

Admicom

Laaja raportti

17.3.2023 07:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Arvonluontia rakennusala digitalisoimalla

Toistamme Admicomin osta-suosituksen ja 52,0 euron tavoitehinnan. Yhtiöllä on takanaan jo erittäin vahva kannattavan kasvun vuosikymmen Suomessa ja päivitetystä strategiassa seuraavaa kasvuloikkaa haetaan Euroopan rakennusala digitalisoimalla. Osakkeen arvostus näyttää jo selvästi yhtiön tavoitteita varovaisemmillä ennusteillamme maltilliselta Admicomin kiinnostavaan sijoitusprofiiliin peilattuna ja pitkällä aikavälillä potentiaalia on myös selvästi parempaan. Isoin kysymysmerkki tavoitteiden suhteen on vielä kansainvälistymisessä onnistuminen, mutta myös Suomessa riittää vielä paljon kasvumahdollisuuksia.

Rakennusalan pk-yritysten laaja-alainen SaaS-ohjelmistotoimittaja

Admicomin ratkaisutarjooman ytimessä on erityisesti pk-yrityksille kehitetty Adminet-toiminnanohjausjärjestelmä ja sitä täydentävät tilitoimistopalvelut. Asiakastarpeen mukaan skaalautuvana SaaS-ohjelmistona tarjottavan ratkaisun ydinajatus perustuu pitkälle vietyyn automaatioon sekä rakennusalan erityispiirteet huomioivaan kokonaisratkaisuun. Yhtiön viime vuosina tekemät yrityskaupat (Tocoman, Aitio Finland, Hillava, Planman ja Kotopro) ovat laajentaneet tarjoamaa muun muassa kustannuslaskennan, projektinhallinnan sekä dokumentoinnin alueilla. Samalla laajentunut asiakaskunta (2022: >3000, +50 %) tarjoaa paljon lisä- ja ristiinmyyntipotentiaalia tulevina vuosina.

Kiinnostava sijoitusprofiili ja suuri markkinapotentiaali

Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyy vahva kasvu, erinomainen kannattavuus ja kassavirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus, skaalautuvuus ja ennustettavuus. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 32 % vuosina 2015-2022 ja EBITA-marginaali oli viime vuonna 43 %. Admicomilla on selkeitä kilpailuetuja tiukan toimialafokuksen, ohjelmistotarjooman laaja-alaisuuden, pitkälle viedyn automaation sekä skaalautuvuuden ansiosta. Yhtiön nykyiset kohdemarkkinat Suomessa (323 MEUR) tarjoavat jo runsaasti kasvupotentiaalia niin orgaanisesti kuin yritysostoin, jonka lisäksi kansainvälisellä laajentumisella markkinapotentiaali on mahdollista moninkertaistaa. Rakennusalan digitalisaation aste on edelleen selvästi muita toimialoja jäljessä ja tulevina vuosikymmeninä toimialan digitalisoituminen tulee tarjoamaan valtavasti kasvumahdollisuuksia tämän parissa työskenteleville yrityksille.

Lisättyjen kasvupanostusten pitäisi näkyä kiihtyvänä kasvuna vuodesta 2025 eteenpäin

Pidämme Admicomin erikoistumista rakennusalan ohjelmistoihin järkevänä, sillä selkeä toimialafokus tuo synergioita niin asiakaskokemuksen, tuotekehityksen kuin myynnin ja markkinoinnin näkökulmasta. Panostukset näille alueille painavat yhtiön kannattavuutta lähivuosina, mutta onnistuessaan mahdollistavat kiihtyvän kasvun ja jälleen asteittain paranevan kannattavuuden keskipitkällä aikavälillä. Kasvun osalta Admicomin tavoitteita varovaisemmillä ennusteillamme odotamme lähivuosilta 5-6 %:n liikevaihdon kasvua ja kasvun kiihtyvän 10 %:iin 2025-2026. EBITA-marginaalin (2023e: 37 %) ennustamme paranevan 41 %:iin vuoteen 2026 mennessä. Tämä tarkoittaisi oikaistun EPS:n laskevan tänä vuonna 10 % ja keskimäärin noin 12 %:n tuloskasvua vuosina 2024-2026.

