaille

useita henkilötyövuosia.

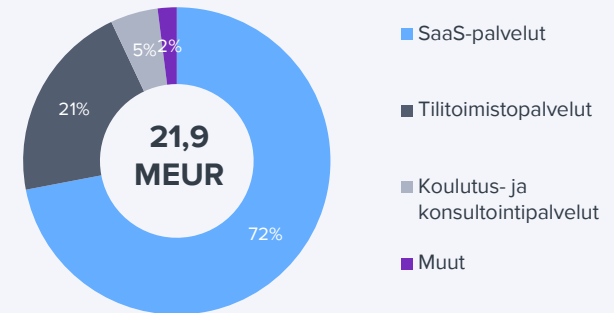
Neljäs Adminetin etu on jatkuva ja reaaliaikainen näkyvyys yrityksen toimintaan, mikä tehostaa johtamista ja toiminnan tehokkuutta sekä nopeuttaa viranomaisvaatimusten täyttämistä. Järjestelmän automatisoidun laskennan ansiosta operatiivinen laskenta ja kirjanpidon laskenta täsmäävät jatkuvasti, jonka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

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

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Admicom on perustaltaan puhdas tuote-yritys, 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 5 % vuonna 2020 ja muiden oheispalveluiden 2 %. Normaali asiakastuki tarjotaan osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja.

Liikevaihdon jakauma 2020



Liikevaihtotyypit

SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalveluiden tuotot

Tilitoimistopalvelut

Ydintuotetta tukevat tilitoimistopalvelut, pääosin jatkuvalaskutteista

Koulutus- ja konsultointipalvelut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönottokonsultointi ja koulutus

Muut

Laitetoimitukset ja -asennukset, läpilaskutettu sanomaliikenne.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Admicom tarjoaa asiakkailleen myös tilitoimistopalvelua (2020: 21 % 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. Oma tilitoimisto tarjoaa siten eräänlaisen kehityslaboratorion kehitykseen.

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

Admicom vahvisti tilitoimistopalvelujaan heinäkuussa 2021 ostamalla seinäjokelaisen, 11 henkilöä työllistävän Lakeus Tilitoimisto Oy:n liiketoiminnan. Käteisellä maksettavaksi kauppahinnaksi noin 0,64 MEUR:n liikevaihtoa ja 28 %:n käyttökatetta tekevästä Lakeudesta muodostui 0,668 MEUR, joka vastaa hyvin maltillista 3,8x EV/EBITDA-kerrointa. Admicomin mukaan kauppa oli taktinen veto, jolla yhtiö vahvisti tilitoimistopalveluidensa resursseja ja parantaa ydinliiketoiminnan kasvumahdollisuuksia

maantieteellistä peittoaan laajentamalla. Admicomin pääfokus yritysostoissa on edelleen Tocomanin kaltaisissa ohjelmistoyhtiöissä.

Kohderyhmät

Admicom on fokuoitunut 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 Adminetin asiakaskuntaa. Jokaisella asiakkaalla on kuitenkin joissain määrin omat liiketoiminnan fokusalueet ja prosessit. Siten ohjelmiston toimintojen kattavuus ja modulaarisuus on tärkeää, kun pyritään saavuttamaan johtava markkina-asema.

Suuryhtiöt (yli 50 MEUR liikevaihto) eivät ole perinteisesti olleet Admicomin pääfokuksessa, sillä ne edellyttävät ohjelmistoilta useimmiten mittavaa räätälöintiä ja integraatioita. Yhtiöllä on kuitenkin joitain asiakkaita 25-75 MEUR:n kokoluokassa ja kiinnostus suuryhtiöiden puolelta Adminettiä kohtaan on viime vuosina kasvanut. Tocomanin ohjelmistoratkaisut ovat sen sijaan laajasti käytössä myös suuremmissa yrityksissä, joten suurten yhtiöiden rooli ja potentiaali on Admicomille sen kautta kasvanut.

Admicom ei tee yleisohjelmistoa, vaan sen strategiana on toteuttaa tietyille toimialalle räätälöity ohjelmisto, jota voidaan laajentaa rinnakkaisille toimialoille tuotekehityksellä. Talotekniikan alueella ohjelmistossa on

esimerkiksi huomioitu LVI-, sähkö- ja muun talotekniikka-alan erityispiirteet.

Rakentamisen ohjelmistossa on huomioitu alan erityispiirteet, kuten projektilaskenta ja -osatuloutus, kalustonhallinta, kustannuslaskenta ja tiedonantovelvollisuus. Mobiiliratkaisulla tiedot siirretään reaaliaikaisesti työmaan ja toimiston välillä. Ohjelmistoon on myös integroitu hinnastot, joista tuotehaun avulla löytyy talotekniikka- ja rakennusalan tuotteiden toimittajat ja ajantasaiset hinnat sekä voidaan tehdä ostotilaukset.

Teollisuuden ratkaisussa on huomioitu muun muassa työjonojen hallinta, tuotannonohjaus, työvaiheiden käsittely ja seuranta sekä dokumentinhallinta. Lisäksi Admicom on kehittänyt alle 1 MEUR:n liikevaihdon yrityksille suunnatun kevennetyn ratkaisun (Adminet Lite).

Admicom keskittyy liiketoiminnassaan tällä hetkellä vain Suomen markkinan valittuihin segmentteihin, sillä ohjelmiston vahvuus on kotimarkkinan erityispiirteet huomioiva kokonaisuus. Ohjelmistosta on kuitenkin saatavissa kieliversiot englanniksi ja ruotsiksi. Yhtiö myös kartoittaa kansainvälisiä laajentumismahdollisuuksia vuosien 2021-2023 strategiakaudella.

Kumppanit



Pankkiyhdytydet



Verkkolaskuyhteydet



Tuote- ja hintatiedot
materiaalitoimittajilta



Viranomaisyhteydet



Web service -
rajapinnat

Toiminnot

Tuotekehitys
(n. 19 % *)



Palvelut & koulutus
(n. 57 % *)



Myynti ja markkinointi
(n. 16 % *)



Hallinto
(n. 8 % *)



* Osuus Admicomin
henkilöstöstä 12/2020

Ratkaisut

Adminet-ohjelmisto

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

Adminet tuki- ja koulutuspalvelut

Admicom tilitoimistopalvelut

Tocoman-ohjelmisto (2020-)

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

Liiketoimintaidea

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



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

Myyntikanavat



Uusiasiakashankinta
(oma myynti)



Laajennukset olemassa
olevaan asiakaskuntaan

Kilpailu

ERP-
yleisohjelmistot



Pajadata

Sekalaiset
ohjelmistoratkaisut

Visma Nova ja L7
VISMA



JYDACOM

lemonsoft

CGI
C9000

Toimialakohtaiset
kilpailijat

Asiakassegmentit



Talotekniikka



Rakentaminen



Teollisuus

- Ydinkohderyhmää 10-50 henkilön pk-yritykset
- Adminet Lite <10 henkilön yrityksille
- Tocomanin kautta rakennusosalta myös suurempia asiakkaita

Kustannusrakenne



Henkilöstökulut
(37 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(5 %)



Liiketoiminnan
muut kulut
(12 %)



Poistot
(6 %)

162 hiö (2020)
-13,3 m€ (2020)

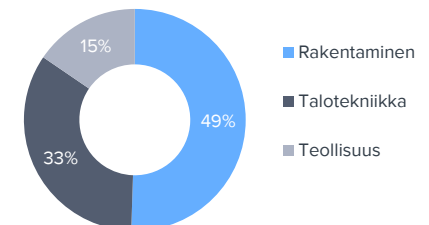
Tulovirrat (2020)

Liikevaihto 21,9 m€
EBITDA 10,0 m€ (2020)

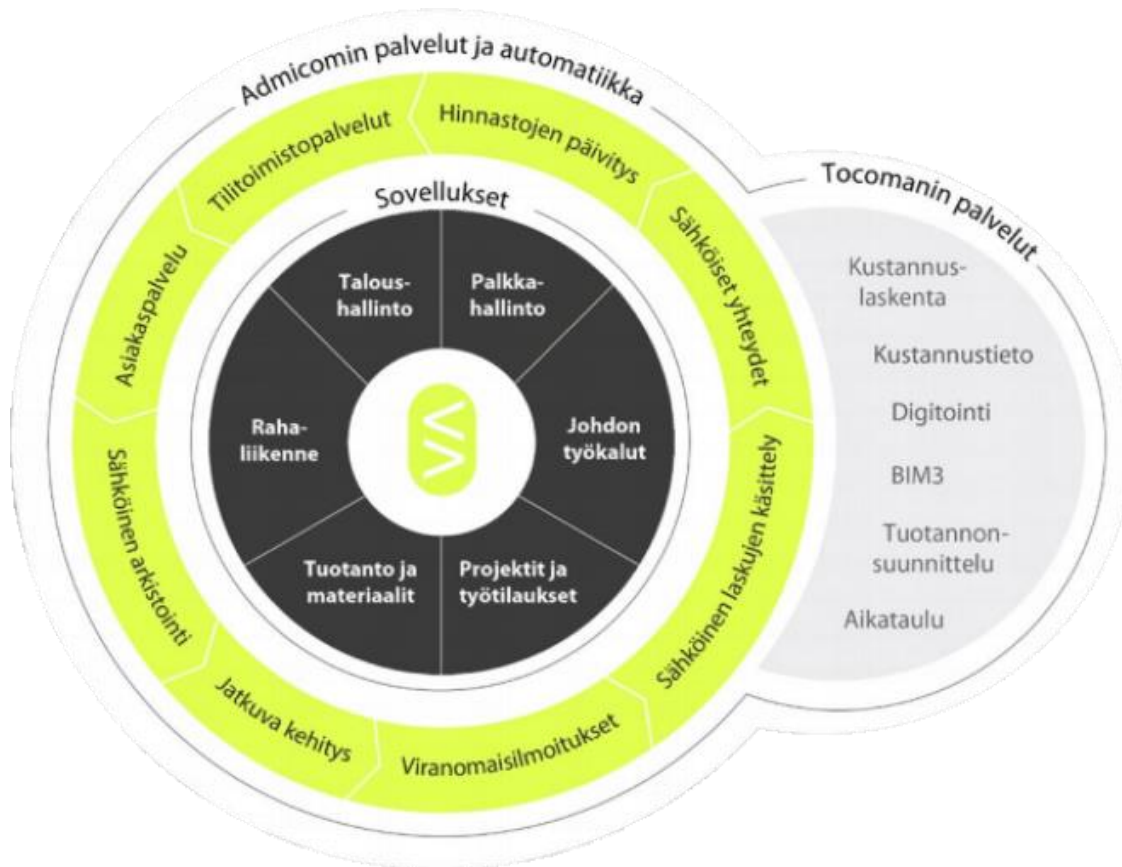
Inderesin arvio liikevaihdon jakaumasta toimialoittain

- Talotekniikka 45-50 %
- Rakentaminen 35-40 %
- Teollisuus ~5-10 %
- Lite ja muut ~5-10 %

Uusmyynnin jakauma



Admicomin ratkaisun kuvaus



Adminet-ohjelmiston päätehtävät:

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

Tocoman-ohjelmiston päätehtävät:

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Liiketoimintamalli

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Admicomin tuote on hyvin standardoitu sen kohderyhmiin ja se on nopea ottaa käyttöön. Tämän ansiosta tuotteen myyntiprosessi on toiminnanohjausjärjestelmäksi varsin lyhyt, eikä myynti 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. Lisäksi yhtiö on rakentamassa tilitoimistoille suunnattua kumppanuusmallia, jossa tilitoimistot voivat toimia pienille yhtiöille suunnatun Adminet Liten myyntikanavana. Myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli vuonna 2020 noin 16 % Admicomin henkilöstöstä.

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

Tuotekehitys

Admicomin tuote on perustaltaan kypsässä vaiheessa ja tuotekehityksen rooli on tällä hetkellä automatisoida manuaalisia prosesseja, rakentaa rajapintoja muihin järjestelmiin, päivittää ohjelmistoa muun muassa viranomaisten asettamien muutosten mukaan. Lisäksi tuotekehitys pyrkii parantamaan palvelun käytettävyyttä ja mobiilikäyttöominaisuuksia sekä kehittämään kokonaan uusia sovelluksia ja ratkaisuja. Automaatioon ja käytettävyyteen panostamalla ylläpidetään kilpailuetua sekä skaalautuvuutta. Uusilla sovelluksilla pyritään laajentumaan uusiin asiakaskohderyhmiin ja toimialoille. Tuotekehityksessä työskenteli viime vuonna noin 19 % Admicomin henkilöstöstä.

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdosta 72 % (2020) perustuu jatkuvuun SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan keskimääräinen asiakas tuottaa yhtiölle noin 1-2 tuhatta euroa SaaS-tuloja kuukaudessa, mikä on varsin korkea summa suhteessa esimerkiksi pelkkään kirjanpito-ohjelmistoon nähden. Vuonna 2018 lanseeratun Adminet Lite -ratkaisun hinta on puolestaan noin 250-350 euroa kuukaudessa. Asiakkaan kustannusta vastaan saamaa arvoa voidaan peilata siihen, että ohjelmiston avulla keskimääräinen asiakas säästää yhden henkilötyövuoden hallintotyöstä, jonka vuosikustannus olisi moninkertainen.

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

ydinprosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen on hyvin työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä rakennusosalalle tyypillisten konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta, joka on ollut muutaman prosentin tasolla historiassa. Koronapandemian myötä konkurssit ovat kuitenkin tänä vuonna olleet kasvussa.

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

Palvelutuotot

Admicomin palvelutuotot perustuvat koulutus- ja projektikonsultointiin sekä tilitoimistopalveluihin. Arviomme mukaan yhtiön tilitoimistopalvelut ovat yhtiölle korkeasta automatisaation asteesta johtuen hyvin kannattavaa liiketoimintaa, kun taas projektimyynnillä yhtiö ei tavoittele korkeita katteita. Tilitoimistopalvelut ovat pääosin luonteeltaan jatkuvalaskutteisia. Palveluissa työskenteli viime vuonna noin 57 % henkilöstöstä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Skaalautuvuus ja ennustettavuus

Admicomin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien voimakas monistettavuus, skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Toistuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 91 % ja voimakkaasti skaalautuvien SaaS-tuottojen 72 %. Liiketoimintamallin voimakkaasta skaalautuvuudesta johtuen Admicomin kannattavuus on noussut viime vuosina erittäin hyvälle tasolle (EBITDA-% ~45 %) sekä absoluuttisesti että erityisesti suhteessa saman kokosiin ja nopeasti kasvaviin SaaS-yhtiöihin.