Arvostus on houkutteleva pitkän aikavälin kasvupotentiaaliin peilattuna

Ennusteillamme Admicomin vuosien 2023-2024 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 15x, jotka asettuvat yhtiölle arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (15x-20x) alalaidalle. Arvostuskertoimet painuvat kuitenkin nopeasti houkuttelevalle tasolle (2025-2026e EV/EBIT 13x-11x), mikäli Admicomin kasvuvauhti lähtee jälleen piristymään edes ennusteidemme mukaisesti. Yhtiön tavoittelemalla kasvuvauhdilla arvostus olisi vielä selvästi matalampi heijastellen yhtiössä piilevää pitkän aikavälin potentiaalia. Uskomme fragmentoituneen kohdemarkkinan tarjoavan myös hyviä mahdollisuuksia arvoa luoville yritysjärjestelyille, mikä antaa tukea pitkän aikavälin tuotto-odotukselle.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

52,00 EUR

(aik. 52,00 EUR)

Osakekurssi:

42,35



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	31,6	33,3	35,4	39,0
kasvu-%	27 %	5 %	6 %	10 %
EBIT oik.	13,7	12,4	13,6	15,3
EBIT-% oik.	43,4 %	37,3 %	38,3 %	39,1 %
Nettotulos	8,0	6,9	7,8	9,1
EPS (oik.)	2,19	1,98	2,15	2,42
P/E (oik.)	21,3	21,4	19,7	17,5
P/B	7,9	7,1	6,7	6,2
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,8 %	3,1 %	3,2 %
EV/EBIT (oik.)	16,7	16,6	14,8	12,8
EV/EBITDA	16,3	16,4	14,6	12,7
EV/Liikevaihto	7,3	6,2	5,7	5,0

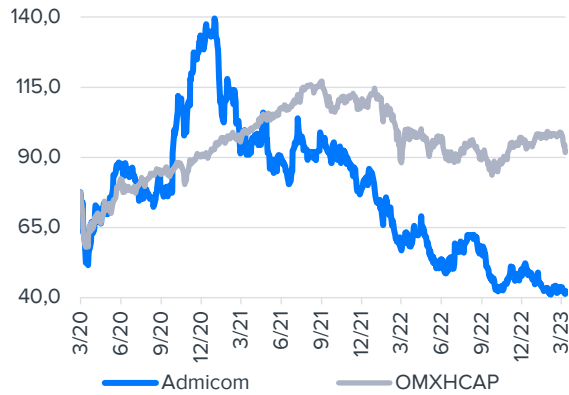
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

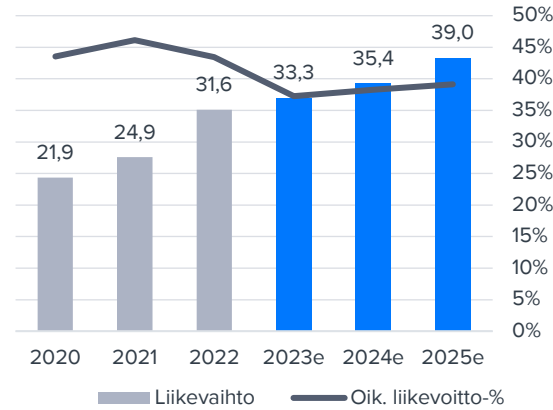
Vertailukelpoinen toistuvien tuottojen liikevaihto kasvaa orgaanisesti 8-15 % (2022: 28,0 MEUR) ja EBITA on 35-40 % liikevaihdosta.

Osakekurssi



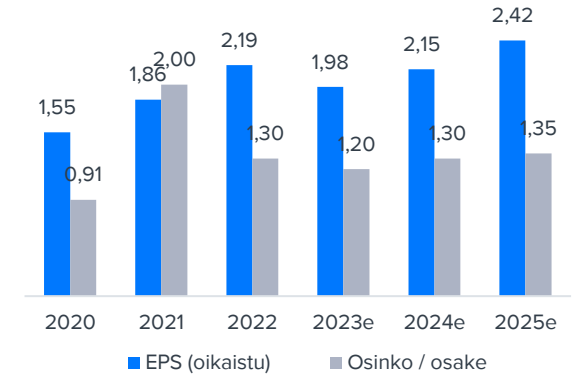
Lähde: Millistream Market Data AB

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	42,4	42,4	42,4
Osakemäärä, milj. kpl	4,99	4,99	4,99
Markkina-arvo	211	211	211
Yritysarvo (EV)	205	201	195
P/E (oik.)	21,4	19,7	17,5
P/E	30,5	27,2	23,2
P/Kassavirta	21,1	19,1	17,4
P/B	7,1	6,7	6,2
P/S	6,3	6,0	5,4
EV/Liikevaihto	6,2	5,7	5,0
EV/EBITDA (oik.)	16,4	14,6	12,7
EV/EBIT (oik.)	16,6	14,8	12,8
Osinko/tulos (%)	86,4 %	83,5 %	73,8 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Markkinat	15-17
Kilpailukenttä	18-20
Strategia	21-25
Taloudellinen tilanne	26-28
Ennusteet	29-31
Sijoitusprofiili	32-33
Arvonmääritys	34-37
Taulukot	38-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Admicom lyhyesti

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

2004

Perustamisvuosi

2018

Listautuminen

31,6 MEUR (+27 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

+32 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2015-2022

14,1 MEUR (44,6 % lv:sta)

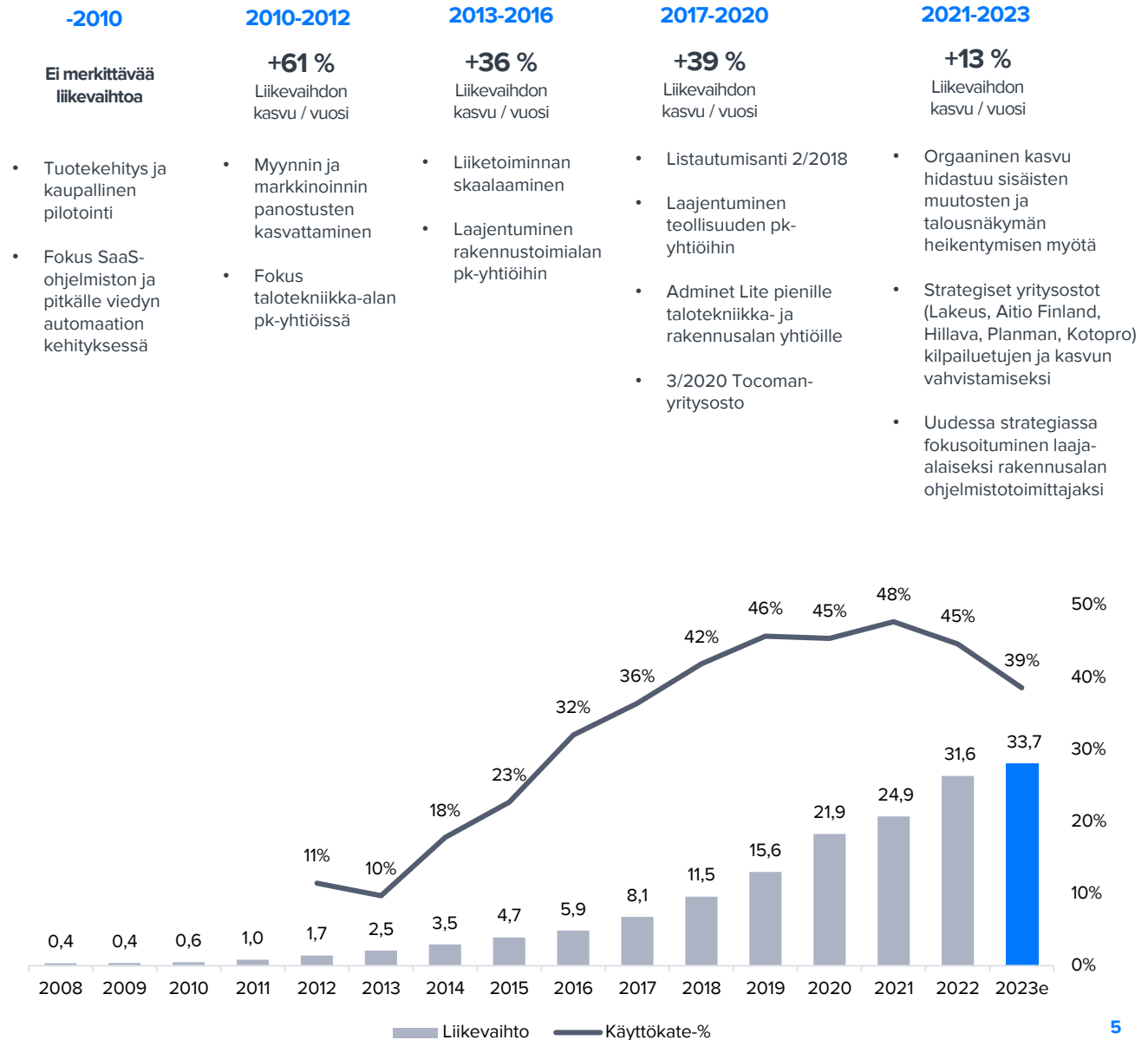
Käyttökate 2022

241

Henkilöstö 2022 lopussa

90 %

Toistuvan kuukausilaskutuksen osuus liikevaihdosta 2022



Lähde: Admicom / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Admicomin tausta ja historia

Admicom on vuonna 2004 perustettu SaaS-mallilla toimiva rakennusalan laaja-alainen ohjelmistotoimittaja. Yhtiön Adminet-toiminnanohjausjärjestelmän alkuperäinen kehittäjätiimi rakensi menestyksekkään aiemman sukupolven ERP-ohjelmiston (Liinos), joka myytiin Vismalle vuonna 2002. Vuonna 2004 tiimi lähti rakentamaan uuden sukupolven ratkaisua, joka rakennettiin alusta lähtien skaalautuvaksi pilvipalveluksi. Tämä oli ratkaiseva strateginen valinta, sillä pilviohjelmistojen suosio on nyt 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 kaupallistamiseen, joka aloitettiin talotekniikan pk-yritysten erityistarpeisiin suunnatulla ratkaisulla. Admicom alkoi nopeasti voittamaan markkinaosuuksia edeltävän sukupolven ohjelmistoilta ja sekalaisista ohjelmistoista koostuneilta ratkaisuilta. Vuonna 2013 Admicom laajeni talotekniikasta rakentamisen segmenttiin ja vuonna 2017 edelleen teollisuuden ratkaisuihin.