Admicomin ydinliiketoiminnan erittäin vahvasta kannattavuudesta osoituksena toimii myös viime vuoden vakaa kannattavuus, vaikka konserniin maaliskuussa 2020 liitetyn Tocomanin luvut vielä laimensivat sitä. Koronatilanteen vuoksi Tocomanin integraatiossa edettiin viime vuonna vielä melko rauhallisesti, mutta vuonna 2021 integraatiota on viety eteenpäin. Käsitksemme mukaan Tocomanin kannattavuus on tällä hetkellä noin puolet Admicomin kannattavuudesta. Integraation osalta alhaalla roikkuvat hedelmät on jo tehostettu ja jatkossa kannattavuuden parantuminen tulee läpi parhaiten myynnin skaalautuvuuden kautta.

Skaalautuvuuden ajurit

Ensimmäinen Admicomin liiketoiminnan voimakasta skaalautuvuutta tukeva tekijä on se, että Adminetin hinnoittelumalli on sidottu monilta osin asiakkaan liiketoiminnan laajuuteen. Asiakkaan liikevaihdon ja/tai henkilöstömäärän kasvaessa tai asiakkaan ottaessa käyttöön laajemmin tuotteen ominaisuuksia myös Adminetin käyttömaksut nousevat. Asiakkaan liikevaihto- ja käyttö tiedot saadaan suoraan

Admicomin järjestelmästä ja tasauslaskutus on automatisoitu. Tasauslaskutus ja asiakkaiden käytön laajentuminen on historiassa tuonut merkittävän lisän Admicomin liikevaihtoon (noin +3 %-yks.), kun yhtiön asiakastoimialojen kasvu on ollut voimakasta ja Admicomin asiakkaiden liikevaihto kasvanut toimialan keskimääräistä kehitystä nopeammin. Koronan vuoksi vuonna 2020 tasauslaskutus (1,1 MEUR) jäi vakaaksi, ja tänä vuonna sen arvioidaan laskevan edellisvuoden tasosta (H1'21: 0,8 MEUR). Pitkällä aikavälillä arvioimme tasauslaskutuksen vaikutuksen kasvuun olevan lievästi positiivinen.

Admicomin materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina hyvin matalalla, noin 3-5 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (bruttokate 95-97 %), joten emme näe yhtiölle enää tässä suhteessa merkittävää skaalautumispotentiaalia. Pääosa kuluerän kuluista syntyy arviomme mukaan palvelinkuluista, ulkopuolisista palveluista sekä transaktiomaksujen ja laitemyynnin kuluista.

Admicomin merkittävin kustannuserä on ohjelmistoyhtiöille tyypilliseen tapaan henkilöstökulut (2020: 37 % liikevaihdosta), jotka voidaan jakaa karkeasti neljään osaan: 1) t&k-henkilöstön kuluihin, 2) myynti- ja markkinointihenkilöstön kuluihin, 3) tuki- ja palveluhenkilöstön kuluihin, sekä 4) hallintohenkilöstön kuluihin. Admicomin henkilöstömäärä (+26 %) sekä henkilöstökulut (+32 %) ovat kasvaneet keskimäärin vuosina 2017-2020 selvästi liikevaihdon kasvua (+39 %) hitaammin. Henkilöstökulujen skaalautumista selittävät nähdäksemme seuraavat tekijät:

1. Admicomin tuote on kokonaisuutena katsoen melko kypsässä kehitysvaiheessa, eikä t&k-

henkilöstön määrää ole tarvinnut kasvattaa voimakkaasti

2. Yhtiön myyntiprosessi on pitkälle standardoitu ja tuotteistettu, joten uusien myyjien sisäänajo on melko nopeaa ja henkilöstön saatavuus on ollut kohtuullisen hyvä
3. Tilitoimistopalvelujen tuotantoa on pystytty jatkuvasti tehostamaan automaation avulla
4. Yhtiön hallintorakenne ja järjestelmät ovat hyvin tehokkaita
5. Henkilöstöä on historiassa sitoutettu onnistuneesti yhtiöön osakeomistusten kautta

Lisäksi henkilöstömäärän kasvu on vähentänyt hieman Admicomin aiemmin melko voimakasta uusmyynnin kausivaihtelua, kun yhtiöllä on ollut kapasiteettia asiakastyöhön ja käyttöönottoihin myös lomasesonkien aikana. Arviomme mukaan henkilöstökuluissa on liikevaihdon kasvun jatkuessa edelleen lievää skaalautumispotentiaalia, erityisesti kun huomioidaan Tocomanin integraation täydet synergiat myynnissä ja tuotekehityksessä saadaan realisoitua pitkällä aikavälillä.

Admicomin liiketoiminnan muut kulut (pöytäkirjapöytäkirja, tilavuokrat, tilintarkastus, hallinto) ovat olleet viime vuosina melko vakaita suhteessa liikevaihtoon (noin 12-13 %), emmekä näe niissä merkittävää skaalautumispotentiaalia nykytasolta. Yhtiön henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä selittää niiden maltillista tasoa. Lisäksi yhtiö saa huomattavaa tehokkuusetua hallintoon sillä, että se voi hyödyntää kirjanpitoon omaa, pitkälle automatisoitua taloushallinnon järjestelmäänsä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

SaaS-malli

Admicom on puhdasverinen SaaS-yhtiö

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

Admicom on ns. ”pilviaikakaudelle syntynyt” yhtiö, jolla ei ole vanhaa lisenssipohjaista ohjelmistoteknologiaa tai liiketoimintamallia rasitteenaan, mikä on tärkeä vahvuus. Siirtymä SaaS-malliin on ohjelmistoyhtiölle usein kivulias ja pitkä, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi yhtiön toimintakulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan, tuotekehitykseen ja kassavirtoihin.

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

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

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti

kaikissa ohjelmistosegmenteissä. Esimerkiksi Gartner on arvioinut SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 14 % vuosina 2018-2022. Perinteisten kertalisenssi-ohjelmistojen markkinakasvun odotetaan olevan vain muutamia prosentteja. SaaS-markkinoiden kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

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

SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- Suurempi osuus ohjelmistoratkaisun arvoketjusta ja liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä ohjelmistoratkaisua korkeammaksi.
- Kuukausimaksut tuovat liikevaihtoon ja

kassavirtaan jatkuvuutta ja ennustettavuutta.

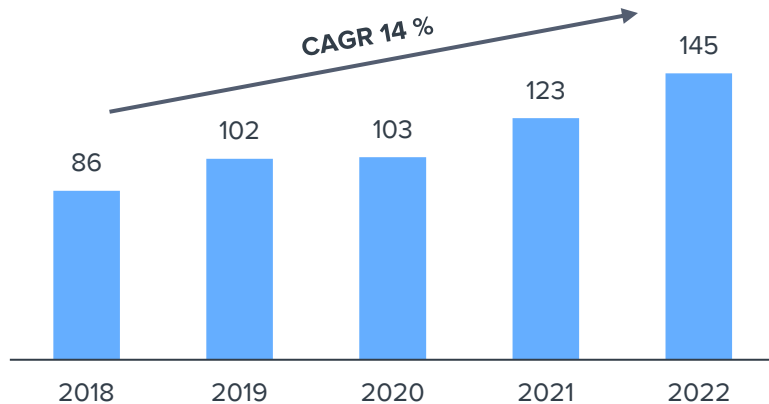
- Kustannusrakenne skaalautuu asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.
- Mahdollisuus myydä kustannustehokkaasti uusia toiminnallisuuksia olemassa olevaan asiakaskuntaan.
- Tuotekehityssykli ja ohjelmistotuotanto nopeutuvat pienentäen asiakaspoistuvuuden riskiä, sillä ohjelmistosukupolven vaihtuminen ei muodosta epäjatkuvuuskohtaa asiakkuuteen.

SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

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

SaaS-mallin suosion ajureita

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina
(mrd. \$)



SaaS-mallin erot perinteiseen (On-Premise¹) ohjelmiston toimitusmalliin

	SaaS	Perinteinen
Tuottojen luonne	Takapainotteinen, jatkuva, ennustettava	Etupainotteinen, kertaluonteinen, vaihteleva
Ohjelmiston toimitus	Verkon yli (pilvipalveluna)	Paikallisesti ¹ asennettu
Hallittavat ohjelmistoversiot	Sama versio kaikilla asiakkaila	Useita versioita asiakkaila

Asiakas

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

Sijoittaja

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

Ohjelmistotoimittaja

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

Lähde: Inderes, Gartner, 1 On-Premise viittaa perinteisen ohjelmistoliiketoiminnan malliin, jossa ohjelmisto asennetaan asiakkaan omaan IT-ympäristöön

Markkinat

Pääkohdemarkkina pk-yhtiöiden ERP-ohjelmisto

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

Kohdemarkkinoiden koosta ei ole saatavilla tarkkoja laskelmia, mutta Admicomin yhtiö- ja asiakasrekistereihin perustuvan arvion mukaan yhtiön ydinkohderyhmän (noin 3800 yritystä) markkinapotentiaali on noin 50 MEUR. Pääasiassa Adminet Lite -ratkaisun kohderyhmää olevien pienten yhtiöiden (arviolta noin 13000 yritystä) markkinapotentiaali on noin 44 MEUR ja liikevaihdoltaan suurempien yhtiöiden (arviolta noin 1800 yritystä) kohdemarkkinan arvo on noin 90-95 MEUR. Siten Admicom arvioi oman kohdemarkkinansa kooksi yhteensä noin 190 MEUR. Toimialoittain Admicomin markkinapotentiaali jakautuu seuraavasti: Talotekniikka noin 20 % markkinasta (35-45 MEUR), rakentaminen noin 40 % (75-85 MEUR) ja teollisuus 40 % (65-75 MEUR).

Admicomin arvioitu markkinaosuus on noin 24 % talotekniikassa, 10 % rakentamisessa, ja noin 2 % teollisuudessa. Ydinkohderyhmässään (1-5 MEUR yhtiöt) Admicomilla on arviolta reilun 30 %:n markkinaosuus ja kokonaismarkkinasta noin 12 %.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

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

Yksi tärkeimmistä toimialan kasvuajureista on arviomme mukaan se, että rakennusalan tuottavuuskehitys on ollut historiallisesti hyvin heikkoa ja samaan aikaan rakennusalan yhtiöt kärsivät resurssipulasta. Lisäksi arviomme mukaan kohdemarkkinoiden kasvunäkymiin vaikuttaa positiivisesti se, että kiinteistö-, rakennus-, metalli- ja konepajateollisuuden digitalisaation taso on edelleen selvästi muita toimialoja jäljessä. Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokehityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin onkin lisääntynyt viime vuosina.

Vuonna 2020 tehdystä rakennusalan digiselvityksestä selviää, että 31 % alan yrityksistä arvioi investoivansa enemmän toimintansa digitalisointiin ja 67 % arvioi digipanostusten pysyvän vähintään nykyisellä tasolla. 39 % vastaajista määritteli liiketoiminnan digitalisoinnin strategiseksi tavoitteeksi.

Siirtymä pilvipalveluihin on kohdemarkkinoilla vasta alkuvaiheessa, mikä hyödyttää Admicomia

Rakennusalan ja teollisuuden yhtiöt käyttävät edelleen merkittävässä määrin vanhan sukupolven ohjelmistoja ja ohjelmistoalaa voimakkaasti muokkaava siirtymä pilvipalveluihin on Admicomin kohdemarkkinoilla edelleen alkuvaiheessa. Halukkuus ja valmius pilvipalveluiden käyttöönottoon on kuitenkin Suomessa korkea ja pääasiallinen pilvipalveluiden käyttöönoton este on tutkimusten mukaan tietämyksen puute.

Arvioimme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, tehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin (SaaS)

tulee jatkumaan voimakkaana Admicomin kohdetoimialoilla. Admicomilla on puhtaasti pilvipalveluksi kehitetty ja tarjottava tuote, minkä vuoksi arvioimme pilvisiirtymän parantavan yhtiön kasvupotentiaalia suhteessa toimialan kasvuun.

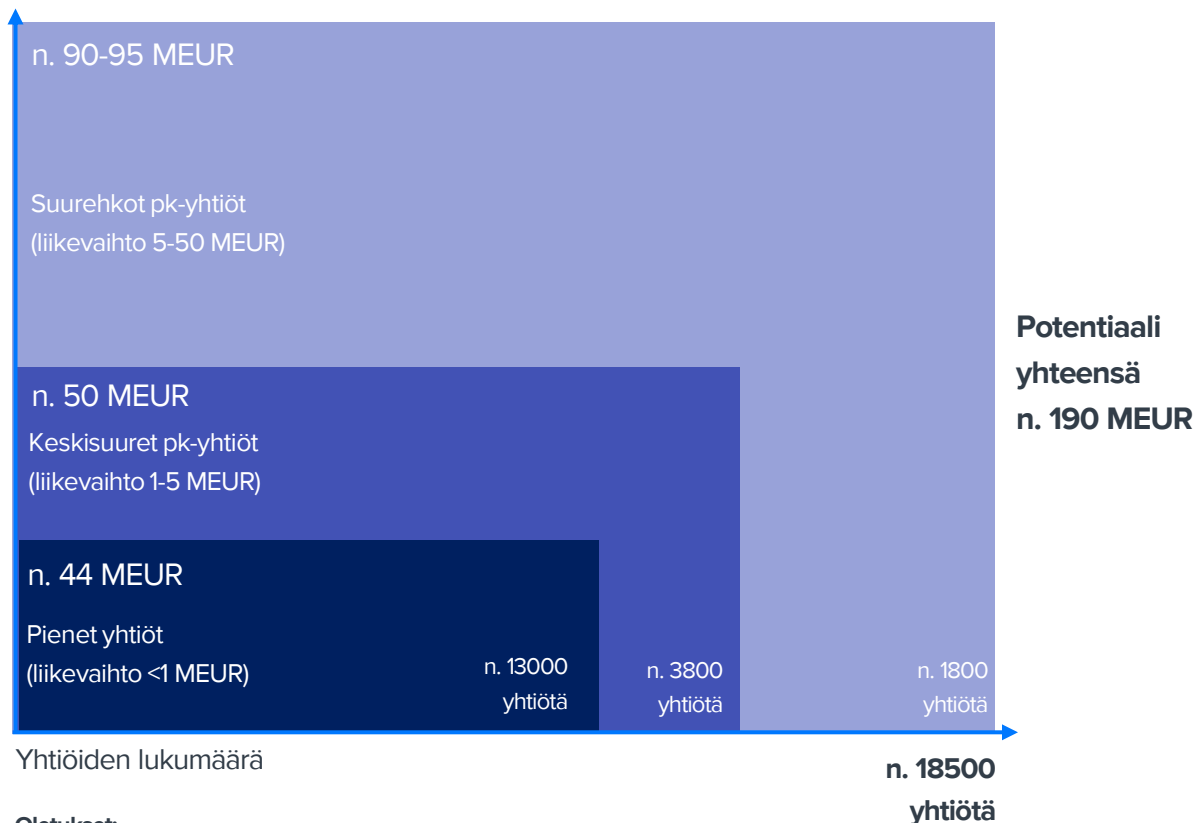
Asiakastoimialojen suhdannenäkymät

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

Admicomin asiakastoimialat pärjäsivät viime vuonna koronatilanteesta huolimatta varsin vahvasti hyvien tilauskantojen ansiosta. Jatkonut epävarmuus, peruuntuneet hankkeet sekä investointien puuttuminen alkavat kuitenkin vaikuttaa tänä vuonna. Rakentamisen volyymien taittuminen näkyy heikentävästi myös ERP-ohjelmistojen uusmyynnin kysyntänäkymissä ja kasvattaa merkittävästi rakennusalan yhtiöiden luontaista poistumaa (konkurssit, yrityskaupat). Nämä tekijät ovat näkyneet myös viime neljänneksinä Admicomin hidastuneessa orgaanisessa kasvuvauhdissa.