Vuoden 2018 listautumisen jälkeen Admicomin kasvu on jatkunut vauhdilla ja yhtiö on saavuttanut ydinkohderyhmässään jo vahvan markkina-aseman. Yhtiön viime vuosina tekemät, rakentamisen toimialalle painottuneet yrityskaupat

(Tocoman, Aitio Finland, Hillava, Planman ja Kotopro) ovat samalla laajentaneet yhtiön tuotetarjoomaa ja tarjoavat tulevina vuosina hyviä lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia. Vuonna 2023 uudistetun strategian myötä Admicom fokusoituukin erityisesti rakennusalan ohjelmistotoimittajaksi. Yhtiön teollisuusliiketoiminnan (2022: 7 % lvs:ta) divestoiselle tutkitaan parhaillaan vaihtoehtoja.

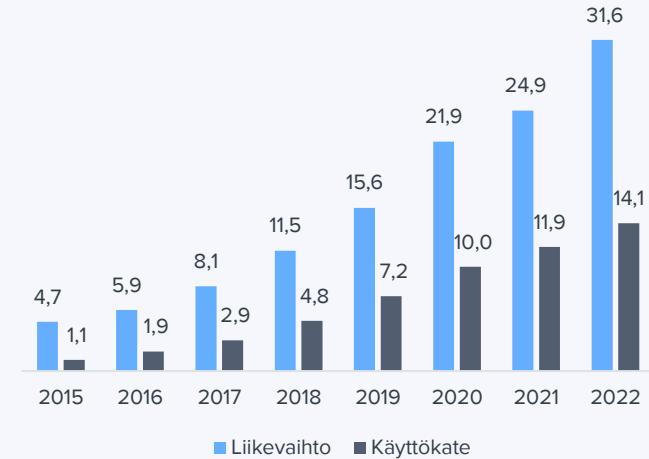
Admicom tänään

Admicom on onnistunut erinomaisesti ohjelmistonsa kaupallistamisessa, mistä kertoo keskimäärin 32 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu 2015-2022. Samalla Admicom on saavuttanut voimakkaan skaalautumisen vaiheen, minkä ansiosta yhtiön kannattavuus on noussut erinomaiselle tasolle. Vuonna 2022 Admicomin liikevaihto kasvoi 27 % 31,6 MEUR:oon ja käyttökatemarginaali oli 44,6 %.

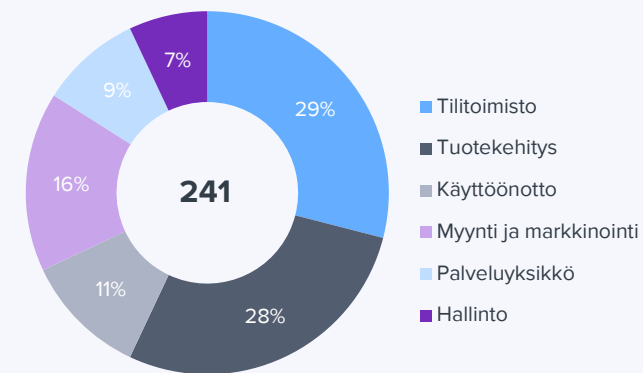
Admicomin ydinkohderyhmää ovat talotekniikan ja rakentamisen toimialojen pk-yritykset (liikevaihto 1-5 MEUR). Tässä kohderyhmässä on muodostunut selkeä tarve kokonaisvaltaisille toiminnanohjauksen ratkaisuille, eikä ohjelmistolta edellytetä pitkälle vietyä räätälöitävyyttä. Näin kohderyhmälle voidaan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

Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja yhtiö työllisti vuoden 2022 lopussa 241 henkilöä. Uusiasiakashankinnan ja erityisesti yritysostojen myötä yhtiön asiakasmäärä (>3000, +50 %) kasvoi viime vuonna myös vahvasti.

Liikevaihto ja käyttökatte (MEUR)



Henkilöstön jakauma 2022 lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Tuotetarjooma ja liiketoimintaidea

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

Pilvipalveluna Adminet mahdollistaa perinteisiä ohjelmistoratkaisuja nopeamman ja kustannustehokkaamman käyttöönoton ja ylläpidon, jatkuvan ajantasaisuuden sekä paikkariippumattomuuden. Ominaisuuksiltaan Adminet on hyvin kattavaa kokonaisratkaisu, josta asiakas saa kaikki toiminnanohjauksen sovellukset ilman, että useita järjestelmiä tarvitsee integroida tai tietoja siirrellä järjestelmistä toiseen. Admicomin mukaan se pystyy korvaamaan parhaimmillaan jopa kymmeniä erillisjärjestelmiä asiakkaalta.