Admicomin markkinapotentiaali

Arvio Admicomin markkinapotentiaalista ja markkinaosuuksista



Oletukset:

Keskisuurten yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 13-15 TEUR/vuosi

Pienten yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 3-4 TEUR/vuosi

Suurehkojen yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 50 TEUR/vuosi

Admicomin positio markkinalla

- Admicomin vuoden 2020 noin 22 MEUR:n liikevaihdolla mitattuna yhtiön osuus arvioidusta kokonaismarkkinasta (190 MEUR) on noin 12 %
- Yhtiön markkinaosuus on korkeimmillaan keskiuurten yhtiöiden segmentissä
- Sekä mikroyritysten että suurehkojen yritysten segmentissä Admicomin markkinaosuus on vielä arviomme mukaan hyvin matala

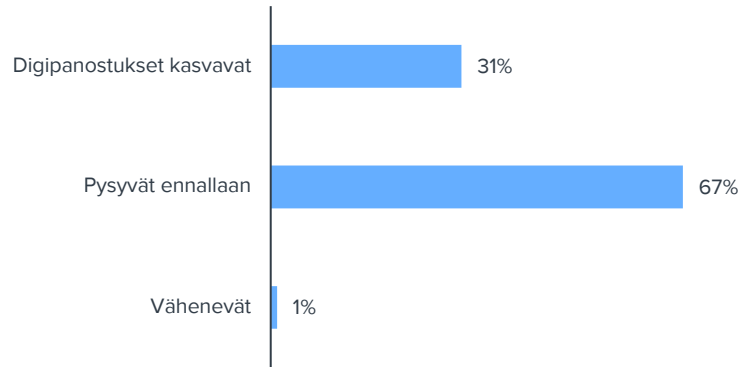
Admicomin markkinaosuudet toimialoittain:

Toimiala	Toimialan arvioitu koko	Admicom osuus-%
Talotekniikka	35-45 MEUR	24 %
Rakentaminen	75-85 MEUR	10 %
Teollisuus	65-75 MEUR	2 %

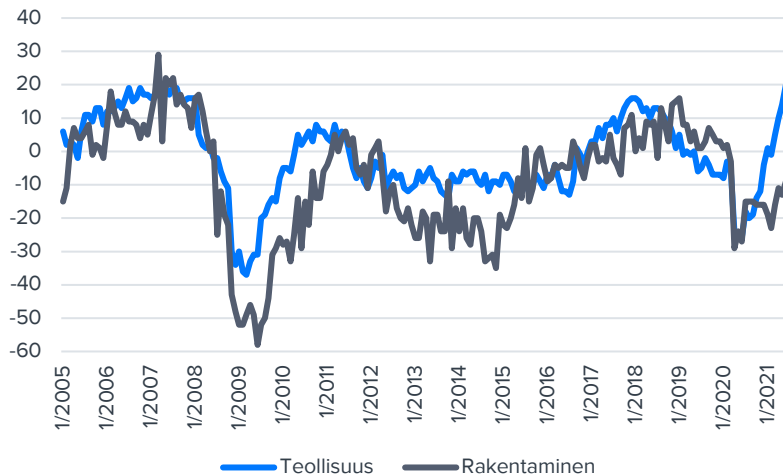
Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

Markkinan kasvuajureita

Rakennusteollisuuden digitutkimus (2020)

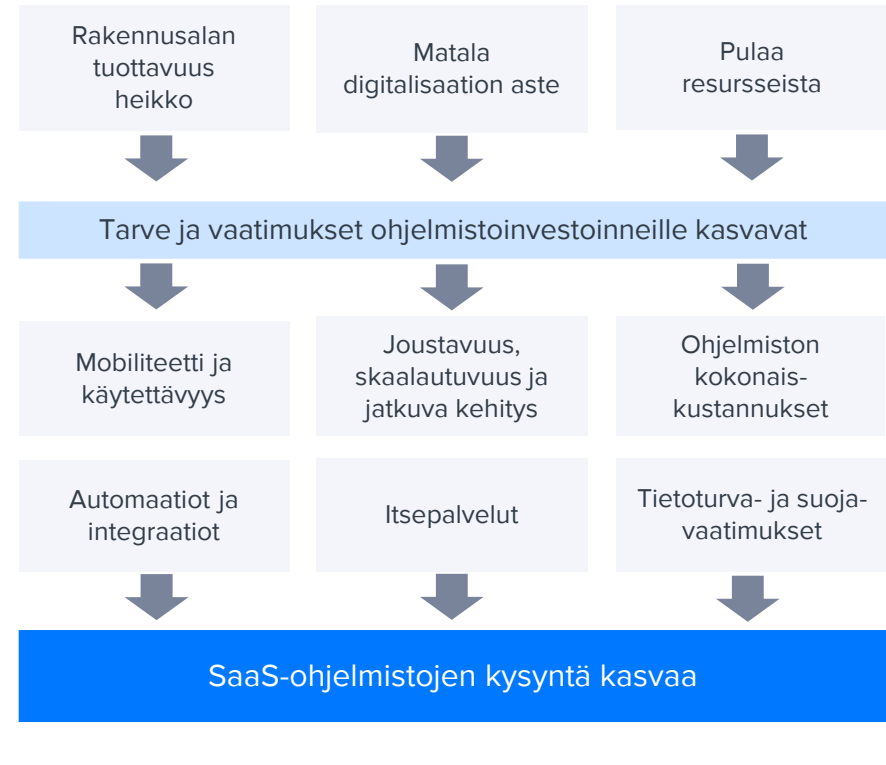


Rakentamisen ja teollisuuden luottamusindeksit



Lähde: Rakennusteollisuus, EK, Inderes

Markkinoiden trendit



Kilpailukenttä 1/3

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 keskimmaisissa ja pienissä osissa, jotka käsittävät pienet ja keskisuuret yhtiöt 1-25 MEUR:n liikevaihdon kokoluokassa. Tällöin asiakastarpeet ovat usein jo melko laajoja ja toiminnan kannalta kriittisiä, mutta resurssit, kyky ja halu investoida liiketoiminnan kehitykseen ja järjestelmiin on rajallinen. Tässä kohderyhmässä tarve tehostaa ja automatisoida toimintaa lisääntyy jatkuvasti kasvun ja digitalisoinnin myötä, mutta

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

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

Pääkilpailijat

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

Admicomin mukaan tilitoimistojen tarjoamat ratkaisut eivät ole yhtiön suorita 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.

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

Suurimmat kilpailijat löytyvät Admicomin kanssa samoihin kohderyhmiin panostavista toimijoista, jotka tarjoavat toimialakohtaisia ratkaisuja. Merkittävimmät kilpailijat ovat LVI-alalla Pajadata, sähköalalla Ecom ja rakentamisessa TietoEVERY Jydacom. Teollisuudessa vahvimpia kilpailijoita ovat esimerkiksi Oscar Software ja CGI, jonka perinteikstä C9000-järjestelmää käytetään monessa teollisuusyrityksessä.

Admicomin markkina-asema

Admicom on markkinajohtaja talotekniikan ydinkohderyhmässään (pk-yritykset), missä yhtiöllä on pisin toimintahistoria. Tocoman-yritysoston myötä Admicomin markkina-asema on vahva myös rakentamisessa. Teollisuudessa Admicomin asema on vielä pieni, sillä tänne laajentuminen käynnistettiin vasta vuonna 2017.

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

Kilpailukenttä 2/3

Admicomin kilpailuedut

Admicomin keskeiset kilpailuedut ovat arviomme mukaan:

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

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

Admicomin mukaan yhtiön ohjelmistoratkaisussa automaatio on viety huomattavasti 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, kuten rakennusalan tiedonantovelvollisuuden mukainen raportointi verottajalle.

Admicom on panostanut tuotekehityksessään paljon talotekniikka- ja rakennustoimialojen

erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen rakenteeseen, mikä antaa sille merkittävää kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Admicomin mukaan tämä alentaa selvästi yhtiön palvelun käyttöönottokynnystä ja luo asiakkaalle liiketoimintaan hyötyjä, mitä useimmat muut kilpailijat eivät pysty tarjoamaan. Admicomin ohjelmistojen avulla voidaan esimerkiksi korvata useita erillisiä ohjelmistoratkaisuja kerralla.

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

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

Erikoistuminen kaventaa markkinaa

Kasvava pilvipalveluiden kysyntä, uudet asiakassegmentit ja Admicomin vahva kilpailuasema takaavat arviomme mukaan yhtiölle pitkälle tulevaisuuteen kasvumahdollisuuksia sekä korkean kannattavuuden, mutta tiukka fokusoituminen voi asettaa joitain rajoitteita pitkän aikavälin kasvuille.

Tiukka erikoistuminen ja Suomen olosuhteisiin räätälöity tuote sulkee arviomme mukaan käytännössä esimerkiksi pois kaikkein suurimmat ja monikansalliset yhtiöt asiakaskunnasta. Myös aivan pienimmät yhtiöt eivät välttämättä pysty saamaan riittävä lisäarvoa Admicomin tuotteista, vaikka yhtiö on kehittänyt kevennettyjä ratkaisuja. Admicomin tuote ja palvelut ovat myös räätälöity ja lokalisoitu pitkälti Suomen markkinoiden tarpeita silmällä pitäen.

Käsityksemme mukaan laajentuminen kansainvälisesti vaatisi merkittäviä investointeja tuotteen lokalisointiin, uusien henkilöstöresurssien palkkaamista tai yritysostoa. Nopeampi tapa kansainvälistymiseen olisi Adminetin laajan kokonaisjärjestelmän sijaan tarjota alussa ulkomaille osajärjestelmiä, kuten Tocomanin ratkaisuja. Tällöin kuitenkin laajan ja pitkälle automatisoidun kokonaisjärjestelmän avulla saavutettavat kilpailuedut puuttuisivat.

Kansainvälistymiseen liittyvät haasteet koskevat jossain määrin myös Suomen sisällä uusille toimialoille laajentumista, sillä eri toimialoilla vaaditaan tyypillisesti hieman erilaisia toiminnallisuuksia. Yhtiö hallitsee tätä kasvupotentiaaliin liittyvää haastetta kartoittamalla ja tutkimalla jatkuvasti uusia ydinohjelmiston kanssa synergisiä toimialoja.

Kilpailukenttä 3/3

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

Toimialan konsolidaatio ja kansainvälinen kilpailu lisääntyy tulevaisuudessa

Yritysjärjestelyaktiiviteetti Admicomin kohdemarkkinoilla on viime vuosina lisääntynyt ja myös Admicom kartoittaa aktiivisesti potentiaalisia ostokohteita. Tänä päivänä Admicom kohtaa osittain kilpailua myös Pohjoismaisten toimijoiden suunnalta, jotka ovat tulleet Suomen markkinalle yritysostoin. Esimerkiksi vastikään Norjassa pörssiin listautunut, rakennusalan ohjelmistoratkaisuja toimittava Smartcraft osti vuonna 2020 noin 2,3 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Congridin noin 8,8 MEUR:n kauppahinnalla. Lisäksi yhtiö osti toukokuussa 2021 noin 0,9 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Homerunbynetin noin 3,4 MEUR:lla. Suomalaisen Pajadatan omistava ruotsalainen Hantsverksdata vahvisti puolestaan asemiaan Ruotsissa kesäkuussa ostamalla Schotte Systemin.

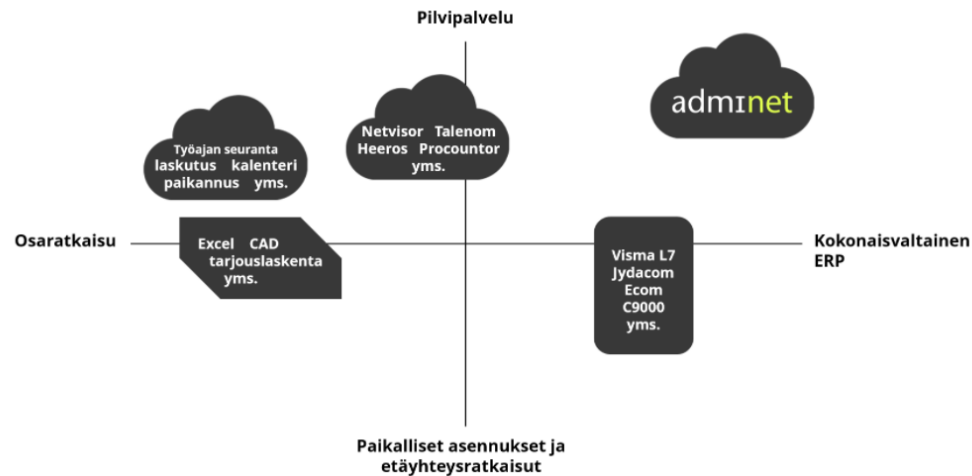
Kotimaisista toimijoista Lemonsoft osti huhtikuussa 2021 vajaan miljoonan euron liikevaihtoa tekevän Metsys Oy:n ja kesäkuussa

noin miljoonan euron liikevaihtoa tekevän Talosoftan. Kesäkuussa myös Administer kertoi ostavansa noin 8 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevan Emce Solution Partner Oy:n. Lisäksi maaliskuussa 2021 noin miljoonan euron liikevaihtoon nopeasti kasvanut GBuilder keräsi 2 MEUR rahoitusta pääomasijoittajilta.

Kilpailukenttä ja kilpailutekijät

Admicomin asemoituminen markkinalla

Ratkaisun kattavuus ja toimitusmalli



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

** Kuvan pilvi on 100% pilvipalveluohjelmisto ja sylinteri on perinteinen lisenssiohjelmisto. Osa tarjotaan lisenssiohjelmiston lisäksi osittain etä-/pilvipalveluna.

Admicomin kilpailutekijät

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

Strategia 1/2

Vahva toimialafokus strategian ytimessä

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

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

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

asiakkaita, jotka siirtyvät pilviratkaisuun elinkaarensa päähän tulleista ratkaisuista.

Taloudelliset tavoitteet

Admicomin strategiakauden 2021-2023 taloudellisina tavoitteina on yli 20 %:n liikevaihdon vuosikasvu sekä 40-50 %:n käyttökatemarginaali. Strategiakaudella yhtiö kartoittaa aiempaa aktiivisemmin yritysostokohteita tavoitteenaan selkeä ykkösasema omilla asiakastoimialoilla. Yhtiö tutkii myös kansainvälisiä laajentumismahdollisuuksia, mutta ei halua riskeerata sen kustannuksella kotimarkkinoiden suunniteltua haltuunottoa lähivuosina.

Admicomilla on vahvojen kilpailuetujensa ansiosta vielä paljon tilaa kasvattaa markkinaosuuttaan (2020: 12 %) nykyisillä kohdemarkkinoilla (190 MEUR). Orgaanisen kasvun lisäksi lähivuosina etsinnässä ovatkin erityisesti Tocomanin kaltaiset ostokohteet, joilla yhtiö pystyy vahvistamaan markkina-asemaansa ja laajentamaan Adminetin ominaisuuksia.

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

Tulevaisuuden kasvuvaihtoehdot

Admicomin strategiset vaihtoehdot kasvun suhteen ovat arviomme mukaan seuraavat:

1. Vertikaalinen laajentuminen ylöspäin suurempiin asiakkaisiin nykyisillä toimialoilla. Kasvu suuryritysten segmenttiin tapahtuu sekä nykyisten asiakkaiden kasvun myötä, että valikoivan uusasiakashankinnan kautta. Tässä erityisesti

Tocomanin rooli on merkittävä, sillä sen liikevaihdosta merkittävä osa muodostuu liikevaihdoltaan suurista asiakaista.

2. Vertikaalinen laajentuminen alaspäin mikroyrityksiin nykyisillä toimialoilla ja tilitoimistokumppanuuksien kautta. Admicomin perusratkaisu on tyypillisesti liian laaja pienimmille yrityksille, joiden tarpeisiin yhtiö kehitti vuonna 2018 lanseeratun Adminet Lite -tuotteen. Pienyrityssegmentin tuote on hyvin monistettava ja myytävissä myös tilitoimistokumppanuuksien kautta, mikä sopii Admicomin toimintafilosofiaan.

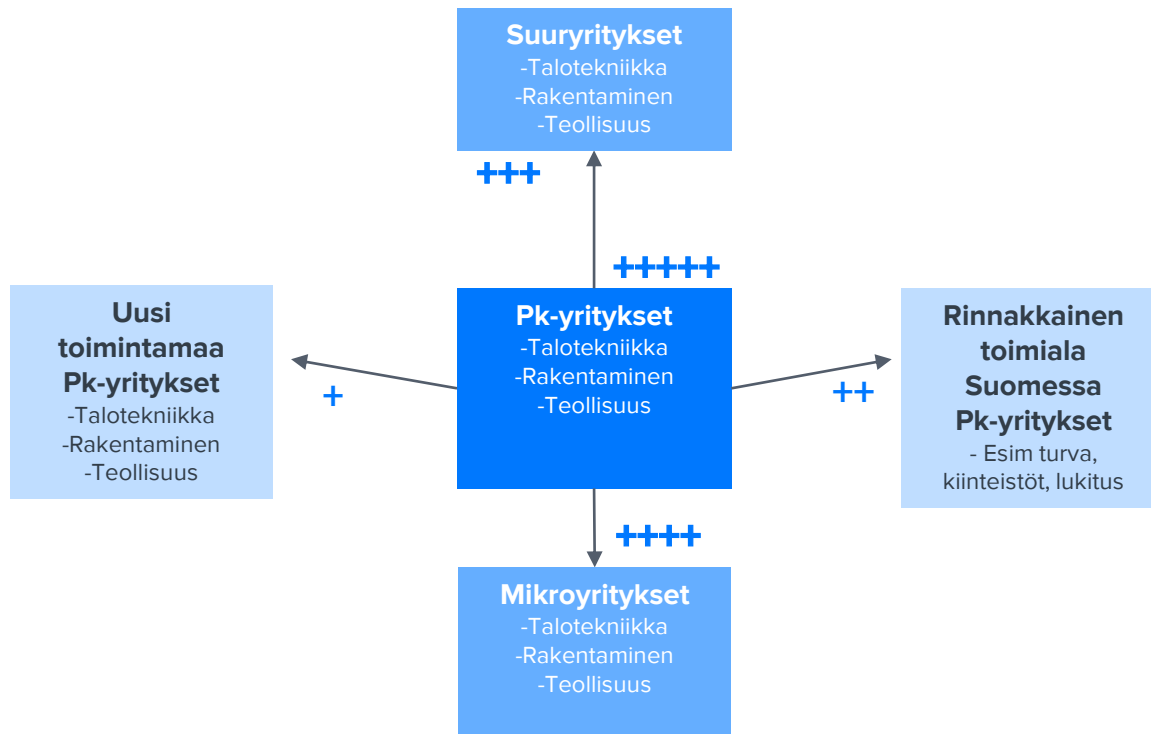
3. Horisontaalinen laajentuminen uusille toimialoille. Tämä on näkemyksemme mukaan kiinnostava vaihtoehto keskipitkällä aikavälillä, koska se on tehtävissä nykyistä ydintuotetta skaalaamalla. Kiinnostavia toimialoja voisivat olla esimerkiksi turva-ala ja kiinteistöpalvelusektorit.

4. Horisontaalinen laajentuminen uusiin toimintamaihin nykyisillä toimialoilla. Tämä on näkemyksemme mukaan myös kiinnostava optio, koska se voidaan tehdä ydintuotetta skaalaamalla. Kansainvälinen laajentuminen edellyttäisi tuotekehitykseltä kuitenkin merkittäviä maakohtaisia lokalisointeja sekä maakohtaista toimialatuntemusta. Päävaihtoehto on yritysosto, jolla Admicom saisi valmista maakohtaista asiantuntemusta sekä asiakaskuntaa.

Yksittäisistä markkinoista Ruotsi on arviomme mukaan luontevin laajentumiskohde. Ruotsissa muun muassa digitaalinen infra, automaatiotaso, e-laskutus, viranomaisyhteydet ja toimintamallit ovat Suomen tavoin hyvällä tasolla, mikä tukisi laajentumista.

Strateginen asemoituminen

Admicomin pitkän aikavälin strategisten kasvupolkujen vaihtoehdot



■ Admicomin ydinmarkkinat ja lähivuosien kasvun ydin.

■ Admicomin nykyiset kasvuaihio, laajentuminen toimialojen sisällä uusien asiakasryhmiin.

■ Potentiaaliset uudet markkinat/kasvuaihio

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

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

+++ Houkutteleva laajentumispolku, vaatii ohjelmiston kehitystä tuotekehitykseltä ja Tocoman-yritysoston ristiinmyyntipotentiaalin ja integraation onnistumisen.

++++ Kasvun kiihdyttäminen, vaatii ohjelmiston jatkokehitystä tuotekehitykseltä sekä tilitoimistokumppanuusien laajentamista.

+++++ Markkina-aseman edelleen vahvistaminen. Vaatii markkinaosuuden kasvattamista nykyisillä markkinoilla sekä nykyisten asiakkuuksien laajentamista uusilla mm. Tocomanin mukana tulleilla toiminnallisuuksilla.

Strategia 2/2

Koronatilanne ja organisaatiomuutokset hidastaneet strategian toteuttamista

Admicomin ohjelmiston viimeisen kymmenen vuoden kaupallistamisjakso on ollut huikea menestystarina. Vuosina 2012-2020 yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain lähes 40 %:n vauhtia. Kasvu on ollut samalla erittäin kannattavaa, mistä nykyinen yli 45 %:n käyttökatemarginaali kertoo. Vuoden 2018 listautumisen jälkeen Admicomin osake on yli 10-kertaistunut, mikä on vahvan henkilöstöomistajuuden myötä vaurastuttanut reilusti myös Admicomin työntekijöitä.

Koronapandemian puhkeamisen jälkeen Admicomin kasvutarina on näkemysmme mukaan siirtynyt väliaikaiseen sulatteluvaiheeseen. Tämä on näkynyt orgaanisen kasvun selvänä hidastumisena aiemmilta yli 30 %:n tasoilta. Koronan vaikeuttaman uusmyynnin ja kasvaneen asiakaspoistuman lisäksi Admicomin organisaatiossa on tapahtunut merkittäviä muutoksia viimeisen vuoden aikana. Syksyllä 2020 Admicom siirtyi toimialajohtoiseen organisaatiomalliin. Organisaatiouudistukseen, koronatilanteeseen sekä Tocoman-kaupan päällekkäisyyksien karsimiseen liittyen Admicom toteutti 9 hengen irtisanomisiin johtaneet yt-neuvottelut. Tämä lisäsi henkilöstön vaihtuvuutta ja esimerkiksi pitkäaikaisia myyjiä on käsityksemme mukaan lähtenyt yhtiöstä, mikä on jo hurjan saavutetun menestyksen jälkeen sinänsä luonnollista. Myös Admicomia 5 vuotta luotsannut toimitusjohtaja Antti Seppä ilmoitti tammikuussa 2021 siirtyvänsä uusiin haasteisiin ja kesäkuussa Admicomin talousjohtaja Petri Ahosta tuli yhtiön

väliaikainen toimitusjohtaja. Admicomin hallitus on kertonut tekevänsä uuden toimitusjohtajan nimityksen vielä vuoden 2021 aikana.

Käsityksemme mukaan Admicom on onnistunut hyvin uusien myyjien rekrytoinneissa, mutta arvioimme tämän vuoden menevän vielä pitkälti niiden ylösajossa. Ensi vuoteen katsottaessa arvioimme Admicomin organisaatiopalikoiden olevan jo paremmin kasassa, ja koronan hellittäessä uusmyynnin piristyvän selkeästi. Isossa kuvassa Admicomin vahvat kilpailuedut ovat ennallaan ja näemme yhtiöllä hyvät edellytykset kiihdyttää orgaanista kasvua takaisin lähemmäs 20 %:n tasoja.

Liikevaihdon orgaaninen kasvu-%
kvartaaleittain



Admicomin strategia



Strategian päätavoitteet

Toteutunut

- Tuotteen kaupallistaminen onnistunut erinomaisesti
- Laajentuminen uusille toimialoille onnistunut
- Kannattavuus nostettu erinomaiselle tasolle
- Keskimäärin 36 %:n liikevaihdon kasvu viim. 5 vuotta ja yli 40 %:n käyttökatemarginaali
- Tocoman-yritysosto

Lähitulevaisuus 1-3v

- Markkina-aseman vahvistaminen entisestään talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla
- Teollisuuden ja Adminet Liten kasvun kiihdyttäminen
- Uusien strategisten kasvujalkojen kartoittaminen ja mahdolliset uudet yritysostot
- Organisaatiomuutosten läpivienti ja organisaation kasvattaminen tukemaan tavoitteita

Seuraavat 5 vuotta

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

Taloudellinen tilanne

Tuloskehitys 2012-2020

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 21,9 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä, ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosina 2013-2020 oli noin 38 %. Kasvua ajoi erityisesti SaaS-uusmyynnin voimakas kasvu talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla, mutta myös palveluiden kasvu on ollut vahvaa ja asiakkaiden liikevaihdon kasvuun pohjautuva tasauskutus on ollut selvästi positiivinen. Kasvu on ollut pääosin orgaanista ja arvioimme Tocoman-yritystoston vaikutuksen keskimääräiseen vuosikasvuun olleen noin 3 %-yksikköä. Vuonna 2017 tehdyn pienen Necom-yritystoston myötä yhtiöön ei siirtynyt juurikaan liikevaihtoa.

Admicomin tulos ja kannattavuus on ollut skaalautuvuuden myötä vuosina 2012-2020 voimakkaan nousujohteinen. Yhtiön liikevoitto kasvoi tällä aikavälillä 0,2 MEUR:sta 8,6 MEUR:oon, ja Tocoman-yrityskaupan liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto 9,5 MEUR:oon (oik. EBIT-%: 44 %). Käyttökate parani samalla jaksolla 0,2 MEUR:sta (EBITDA-% 11 %) 10,0 MEUR:oon (EBITDA-% 45 %).

Kokonaisuudessaan Admicomin kannattavuus alkaa olla jo niin erinomaisella tasolla, että arvioimme mukaan jatkossa pääasiallisena tuloskasvun lähteenä toimii liikevaihdon kasvu marginaaliparannuksen sijaan. Kannattavuudessa olisi silti edelleen selvää nousupotentiaalia muun muassa myyntipanostuksia sopeuttamalla, jos yhtiö päättäisi lopettaa kasvun tavoittelun.

Kulurakenne

Admicom myy ja tuottaa palvelunsa oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 3-5 %:n tasolla liikevaihdosta.

Admicomin kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2020 8,2 MEUR (2019: 6,1 MEUR) ja vastasivat noin 37 % liikevaihdosta (2019: 39 %). Vuoden 2020 lopussa yhtiössä työskenteli 162 ja H1'21:n lopussa 177 henkilöä (2019: 145). Henkilöstökulut ovat kasvaneet viime vuodet liikevaihtoa hitaammin myynti- ja palveluhenkilöstön rekrytoinneista huolimatta, kun yhtiön liiketoimintamalli on skaalautunut. Admicomin tuote on pääosin kaupallisesti valmis ja teknisesti kypsä, joten merkittävään investointien kiihdyttämiseen ei ole viime vuosina ollut tarvetta. Muutkin henkilöstökulut (tukipalvelut) skaalautuvat varsin hyvin, sillä SaaS-palveluiden hallinta ylläpito ja asiakkuuksien hallinta edellyttää yhtiöltä varsin vähän työvoimaa.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Admicomin toiseksi suurin kuluerä, jotka ovat viime vuosina liikkuneet tasaisesti noin 12-14 %:n välillä liikevaihdosta. Nämä kulut ovat pitkälti henkilömäärän ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa. Kokonaisuudessaan liiketoiminnan muut kulut alkavat olla liikevaihtoon nähden jo hyvin matalalla tasolla, mutta pitkällä aikavälillä niissä on edelleen lievää skaalautumispotentiaalia.