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

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

kasvaa ja virheiden määrä vähenee.

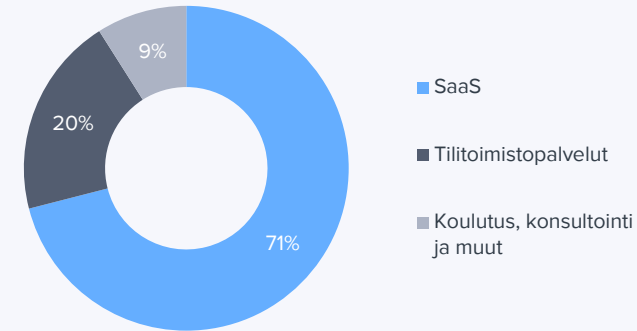
Adminetin sisältämiä toiminnallisuuksia ovat muun muassa tarjouslaskenta, tuotannonohjaus, projektinhallinta, kuluvalvonta, raportointi, tuotetiedon hallinta, kirjanpito, laskutus, projektilaskenta, dokumentinhallinta ja palkkahallinto. Ohjelmisto sisältää myös valmiit integraatiot pankkiyhteyksiin,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

Viime vuosina Admicom on alkanut yritysostojen myötä laajentua puhtaasta ERP-toimittajasta laaja-alaisemmaksi ohjelmistoyhtiöksi. Tocomanin (2020) oston myötä yhtiön tarjooma laajeni kustannuslaskennan, tietomallintamisen ja aikatauluttamisen alueilla. Vuonna 2022 Tocomanin ratkaisua vahvistettiin aikataulunhallintaan erikoistuneen PlanManin ostolla.

Vuoden 2021 lopussa hankittu Hillava on puolestaan SaaS-pohjainen liikkuvan huolto- ja asennustyön tehtävienhallintaan tarkoitettu ohjelmisto. Ratkaisu on Adminetia kevyempi vaihtoehto pienen yrityksen toiminnanohjauksen tarpeisiin, mikä on joillekin yrityksille riittävä vaihtoehto.

Kesäkuussa 2022 hankittu Kotopro on vahvasti kasvava selainpohjainen dokumentointi- ja tiedonhallintaohjelmisto. Ohjelmistolla voi tehdä kattavan dokumentoinnin tai raportit, todistukset ja muut tärkeät havainnot suoraan työmaalta, mikä luo tehokkuutta ja mahdollistaa reaaliaikaisen näkyvyyden projekteihin. Kotopron ARR-liikevaihto oli 2022 lopussa 2,4 MEUR (kasvu +20 %).

Liikevaihdon jakauma 2022



Liikevaihtotyypit

SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalveluiden tuotot

Tilitoimistopalvelut

Ydintuotetta tukevat tilitoimistopalvelut, pääosin jatkuvalaskutteista

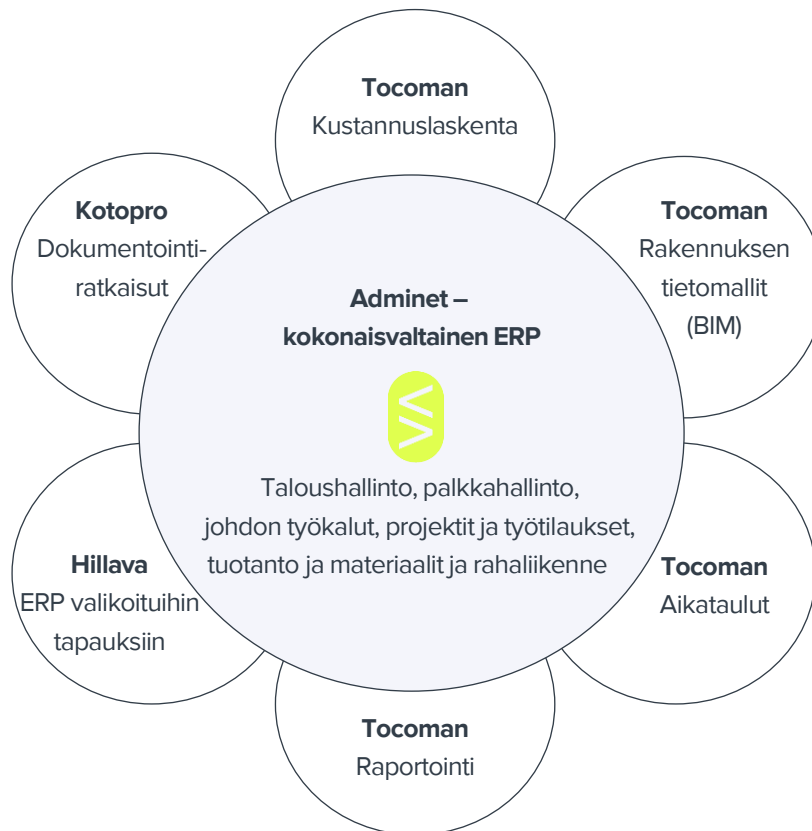
Koulutus- ja konsultointipalvelut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönottokonsultointi ja koulutus

Muut

Laitetoimitukset ja -asennukset, läpilaskutettu sanomaliikenne.