Admicomin poistot (2020: -1,3 MEUR) koostuvat pääosin Tocoman-yritystoston liikearvon poistoista (n. 1 MEUR). Muuten poistot koostuvat aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen ja

ohjelmistolisenssien poistoista, joiden osalta poistosuunnitelmat päättyvät suurimmilta osin vuoden 2022 loppuun mennessä. Admicom ei aktivoi tuotekehitysmenoja ja liikearvon poistot eivät ole kassavirtavaikutteisia. Siten Admicomin käyttökate toimii melko hyvänä mittarina yhtiön liiketoiminnan tuottamasta rahavirrasta.

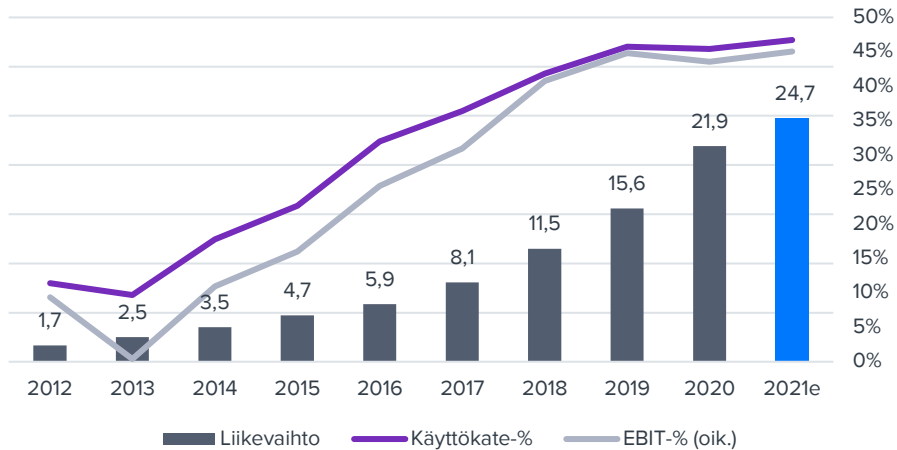
Tase ja rahoitusasema

Admicomin tase on velaton ja erittäin hyvässä kunnossa. Omavaraisuusaste oli H1'21 lopussa 81 % ja nettovelkaantumisaste -69 %. Admicomin liiketoiminta luo vahvaa rahavirtaa, mistä kertoo se, että yhtiön nettokassa oli H1'21 lopussa noin 15 MEUR (2019: 16 MEUR), vaikka välissä yhtiö on maksanut Tocomanista käteisellä 7,3 MEUR ja maksanut osakkeenomistajille osinkoja noin 8,0 MEUR. Arvioimme mukaan Admicomilla on hyvät edellytykset kasvaa orgaanisesti ja toteuttaa yritystostoja vahvan taseen ja korkealle arvostetun osakkeen avulla. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta myös vieraan pääoman hyödyntäminen yritystostojen rahoituksessa on näkemyksemme mukaan yksi hyvä vaihtoehto.

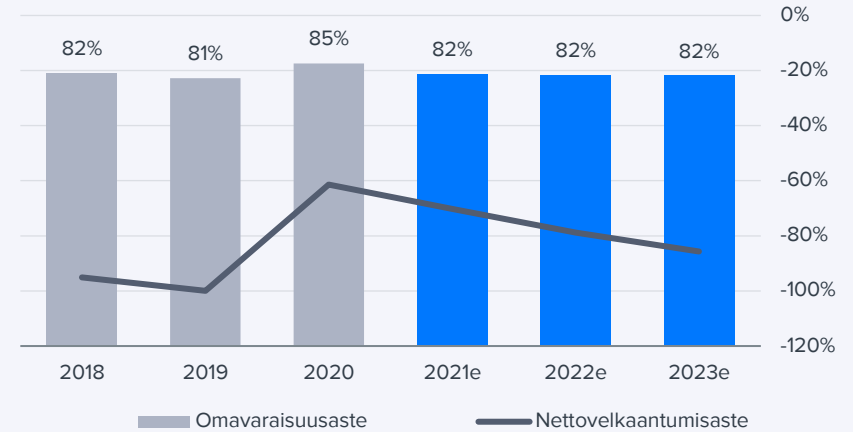
Admicomin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. H1'21 lopussa taseen loppusumma oli noin 27,2 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (2,3 MEUR), rahavaroista (15,3 MEUR) ja aineettomista hyödykkeistä (9,4 MEUR), joista Tocoman-kaupasta syntynyt konserniliikearvo oli 8,9 MEUR. Vastattavien puolella Admicomin oma pääoma (22,1 MEUR) koostuu pääosin edellisten tilikausien voitoista ja SVOP-rahastosta. Yhtiöllä ei ollut H1'21 lopussa lainkaan rahoitusvelkaa, mutta osto- ja siirtoveloista johtuen yhtiön korottomat velat olivat noin 5,1 MEUR.

Taloudellinen tilanne

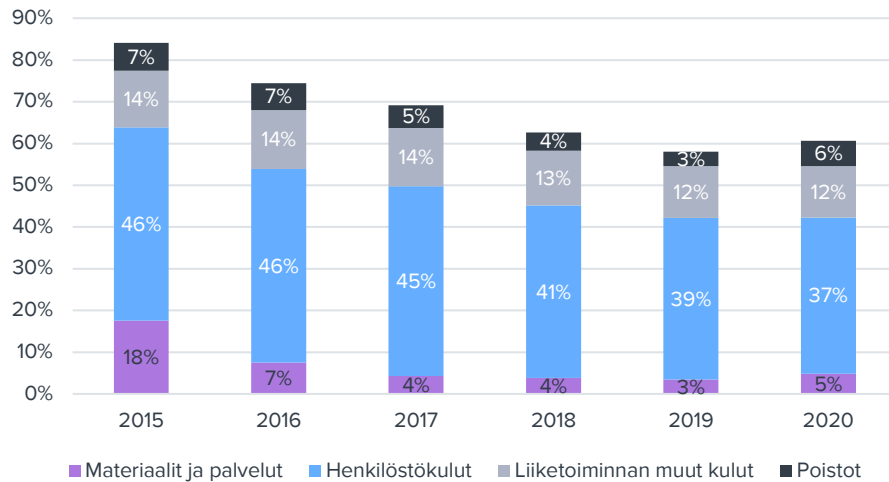
Liikevaihto ja kannattavuus



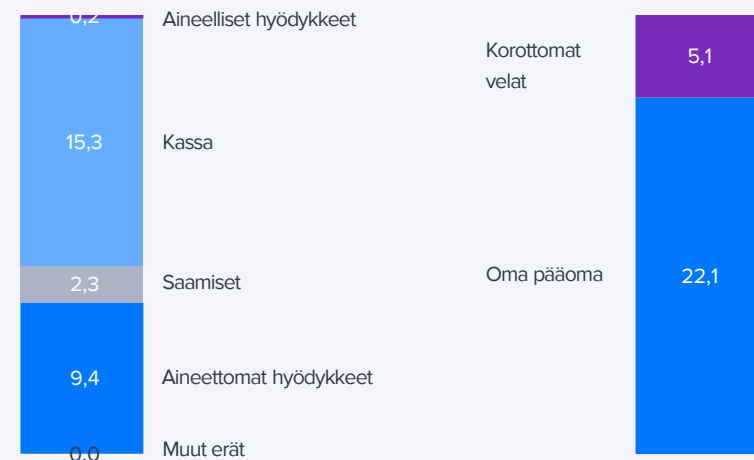
Taseen avainlukujen kehitys



Kulurakenne %-liikevaihdosta



Tase H1'21



Ennusteet 1/2

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Admicomin liikevaihdon kehitystä pääasiassa kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-palvelut
- Tilitoimistopalvelut
- Koulutus- ja konsultointipalvelut

Näistä keskeisin on sekä Admicomin arvonmuodostuksen että liiketoimintamallin kannalta SaaS-palveluiden myynnin kehitys, sillä ilman ohjelmistopalvelusopimusta ei myydä myöskään tilitoimisto-, koulutus- tai konsultointipalveluita. Käsityksemme mukaan karkeasti noin puolet uusista asiakkaista ottaa tilitoimistopalvelut käyttöönsä.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä pääasiassa seuraavien parametrien kautta:

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

Ennusteillamme oletamme, että Admicom saavuttaa nykyisillä kohdemarkkinoillaan (190

MEUR) noin 41 %:n markkinaosuuden vuoteen 2030 mennessä. Tämä tarkoittaa keskimäärin noin 13,5 %:n liikevaihdon kasvua vuosittain ja Admicomin saavuttavan yli 78 MEUR:n liikevaihdon vuoteen 2030 mennessä. Kannattavuuden ennustamme skaalautuvan asteittain käyttökatemarginaalilla mitattuna vuoden 2020 45 %:n tasolta noin 52 %:iin vuonna 2030.

Admicomin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Admicomin pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin noin 95 %:n tasolla. Vaikka Admicom investoi edelleen lähivuosinakin voimakkaasti kasvuun, arvioimme että kasvupanostukset eivät tule yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa merkittävästi heikentämään kannattavuutta. Siten odotamme kiinteiden kulujen suhteellisen osuuden liikevaihdesta säilyvän melko vakaana. Näin ollen arvioimme, että Admicom pystyy säilyttämään nykyisen yli 45 %:n käyttökatemarginaalin lähivuosina ja keskipitkällä aikavälillä.

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 tilitoimistopalveluihin. Koronatilanne ja Admicomin organisaatiomuutokset ovat kuitenkin lyhyellä aikavälillä lisänneet epävarmuutta kasvun suhteen. Lopulta onnistumiset rekrytoinneissa, uusien myyjien sisäänajossa ja markkinoiden haltuunotossa määrittävät pitkälti lähivuosien kasvuvauhdin.

Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys tulevien sopimusten määrään ja yhtiön kilpailuaseman kehitykseen, sillä Admicom on vasta alkutaipaleella erityisesti teollisuuden toimialalla sekä Adminet Liten kasvun suhteen. Näkyvyyttä heikentää jossain määrin myös asiakastoimialalle tyypilliset suuret suhdannevaihtelut, jolla voi olla merkittävää vaikutusta Admicomin uusmyynnin kasvuvauhtiin ja asiakaspoistuvuuteen. Koronapandemia on selkeä esimerkki tästä, ja Admicomin orgaaninen kasvuvauhti on hidastunut merkittävästi vuosien 2020-2021 aikana.

Huomautamme, että pitkän aikavälin ennusteisiimme ei sisälly oletusta yritysostoista tai laajentumista uusille toimialoille tai maantieteellisesti. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö pyrkii näiden strategisten liikkeiden avulla vahvistamaan kasvua tulevaisuudessa. Vuosien 2021-2023 strategiakaudella arvioimme fokuksen kuitenkin vielä pysyttelevän pääasiassa nykyisillä kohdemarkkinoilla.

Vuosi 2021

Admicom ohjeistaa vuodelle 2021 liikevaihdon kasvavan 10-20 % ja käyttökateen olevan 40-50 % liikevaihdesta. Q2-raportin yhteydessä yhtiö myös toisti arvionsa siitä, että kuluvan vuoden kasvunäkymä painottuu haarukan alalaitaan. Arvioimme mukaan varovaisuuden taustalla on alkuvuoden vaisu uusmyynti, jonka vaikutukset heijastuvat viiveellä kasvuun. Koronapandemia on vaikuttanut uusmyyntiin, kun kasvokkain tehtävä myyntityö ja uusien myyjien sisäänajo on ollut normaalia haastavampaa.

Ennusteet 2/2

Myynnin aktiviteetti alkoi kuitenkin yhtiön mukaan selvästi lisääntyä Q2:n aikana. Arviomme mukaan uusmyynnin piristyminen H2:lla näkyy kasvussa pääasiassa vuoden 2022 puolella, sillä Adminetin käyttöönotto uusille asiakkaille vie tyypillisesti muutamia kuukausia. Kuukausittaisten SaaS-maksujen tuloutuminen alkaa käyttöönoton jälkeen.

Ennustamme Admicomin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 13 % ja käyttökatemarginaalin olevan 47 %. Tämä tarkoittaa Q3-Q4:lle 9-12 %:n kasvua, johon Lakeus-liiketoimintakaupan vaikutus on arviomme mukaan noin 2 % molemmilla neljänneksillä. Siten arvioimme Admicomin orgaanisen kasvun tekevän pohjalukemat Q3:lla (7 %) ja lähtevän tämän jälkeen piristymään uusmyynnin elpessä loppuvuotta kohti.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan vuonna 2021 17 % 1,82 euroon ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen 18 % 1,61 euroon osakkeelta. Raportoitua tulosta painavat Tocoman-yritysoston liikearvon poistot, jotka olemme oikaisseet oikaistua EPS:iä laskettaessa.

Vuodet 2022-2023

Vuodelle 2022 ennustamme 18 %:n kasvua (org. 16 %) ja aavistuksen heikompaa käyttökatemarginaalia (46 %) Lakeus-liiketoimintakaupan laimentaessa Admicomin kannattavuutta. Arviomme mukaan Tocoman-integraation eteneminen vastaavasti tukee kannattavuuden kehitystä.

Vuonna 2023 odotamme orgaanisen kasvun kiihtyvän 18 %:iin ja käyttökätteen olevan 47 %. Odotamme yhtiön jatkavan kasvustrategian

mukaisesti henkilöstön määrän ja T&K-panostusten kasvattamista vuosina 2022-2023 aikana, mutta kulujen kasvavan hieman liikevaihdon kasvua hitaammin.

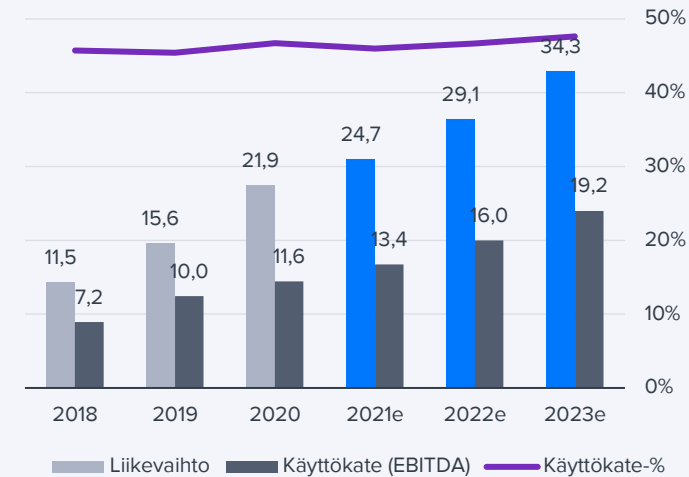
Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan vuosina 2022-2023 keskimäärin noin 19 % vuodessa ja nousevan 2,59 euroon vuonna 2023. Ennustamme Admicomin jakavan tuloksesta lähivuosina osinkoja noin 70 %:n osingonjakosuhteella. Tämä tarkoittaa tuloksen mukana tasaisesti vuosittain kasvavia osinkoja.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2023 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ensin vuosina 2024-2026 noin 16 %:iin vuodessa ja sen jälkeen keskimäärin noin 9 %:iin vuodessa, ikuisuuskasvun ollessa 2,5 % vuodesta 2032 lähtien. Kasvua hidastaa ennusteessamme nykyisten päätoimialojen saturoitumisen myötä tapahtuva uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä hidastuva olemassa olevien asiakkuuksien laajentuminen.

Skaalautuvasta liiketoimintamallista ja suhteellisesti pienentyvistä kasvupanostuksista johtuen odotamme käyttökatemarginaalin nousevan asteittain nykyiseltä noin 45 %:n tasolta 52 %:iin vuonna 2031.

Liikevaihto ja kannattavuus



EPS ja osinko



Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2024-2032 = +11 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu (2032-) = 2,5 %
Käyttökätteen kasvu: CAGR 2024-2032 = +12 %
Käyttökate-% / liikevoitto-% 2032 = 52 % / 51 %

Ennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	15,6	4,9	5,9	5,6	5,6	21,9	5,9	6,5	6,1	6,3	24,7	29,1	34,3	40,3
Käyttökate	7,2	2,0	2,6	2,9	2,4	10,0	2,7	3,2	2,9	2,7	11,6	13,4	16,0	19,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,7	1,9	2,5	2,8	2,4	9,5	2,6	3,1	2,8	2,6	11,2	13,1	15,8	19,0
Liikevoitto	6,6	1,8	2,2	2,5	2,1	8,6	2,3	2,9	2,6	2,3	10,1	12,0	14,7	17,9
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	6,6	1,8	2,2	2,5	2,1	8,6	2,3	2,9	2,6	2,3	10,1	12,0	14,7	17,9
Verot	-1,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-1,9	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-2,2	-2,5	-3,0	-3,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,3	1,4	1,7	2,0	1,6	6,7	1,8	2,3	2,0	1,8	7,9	9,5	11,7	14,2
EPS (oikaistu)	1,10	0,31	0,40	0,46	0,38	1,55	0,42	0,51	0,47	0,43	1,82	2,15	2,59	3,11
EPS (raportoitu)	1,09	0,29	0,35	0,40	0,33	1,36	0,36	0,46	0,41	0,37	1,61	1,94	2,38	2,89

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	36,5 %	42,0 %	38,6 %	43,4 %	37,0 %	40,1 %	21,1 %	10,2 %	9,0 %	12,4 %	12,9 %	17,8 %	17,7 %	17,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	55,3 %	55,9 %	23,9 %	49,2 %	50,8 %	43,3 %	34,7 %	27,7 %	0,7 %	10,3 %	16,8 %	17,6 %	20,5 %	20,1 %
Käyttökate-%	45,7 %	42,1 %	44,1 %	52,2 %	42,9 %	45,4 %	45,4 %	50,2 %	48,5 %	42,7 %	46,7 %	46,0 %	46,7 %	47,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	42,6 %	39,1 %	42,0 %	50,7 %	41,9 %	43,6 %	43,5 %	48,6 %	46,9 %	41,2 %	45,1 %	45,0 %	46,0 %	47,1 %
Nettotulos-%	33,8 %	29,3 %	29,1 %	35,1 %	28,6 %	30,6 %	30,4 %	34,8 %	33,6 %	29,2 %	32,0 %	32,8 %	34,2 %	35,3 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1. Vahva orgaaninen kasvupotentiaali

2. Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

3. Erittäin kilpailukykyinen tuote erikoistumisen ja pitkälle viedyn automaation ansiosta

4. Vahva tase, erinomainen rahavirta ja korkealle arvostettu osake tarjoavat hyvät lähtökohdat yritysjärjestelyihin

5. Osakkeen arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja toimialan arvostustasoissa

Potentiaali



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

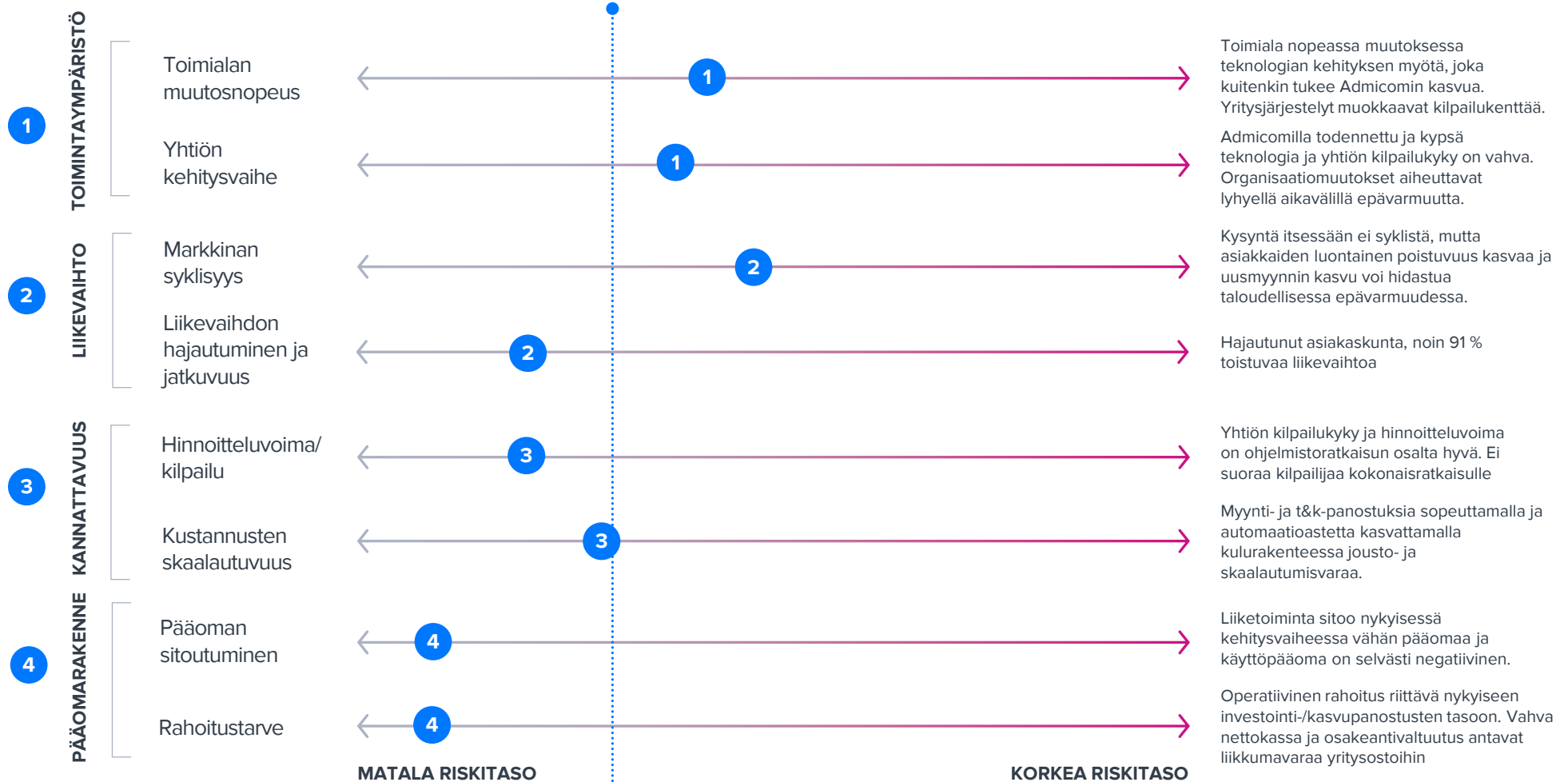
Riskit



- Organisaatiomuutoksen läpivienti
- Uuden SaaS-kilpailijan syntyminen
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Avainhenkilöriskit
- Yritysostot ja kansainvälistyminen
- Kohdetoimialojen korkea suhdanneherkkyys

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Admicomin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Arvonmääritys 1/4

Korkealle arvostukselle löytyy monia perusteluja

Ennusteillamme Admicomin vuosien 2021-2022 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 18x-15x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 39x-33x. Kertoimet ovat absoluuttisesti korkeita, mutta mielestämme perusteltavissa. Admicomilla on historiallisesti erittäin vahvat näytöt kasvusta sekä omistaja-arvon luonnista. Liiketoiminnan skaalaetujen myötä yhtiön kannattavuus on noussut erittäin hyvälle tasolle ja liiketoiminta luo vuolasta kassavirtaa. Lisäksi Admicomin pitkän aikavälin kasvunäkymä on edelleen vahva ja riskiprofiili kokonaisuudessaan maltillinen. Admicomin liiketoiminta on yli 90 %:sti jatkuvaa, yhtiön ratkaisut ovat asiakkaan kannalta kriittisiä ja yhtiöllä on omalla erikoistumisalueellaan erittäin vahvat kilpailuedut. Kasvu ei myöskään sido pääomia, joten osingon kasvu on myös vahvaa, ellei yhtiö allokoisi pääomia aggressiivisemmin yritysostoihin. Yksi Admicomin arvostusta tukeva tekijä on myös osakkeen viime vuosina merkittävästi kasvanut ulkomaalaisomistus. Tämän myötä yhtiön arvostus on yhä vahvemmin alkanut heijastella globaalien SaaS-yhtiöiden viitekehystä.

Vuosien 2021-2023 ennusteillamme Admicomin liikevaihdon kasvun (CAGR 16 %) ja keskimääräisen oikaistun liikevoiton (46 %) yhdistelmä on poikkeuksellisen kovalla tasolla verrattuna SaaS-yhtiöiden keskimääräiseen tasoon (kasvu: 20 %, EBIT: 10 %). On kuitenkin huomattava, että Admicomin orgaaninen kasvunäkymä on viimeisen vuoden aikana laskenut ja erittäin vahvalla tasolla oleva kannattavuus selittää merkittävän osan kasvun ja kannattavuuden yhdistelmästä. Admicomin

kohdemarkkinoiden nykyisessä kehitysvaiheessa kasvu on vielä kannattavuutta selkeästi tärkeämpi arvostuksen ajuri, sillä 10 vuoden päästä esimerkiksi 50 %:n markkinaosuus nykyisestä noin 190 MEUR:n kohdemarkkinasta mahdollistaisi selvästi suuremman arvonluonnin verrattuna esimerkiksi 35 %:iin. Siten nykyisten korkeiden arvostuskertoimien venyttäminen vaatisi mielestämme nykyistä vahvempaa orgaanista kasvunäkymää.

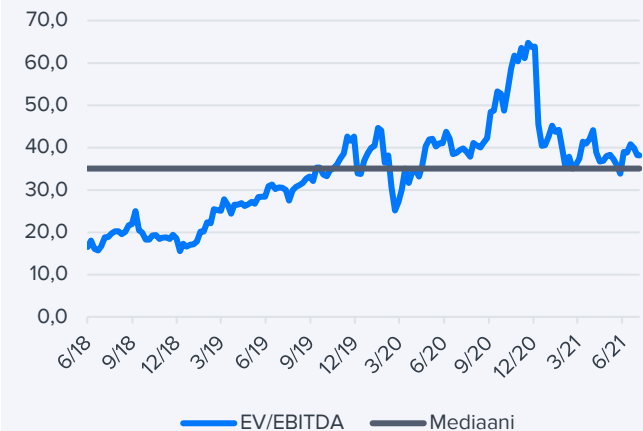
Myös PEG-luku kertoo Admicomin osakkeeseen ladatuista kovista tuloskasvuodotuksista. Vuoden 2021 P/E-kertoimella (51x) ja vuosien 2021-2023 keskimääräisellä ennustamallamme tuloskasvulla (19 %) PEG-luvuksi muodostuu 2,7x. Taso on korkea ja mielestämme sijoittajan näkökulmasta Admicomin kireät arvostuskertoimet ovat edelleen suurin riski osakkeen kannalta. Mahdolliset tulospettymykset voisivat aiheuttaa lisää painetta sekä ennusteisiin että kertoimiin, kuten tänä vuonna osakkeen kurssikehityksessä on jo nähty (YTD: -31 %).

Muuten osakkeen ja yhtiön riskit liittyvät näkemyksemme mukaan pääasiassa siihen, miten yhtiön asiakastoimialojen suhdanneherkkyys, koronapandemia ja organisaatiomuutokset vaikuttavat vielä kasvuun. Pidemmän aikavälin riskeinä ovat myös mahdolliset kilpailuaseman ennakoimattomat muutokset. Lisäksi vaikka Admicom on osoittanut sen kykenevän vahvaan kasvuun myös uusilla rinnakkaisilla toimialoilla, liittyy uusille markkinoille laajentumiseen ja erityisesti yritysostoihin aina omat riskinsä.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	92,8	92,8	92,8
Osakemäärä, milj. kpl	4,93	4,93	4,93
Markkina-arvo	457	457	457
Yritysarvo (EV)	439	433	427
P/E (oik.)	51,0	43,1	35,8
P/E	57,6	47,9	39,0
P/Kassavirta	51,4	41,9	35,1
P/B	17,6	15,2	13,0
P/S	18,5	15,7	13,3
EV/Liikevaihto	17,7	14,9	12,4
EV/EBITDA (oik.)	38,0	32,3	26,7
EV/EBIT (oik.)	39,4	33,1	27,0
Osinko/tulos (%)	68,3 %	69,6 %	69,4 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,5 %	1,8 %

Lähde: Inderes

12kk eteenpäin katsova EV/EBITDA-kerroin



Lähde: Inderes, Bloomberg

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmän arvostus

Laajan, kansainvälisestä SaaS-yhtiöstä koostuvan verrokkiryhmän arvostustasot antavat mielestämme tällä hetkellä parhaan mittatikon Admicomin suhteelliselle arvostukselle. Verrokkiryhmän arvostustasoja vertailtaessa keskeisin arvostuskerroin on liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin. Useat listatut SaaS-yhtiöt ovat vielä voimakkaan kasvun vaiheessa, eikä niiden kannattavuus ole skaalautunut vielä potentiaaliselle tasolleen tai ne ovat tappiollisia. Yhteenveto SaaS-yhtiöiden arvostustasoista suhteessa niiden kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään löytyy sivulta 37.