Admicomin ohjelmistoratkaisujen kuvaus



Adminet

- Kaikki pk-yrityksen tarvitsemat järjestelmät koottuna yhteen
- Automatiikka vähentää manuaalista työtä ja tarjoaa reaaliaikaista seurantatietoa
- Operatiivinen ja kirjanpidollinen raportointi (osatuloutus) täsmäävät automaatiolla jatkuvasti
- Mahdollistaa täysin paperittoman hallinnon

KOTOPRO

- Kotopron ohjelmistolla voi tehdä kattavan dokumentoinnin tai raportit, todistukset ja muut tärkeät havainnot suoraan työmaalta
- Luo tehokkuutta liiketoimintaan ja mahdollistaa reaaliaikaisen näkyvyyden projekteihin
- Ratkaisun helppokäyttöisyyteen ja käytön aloittamiseen on panostettu merkittävästi

TOCOMAN

- 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

HILLAVA

- Eryisesti liikkuvan huolto- ja asennustyön tehtävienhallintaan tarkoitettu ERP
- Integroitavissa ulkopuolisiin järjestelmiin, kuten taloushallinto-ohjelmistoihin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Admicom on perustaltaan puhdas tuote-yhtiö, mutta ratkaisuun liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Yhtiö tarjoaa esimerkiksi ohjelmiston käyttöönottoprojektin ja koulutuksen palveluna, sillä ohjelmiston hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Koulutus- ja konsultointipalveluiden osuus liikevaihdosta oli noin 9 % vuonna 2022. Normaali asiakastuki tarjotaan osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja.

Admicom tarjoaa asiakkailleen myös tilitoimistopalvelua (2022: 20 % 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 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 yhtiön tilitoimistopalveluita. Käsitksemme mukaan uusista asiakkaista noin puolet ottaa

käyttöön myös tilitoimistopalvelut.

Admicom vahvisti tilitoimistopalvelujensa resursseja heinäkuussa 2021 ostamalla seinäjokelaisen, 11 henkilöä työllistäneen Lakeus Tilitoimisto Oy:n liiketoiminnan (liikevaihto 0,64 MEUR, EBITDA 28 %). Joulukuussa 2022 Lakeuden osalta tehtiin strateginen muutos, jonka myötä yhtiö keskittyy palvelemaan pelkästään Adminetiä käyttäviä asiakkaita. Tällä on lyhyellä aikavälillä lievä Admicomin kasvua hidastava vaikutus, mutta keskipitkällä aikavälillä tuo lisää tehokkuutta yhtiön ennestään tehokkaisiin tilitoimistopalveluihin (2022: liikevaihto/työntekijä >90 TEUR).

Kohderyhmät

Admicom on fokusoitunut palveluillaan asiakaskokoluokkaan ja -profiliin, 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.