Tarkastelemme SaaS-yhtiöiden vuosien 2021-2023 ennustetun keskimääräisen liikevaihdon kasvu-%:n ja operatiivisen kannattavuuden (EBIT-%) yhdistelmää, jota suhteutamme vuoden 2021 EV/Liikevaihto-kertoimeen. Kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä huomioi mielestämme pelkkää liikevaihdon kasvuun pohjautuvaa vertailua paremmin erot yhtiöiden skaalautumisessa ja tehokkuudessa.

Admicomia hinnoitellaan tällä hetkellä 2021e EV/S-kertoimella (17,7x) noin 34 %:n preemiolla SaaS-verrokkien mediaanitasoon nähden. Pelkästään verrokkeihin peilattaessa Admicomin poikkeuksellisen hyvillä luvuilla voitaisiin oikeuttaa vielä suurempikin preemio. Toisaalta yhtiön huomattavasti verrokkeja pienempi kokoluokka ja monia globaaleja toimijoita rajallisempi markkinapotentiaali painaa hyväksyttäviä kertoimia. Myös edellisellä sivulla jo mainittu hitaampi orgaaninen kasvu ei mielestämme puolla kertoimien venyttämistä.

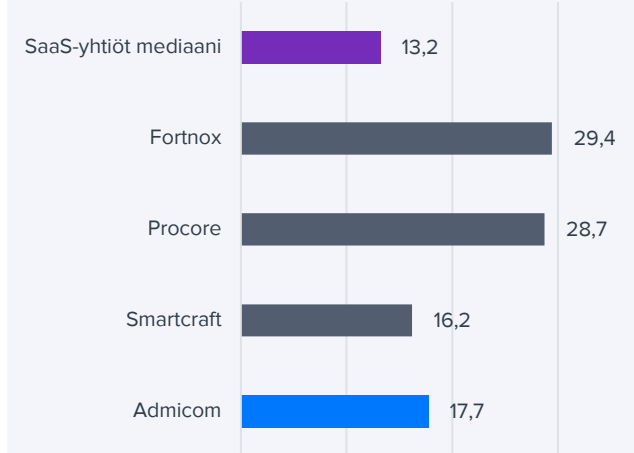
Pelkästään SaaS-verrokkien keskimääräiseen arvostustasoon perustuen Admicomille voitaisiin hyväksyä ennustamallamme kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä noin 29x EV/S -kerroin. Tämä antaisi yritysarvoksi (EV) noin 717 MEUR ja 2021e nettokassa (18 MEUR) huomioiden osakekohtaiseksi markkina-arvoksi 149 euroa osakkeelta. Edellä mainituista syistä johtuen emme pidä tätä kuitenkaan perusteltuna.

Yksittäiset verrokkiyhtiöt

Vuoden 2021 aikana Admicomille on saatu kaksi uutta listattua verrokkia, kun rakennusalan ohjelmistoihin keskittyneet ProcCore (USA) ja Smartcraft (Norja) listautuivat. ProcCorea (2020: lv 334 MEUR) hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi Admicomia korkeammilla liikevaihtokertoimilla (29x), mutta Smartcraftin (2020: lv 18,8 MEUR) arvostus (16x) on tälle vuodelle jonkin verran alle Admicomin arvostuksen. Smartcraft on kokoluokaltaan Admicomia lähempi verrokki kuin selvästi suurempi ProcCore.

Lisäksi Ruotsalainen Fortnox on mielestämme melko hyvä verrokkiyhtiö ajatellen Admicomin SaaS-liiketoimintamallia, kohderyhmää (pk-sektori) ja kasvu- ja kannattavuusprofiilia. Fortnoxia hinnoitellaan tälle vuodelle erittäin korkealla noin 29x liikevaihtokertoimella. Admicomiin nähden Fortnoxin korkeampaa arvostusta nähdäksemme selittää yhtiön suurempi kokoluokka, isompi markkinapotentiaali sekä lähivuosien vahvempi kasvunäkymä. Fortnoxin kasvu on Admicomin tavoin myös erittäin kannattavaa.

2021e EV/Liikevaihto



Lv:n kasvu-%	2021e	2022e	2023e
Admicom	13 %	18 %	18 %
Smartcraft	37 %	26 %	17 %
ProcCore	22 %	23 %	23 %
Fortnox	38 %	29 %	30 %
SaaS mediaani	20 %	19 %	19 %

EBIT-%	2021e	2022e	2023e
Admicom	45 %	45 %	46 %
Smartcraft	36 %	36 %	37 %
ProcCore	-12 %	-12 %	-9 %
Fortnox	33 %	36 %	39 %
SaaS mediaani	7 %	9 %	11 %

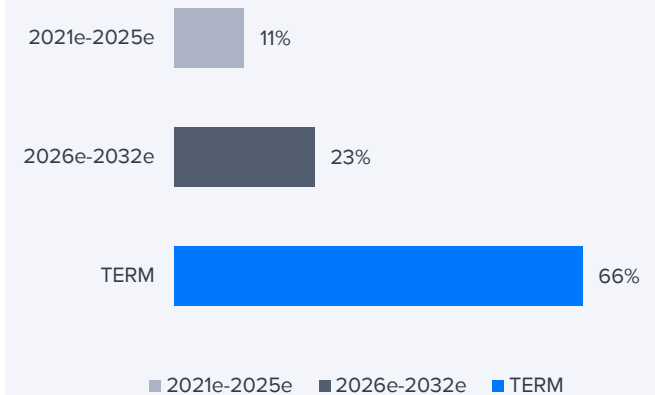
Arvonmääritys 3/4

DCF-laskelma

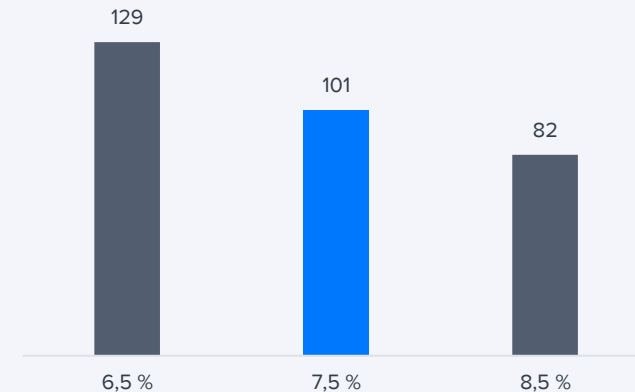
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Admicomin osakkeelle nykyisillä melko vahvaa kasvua odottavilla ennusteillamme noin 101 euron arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2032-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 51 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 66 %, mikä kertoo merkittävän osan Admicomin arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista. Kasvuyhtiölle tämä on kuitenkin edelleen hyvin perusteltavissa.

Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena ja pääoman keskimääräisen kustannuksena (WACC) 7,5 %:n tuottovaadetta. Mielestämme tuottovaateen taso alkaa olla matala, mutta Admicomin liiketoiminnan matala riskiprofiili ja nykyinen alhainen korkoympäristö huomioiden perusteltu. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa. Korkean terminaalijakson painoarvon vuoksi jo prosentin muutoksilla tuottovaateessa DCF-arvossa nähdään voimakasta heilahtelua.

Rahavirran jakauma jaksoittain



DCF-arvon herkkyys eri tuottovaatimuksilla



Arvonmääritys 4/4

Skenaariot vuoteen 2025

Tarkastelemme Admicomin osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön saavuttamasta markkinaosuudesta nykyisellä kohdemarkkinalla (190 MEUR) ja liiketoiminnan skaalautumisesta.

Nykyisten ennusteidemme valossa odotamme Admicomin saavuttavan noin 25 %:n markkinaosuuden vuoteen 2025 mennessä, mikä tarkoittaa keskimäärin noin 17 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2021-2025. Kannattavuuden (oik. EBIT-%) ennustamme paranevan nykytasolta vielä hieman 47 %:iin ja oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin tuolloin 20x EV/EBIT-kertoimella. Arviomme mukaan Admicomin kasvunäkymät ovat vuoden 2025 jälkeenkin kohtuullisen hyvät, jolloin suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen perusteltavissa yhtiön erittäin vahvalla kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä.

Ennusteidemme kautta laskettu Admicomin yritysarvo olisi näillä oletuksilla 447 MEUR vuonna 2025. Lisäämällä tähän vuoden 2025 ennustettu nettokassa sekä vuosien 2021-2025 osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 536 MEUR tai 109 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 4 %:n vuotuista tuotto-odotusta nykyisellä osakekursilla. Olemme havainnollistaneet alla olevassa herkkyysslaskelmassa, miten muutokset markkinaosuudessa ja arvostuskertoimessa vaikuttavat perusskenaarion tuotto-odotukseen. Järkevä tuotto-odotus vaatisi ennusteitamme vahvempaa kasvua tai korkeampia hyväksyttävää arvostuskertoimia.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme markkinaosuuden jäävän 20 %:iin, vuotuisen liikevaihdon kasvun olevan 11 % ja kannattavuuden jäävän suunnilleen nykytasolle 45 %:iin. Tässä skenaariossa oletetulla 15x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 302 MEUR tai 61

euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi noin -9 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Pessimistinen skenaario kertoo osaltaan osakkeeseen ladatuista kovista odotuksista, sillä tässäkin skenaariossa kasvu on kohtalaista ja hyväksytyt arvostus melko korkea, mutta siitä huolimatta tuotto-odotus jää selvästi negatiiviseksi.

Optimistisessä skenaariossa oletamme Admicomin saavuttavan 30 %:n markkinaosuuden, mikä tarkoittaisi 21 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua. Oikaistun liikevoittomarginaalin oletamme tässä skenaariossa nousevan 52 %:iin ja vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin valossa sovellamme 25x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 851 MEUR tai 173 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 15 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario vaatisi lähivuosilta erinomaista onnistumista yhtiön strategiassa ja orgaanisen kasvun merkittävää kiihtymistä nykytasoilta.

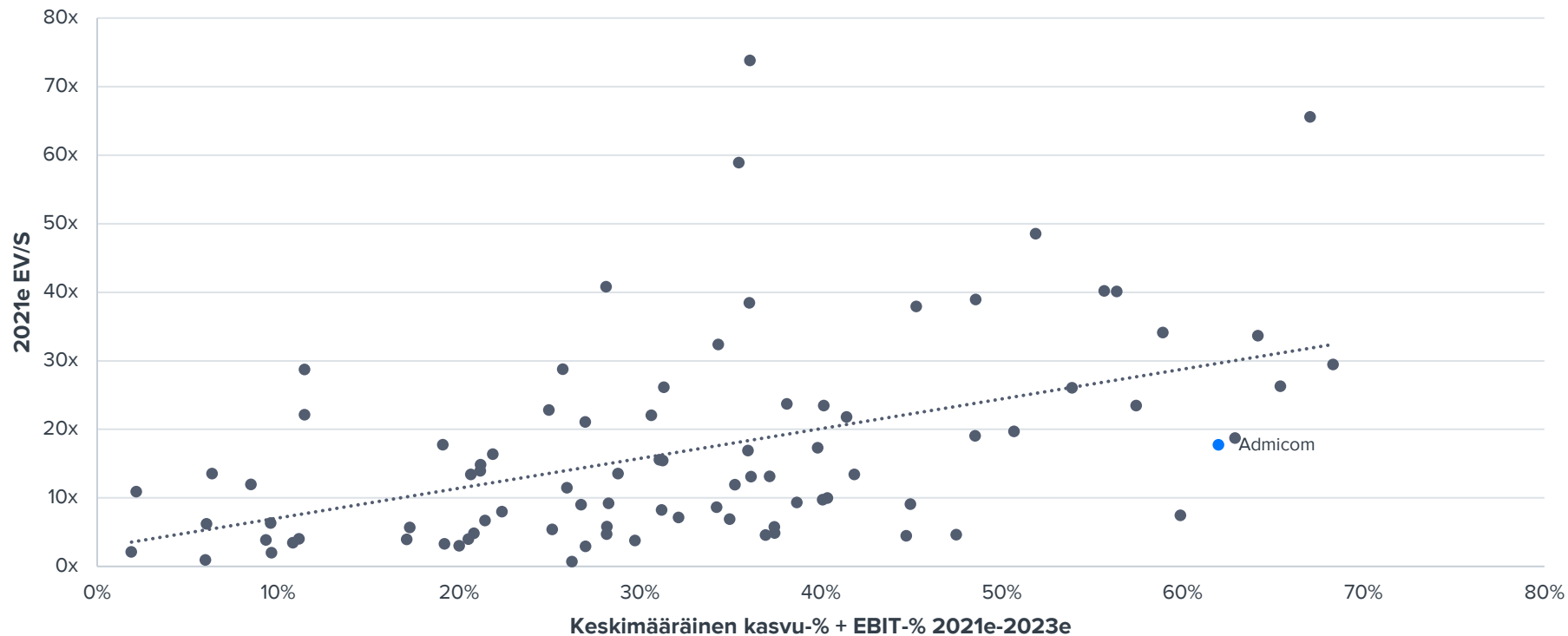
Markkinaosuus 2025e	Pessimistinen 20 %	Nykyennusteet 25 %	Optimistinen 30 %
Liikevaihto	37,6	47,1	56,6
Lv:n kasvu-% (CAGR 21-25)	11 %	17 %	21 %
EBIT-% (oik.)	45 %	47 %	52 %
EBIT (oik.)	16,9	22,3	29,4
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	15,0	20,0	25,0
= Yritysarvo 2025e (MEUR)	254	447	735
Nettokassa+osingot 2021-2025	49	89	116
= Osakekannan arvo (MEUR)	302	536	851
Per osake (EUR)	61	109	173
Potentiaali	-34 %	17 %	86 %
Vuotuinen tuotto-odotus (5v)	-9 %	4 %	15 %
EV/Liikevaihto vuonna 2025	6,8	9,5	13,0

Vuotuisen tuotto-odotuksen herkkyydet

EV/EBIT	Markkinaosuus 2025e				
	20 %	23 %	25 %	28 %	30 %
16x	-4 %	-2 %	0 %	1 %	3 %
18x	-4 %	0 %	2 %	4 %	5 %
20x	0 %	2 %	4 %	6 %	8 %
22x	1 %	4 %	6 %	8 %	10 %
24x	3 %	5 %	8 %	10 %	11 %
26x	5 %	7 %	9 %	11 %	13 %
Lv:n kasvu-% (CAGR)	12 %	14 %	17 %	19 %	21 %

SaaS-yhtiöiden arvostustaso

SaaS-yhtiöiden arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



SaaS-verrokkiryhmä	Yritysarvo	EV/S		Liikevaihdon kasvu (CAGR)		EBIT-% (keskiarvo)		Kasvu + EBIT-%	
		2021e	2022e	2018-20	2021e-23e	2018-20	2021e-23e	2018-20	2021e-23e
Keskiarvo	18409	16,9	13,3	29 %	22 %	-4 %	11 %	25 %	33 %
Mediaani	4875	13,2	11,0	28 %	19 %	-3 %	10 %	26 %	31 %
Admicom (Inderes)*	439	17,7	14,9	40 %	16 %	41 %	45 %	81 %	62 %
Erotus-% vrt. mediaani		34 %	35 %						

Lähde: Thomson Reuters, Inderes, *Admicom oik. EBIT-%

Verrokkiryhmän arvostus

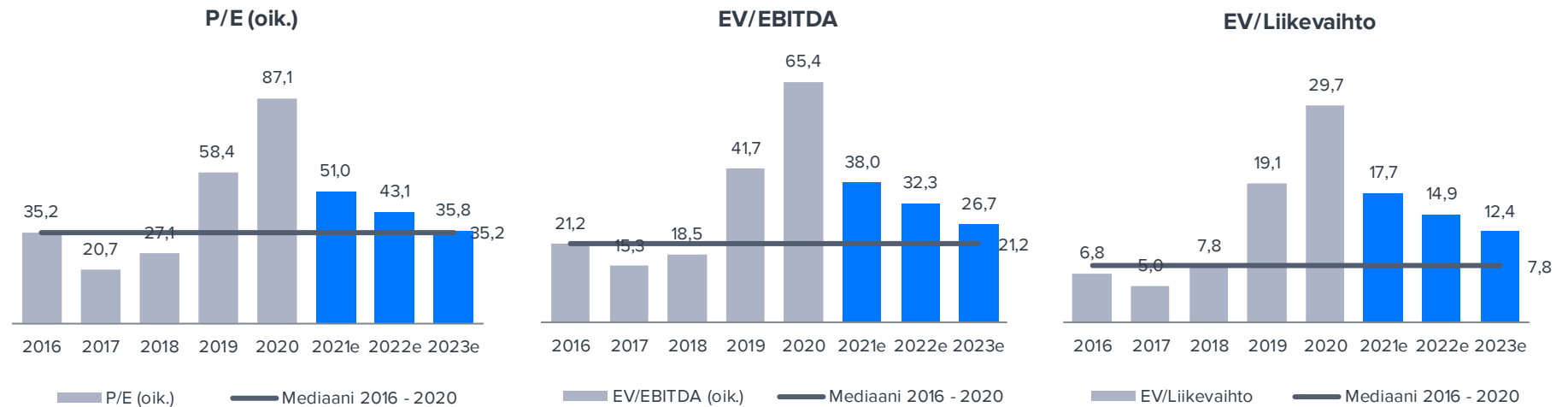
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto	
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Efecte Oyj	14,8	91	84		83,7	83,7	41,8	4,9	4,2
Briox AB	5,5	26	26					43,7	26,2
Basware Oyj	38,8	566	611	90,7	41,6	27,9	19,8	3,9	3,5
FormPipe Software AB	33,6	179	181	33,5	34,1	14,5	16,2	4,0	3,9
Fortnox AB	459,6	2780	2747	88,0	63,2	70,1	52,0	29,4	22,7
Heeros Oyj	6,4	27	27	27,2	27,2	13,6	9,1	3,0	2,7
Leaddesk Oyj	23,5	125	121	120,5	60,3	40,2	30,1	4,6	3,8
Lime Technologies AB	389,6	517	539	63,2	50,9	39,4	32,4	13,4	11,3
Safeture AB	10,2	31	28					8,0	5,1
Talenom Oyj	15,8	731	766	49,8	39,2	28,0	23,5	9,3	8,0
Vitec Software Group AB	428,0	1267	1341	44,6	39,1	23,0	20,8	8,7	7,9
Sinch AB	175,2	12684	11569	142,5	50,8	93,9	38,2	7,4	5,0
F-Secure Oyj	4,1	653	640	29,1	23,4	17,7	15,2	2,7	2,5
Qt Group Oyj	118,8	2960	2943	113,2	79,5	102,7	73,8	26,5	22,1
Simcorp A/S	840,80	4672	4663	35,2	31,3	31,9	28,8	9,4	8,6
Artificial Solutions International AB	7,80	48	67					9,0	5,7
IAR Systems Group AB	139,40	188	187	17,7	12,9	11,9	9,1	4,7	3,9
24SevenOffice Scandinavia AB	28	176	118			70,9	31,7	5,1	3,9
Bimobject AB	7,79	105	68				99,5	4,9	3,6
Smart Eye AB (publ)	240,00	476	456					37,8	13,5
Carasent ASA	42,90	323	303	127,2	83,7	74,8	55,8	26,3	20,3
Litium AB		30	28		94,0		20,1	4,5	3,5
Mercell Holding ASA		438	510	144,4	37,4	26,2	15,9	7,2	5,6
Pexip Holding ASA	69,50	711	610					7,6	5,5
Bambuser AB	15,50	308	234					21,9	10,4
Procore Technologies	104,38	11523	11829					28,7	23,4
Admicom (Inderes)	92,80	457	439	39,4	33,1	38,0	32,3	17,7	14,9
Keskisarvo				75,1	50,1	45,3	33,4	13,0	9,1
Mediaani				63,2	41,6	31,9	28,8	7,8	5,5
Erotus-% vrt. mediaani				-38%	-20%	19%	12%	128%	169%

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,80	9,80	20,6	64,4	135,0	92,8	92,8	92,8	92,8
Osakemäärä, milj. kpl	4,32	4,32	4,58	4,85	4,92	4,93	4,93	4,93	4,93
Markkina-arvo	42	42	100	314	665	457	457	457	457
Yritysarvo (EV)	40	40	89	298	651	439	433	427	419
P/E (oik.)	35,2	20,7	27,1	58,4	87,1	51,0	43,1	35,8	29,9
P/E	35,2	22,0	29,0	59,0	>100	57,6	47,9	39,0	32,1
P/Kassavirta	25,8	21,3	11,0	39,8	neg.	51,4	41,9	35,1	29,2
P/B	11,7	13,6	8,8	19,3	29,5	17,6	15,2	13,0	11,1
P/S	7,2	5,2	8,7	20,1	30,3	18,5	15,7	13,3	11,3
EV/Liikevaihto	6,8	5,0	7,8	19,1	29,7	17,7	14,9	12,4	10,4
EV/EBITDA (oik.)	21,2	15,3	18,5	41,7	65,4	38,0	32,3	26,7	21,9
EV/EBIT (oik.)	26,7	16,1	20,7	44,7	68,2	39,4	33,1	27,0	22,1
Osinko/tulos (%)	82,7 %	67,2 %	71,4 %	66,5 %	66,9 %	68,3 %	69,6 %	69,4 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,1 %	2,3 %	1,1 %	0,7 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	2,2 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

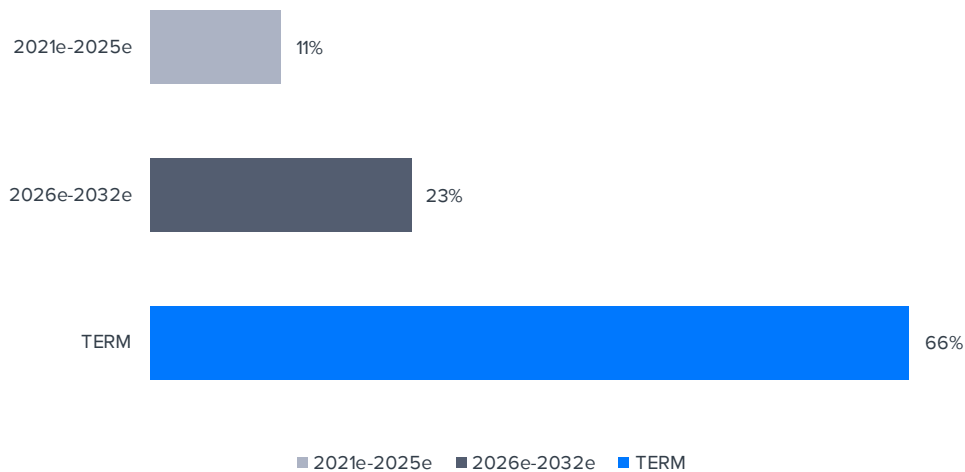
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevoitto	8,6	10,1	12,0	14,7	17,9	21,3	25,4	28,7	32,1	35,5	39,0	42,6	43,7	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2	0,9	0,8	
- Maksetut verot	-1,9	-2,2	-2,5	-3,0	-3,7	-4,3	-5,1	-5,8	-6,5	-7,2	-7,8	-8,5	-8,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,2	
Operatiivinen kassavirta	8,3	9,9	11,3	13,4	16,0	18,8	22,1	24,6	27,4	30,1	32,9	35,5	35,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,3	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,0	8,9	10,9	13,0	15,6	18,4	21,7	24,2	26,9	29,6	32,4	35,0	35,3	
+/- 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	-2,0	8,9	10,9	13,0	15,6	18,4	21,7	24,2	26,9	29,6	32,4	35,0	35,3	
Diskontattu vapaa kassavirta		8,6	9,9	11,0	12,2	13,4	14,7	15,2	15,8	16,2	16,5	16,5	15,5	322
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		487	479	469	458	446	432	417	402	386	370	354	337	322
Velaton arvo DCF		487												
- Korolliset velat		0,0												
+ Rahavarat		13,8												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		-4,5												
Oman pääoman arvo DCF		497												
Oman pääoman arvo DCF per osake		101												

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,70 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	1,3	10,3	9,8	8,8	8,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,0	10,0	9,5	8,6	7,7
Käyttöomaisuus	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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	18,9	16,1	21,8	27,9	35,1
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	2,5	2,2	3,6	4,2	5,0
Likvidit varat	16,3	13,8	18,2	23,7	30,1
Taseen loppusumma	20,1	26,3	31,6	36,8	43,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	16,3	22,5	26,0	30,1	35,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,7	9,9	13,4	17,5	22,6
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	9,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	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
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,8	3,8	5,7	6,7	7,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,8	3,8	5,7	6,7	7,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	20,1	26,3	31,6	36,8	43,0

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	11,5	15,6	21,9	24,7	29,1	EPS (raportoitu)	0,71	1,09	1,36	1,61	1,94
Käyttökate	4,8	7,2	10,0	11,6	13,4	EPS (oikaistu)	0,76	1,10	1,55	1,82	2,15
Liikevoitto	4,3	6,6	8,6	10,1	12,0	Operat. kassavirta / osake	0,91	1,26	1,70	2,01	2,29
Voitto ennen veroja	4,1	6,6	8,6	10,1	12,0	Vapaa kassavirta / osake	1,98	1,63	-0,40	1,81	2,21
Nettovoitto	3,3	5,3	6,7	7,9	9,5	Omapääoma / osake	2,48	3,37	4,58	5,27	6,11
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,1	-0,9	-1,0	-1,1	Osinko / osake	0,48	0,72	0,91	1,10	1,35
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	13,8	20,1	26,3	31,6	36,8	Liikevaihdon kasvu-%	42 %	37 %	40 %	13 %	18 %
Oma pääoma	11,3	16,3	22,5	26,0	30,1	Käyttökateen kasvu-%	81%	49 %	39 %	16 %	16 %
Liikearvo	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	71%	55 %	43 %	17 %	18 %
Nettovelat	-10,8	-16,3	-13,8	-18,2	-23,7	EPS oik. kasvu-%	60 %	45 %	41%	17 %	18 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	41,9 %	45,7 %	45,4 %	46,7 %	46,0 %
Käyttökate	4,8	7,2	10,0	11,6	13,4	Oik. Liikevoitto-%	37,5 %	42,6 %	43,6 %	45,1 %	45,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	Liikevoitto-%	37,5 %	42,3 %	39,3 %	40,9 %	41,3 %
Operatiivinen kassavirta	4,2	6,1	8,3	9,9	11,3	ROE-%	45,0 %	38,2 %	34,5 %	32,7 %	34,1 %
Investoinnit	-0,1	-0,3	-10,3	-1,0	-0,4	ROI-%	59,4 %	47,8 %	44,4 %	41,7 %	43,0 %
Vapaa kassavirta	9,1	7,9	-2,0	8,9	10,9	Omavaraisuusaste	82,3 %	81,0 %	85,5 %	82,0 %	81,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-95,0 %	-100,0 %	-61,4 %	-70,2 %	-78,8 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	7,8	19,1	29,7	17,7	14,9						
EV/EBITDA (oik.)	18,5	41,7	65,4	38,0	32,3						
EV/EBIT (oik.)	20,7	44,7	68,2	39,4	33,1						
P/E (oik.)	27,1	58,4	87,1	51,0	43,1						
P/B	8,8	19,3	29,5	17,6	15,2						
Osinkotuotto-%	2,3 %	1,1%	0,7 %	1,2 %	1,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 investointipankkiliketoimintaa.

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

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.

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.2.2018	Lisää	11,70 €	10,70 €
9.4.2018	Lisää	13,50 €	12,79 €
3.7.2018	Lisää	15,50 €	14,75 €
9.7.2018	Lisää	16,70 €	15,90 €
6.9.2018	Vähennä	18,00 €	20,59 €
8.10.2018	Vähennä	23,00 €	23,50 €
3.1.2019	Lisää	23,00 €	21,50 €
14.1.2019	Vähennä	25,00 €	25,10 €
21.3.2019	Vähennä	35,00 €	37,00 €
8.4.2019	Vähennä	39,00 €	40,70 €
8.7.2019	Vähennä	44,00 €	45,90 €
7.10.2019	Vähennä	48,00 €	50,20 €
9.1.2020	Vähennä	63,00 €	66,40 €
13.1.2020	Vähennä	68,00 €	67,60 €
11.3.2020	Lisää	78,00 €	73,80 €
13.4.2020	Vähennä	75,00 €	73,00 €
19.5.2020	Lisää	83,00 €	79,40 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**