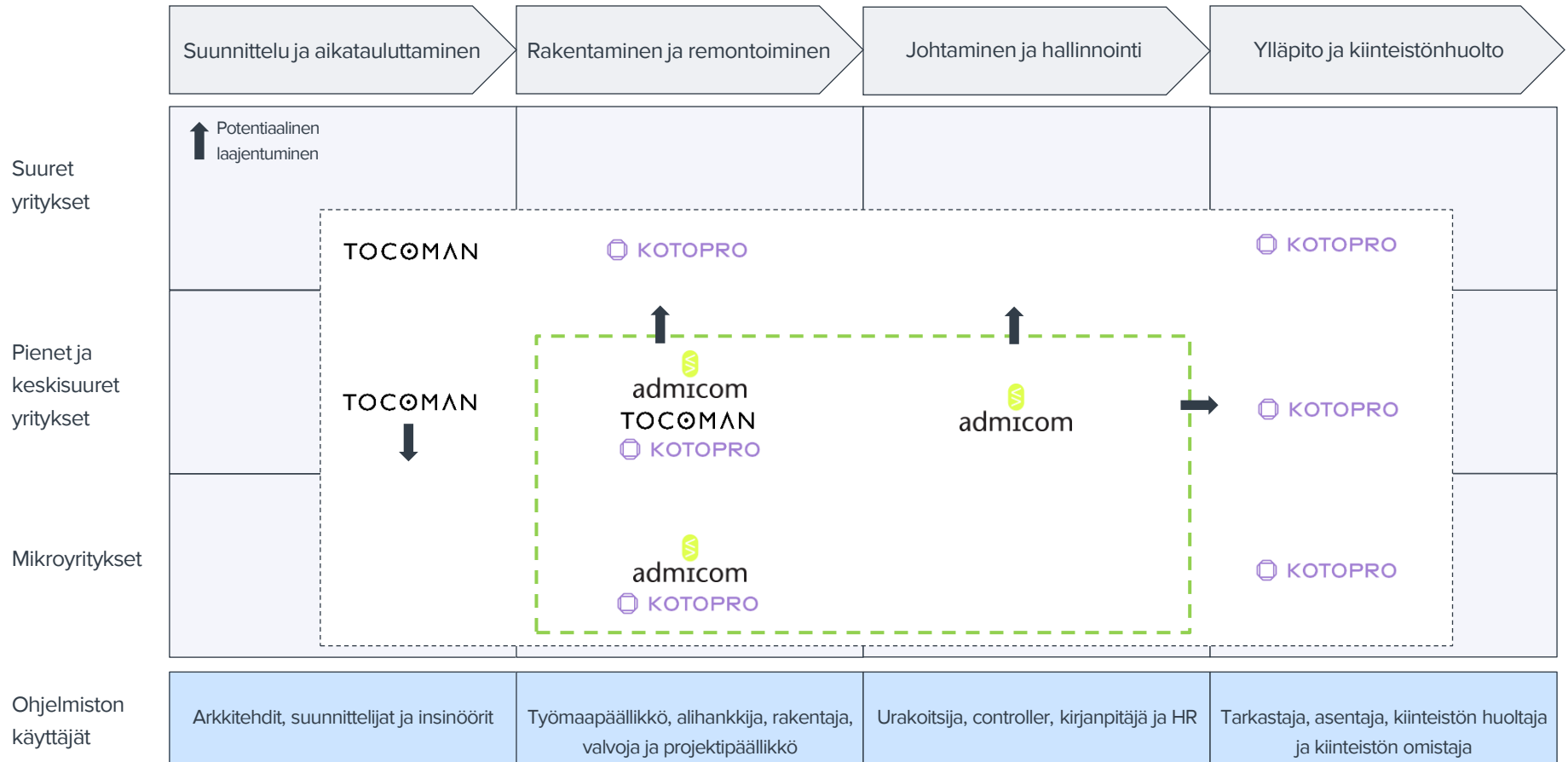
Suuryhtiöt (yli 50 MEUR liikevaihto) eivät ole perinteisesti olleet Admicomin pääfokuksessa, sillä ne edellyttävät ohjelmistoilta useimmiten mittavaa räätälöintiä ja integraatioita. Yhtiöllä on kuitenkin joitain asiakkaita 25-75 MEUR:n

kokoluokassa ja kiinnostus suuryhtiöiden puolelta Adminetiä kohtaan on viime vuosina kasvanut. Tocomanin ja Kotopron ohjelmistoratkaisut ovat sen sijaan käytössä myös suuremmissa yrityksissä. Admicomilta löytyy myös alle 1 MEUR:n liikevaihdon yrityksille suunnattu kevennetty ratkaisu (Adminet Lite).

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

Admicom on perinteisesti keskittynyt liiketoiminnassaan vain Suomen markkinaan, sillä Adminetin vahvuus on ollut kotimarkkinan erityispiirteet huomioiva kokonaisuus. Uudessa strategiassa ja uusien ohjelmistoratkaisujen (esim. Kotopro) myötä kansainvälistyminen on entistä suuremmissa roolissa yhtiön kasvutavoitteita. Kotoprolla on jo myös jonkin verran kansainvälisiä asiakkaita. Käsittelemme Admicomin kansainvälistymisen vaihtoehtoja tarkemmin strategia-kappaleessa.

Admicomin ohjelmistoratkaisujen asemoituminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Adminet 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. Kotopron myötä yhtiöllä on mahdollisuus kehittää myös tuotevetoista myyntiä (product-led-growth), jossa tuotetta on esimerkiksi mahdollisuus testata jonkin aikaa ilmaiseksi ennen varsinaista ostopäätöstä. Myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli vuonna 2022 noin 16 % henkilöstöstä.

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

Tuotekehitys

Tuotekehityksessä työskenteli viime vuonna noin

28 % Admicomin henkilöstöstä. Adminet 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. Yksi keskeinen fokusalue on myös tehtyjen yritysostojen vahvempi integraatio Adminetiin.

Admicom teki vuoden 2021 lopussa merkittävän investoinnin tuotekehitykseen, kun yhtiö hankki Aitio Finland -yritysostolla yli 20 ohjelmistoalan kehittäjää ja asiantuntijaa. Näitä aiemmin ulkoista laskutusta tehneitä tekijöitä on tämän jälkeen siirretty asteittain yhtiön sisäisiin hankkeisiin, mikä laskee Aitio Finlandista tulleen liikevaihdon (2021: n. 2,0 MEUR; 2022: 1,3 MEUR) asteittain kohti nollaa. Järjestelyssä saatu teknologia- ja integraatio-osaaminen avaa Admicomille uusia mahdollisuuksia uusien tuotteiden kehittämisen, tulevien yritysjärjestelyjen, kumppanuuksien kehittämisen ja ekosysteemin laajentamisen osalta. Kaiken kaikkiaan Admicomilla on nyt vahvat tuotekehitysresurssit viedä ratkaisujaan eteenpäin. Samalla yhtiön on tärkeää pyrkiä jatkuvasti tehostamaan tuotekehitysprosessejaan.

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdosta 71 % (2022) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan

keskimääräinen Adminet-asiakas tuottaa yhtiölle noin 1-2 tuhatta euroa SaaS-tuloja kuukaudessa, mikä on varsin korkea summa suhteessa esimerkiksi pelkkään kirjanpito-ohjelmistoon nähden. Asiakkaan kustannusta vastaan saamaa arvoa voidaan peilata siihen, että ohjelmiston avulla keskimääräinen asiakas säästää yhden henkilötyövuoden hallintotyöstä, jonka vuosikustannus olisi moninkertainen.

Admicomilla ei ole pitkiä monivuotisia sopimuksia, mutta asiakaspoistumaa rajoittaa se, että ERP on asiakkaalle liiketoimintakriittinen järjestelmä. Admicom on vahvasti kiinni asiakkaan ydinprosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen on hyvin työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä rakennusosalalle tyypillisten konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta. Vuonna 2022 jatkuvan liikevaihdon bruttoasiakaspoistuma oli 7,7 % ja nettoasiakaspoistuma 2,5 %.

Admicom ei käytä Adminetin osalta transaktiopohjaista hinnoittelua, vaan pyrkii asiakkaalle mahdollisimman selkeään, yhteen kuukausimaksuun perustuvaan hinnoitteluun. Kuukausihinta tarkistetaan asiakkaan käyttäjämääriin kuukausittain ja liikevaihtoon vuosittain. Tasauslasku voi siis olla kasvavassa yrityksessä ylöspäin ja laskevassa alaspäin, perustuen asiakkaan vuosisopimukseen. Kokonaisuutta myydään asiakaslähtöisesti, eli kullekin asiakkaalle rakennetaan omat tarpeet kattava ohjelmistokokonaisuus valmiista moduuleista. Tocomanin ja Kotopron ratkaisujen osalta hinnoittelumalli on puolestaan sidottu käyttäjien määrään.

Kumppanit



Pankkiyhteyst



Verkkolaskuyhteyst



Tuote- ja hintatiedot
materiaalitoimittajilta



Viranomaisyhteyst



Web service -
rajapinnat

Toiminnot

Tuotekehitys
(n. 28 % *)



Palvelut & koulutus
(n. 49 % *)



Myynti ja markkinointi
(n. 16 % *)



Hallinto
(n. 7 % *)



* Osuus Admicomin
henkilöstöstä 2022 lopussa

Liiketoimintaidea

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



- Kokonaisvaltainen ohjelmisto- ja palvelutarjooma rakentamisen toimialan tarpeisiin
- Pilvipohjainen ohjelmisto (SaaS)
- Automatisoi manuaaliset prosessit
- Reaaliaikainen näkyvyys tuloksen, projektien ja kassavirtojen kehitykseen, sekä nopea raportointi

Myyntikanavat



Uusiasiakashankinta
(oma myynti)



Laajennukset olemassa
olevaan asiakaskuntaan

Esimerkkejä kilpailijoista / toimialan yhtiöistä



Asiakassegmentit



Talotekniikka



Rakentaminen

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

Ratkaisut



TOCOMAN



Adminet tuki- ja koulutuspalvelut

Admicom tilitoimistopalvelut

Kustannusrakenne (2022)

241 hiö (2022)



Henkilöstökulut
(39 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(5 %)



Liiketoiminnan
muut kulut
(12 %)



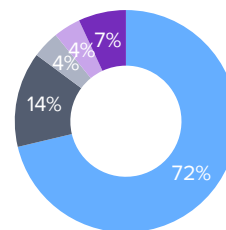
Poistot
(6 %)

Lähde: Inderes, Admicom

Tulovirrat (2022)

Liikevaihto 31,6 m€
EBITDA 14,1 m€ (2022)

Liikevaihto liiketoiminnoittain



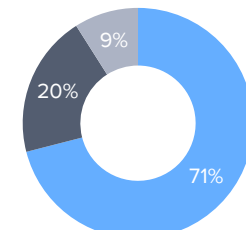
Toiminnanohjaus

Projektinhallinta

Dokumentointi

Ohjelmistokehitys
palvelut

Teollisuus



SaaS

Tilitoimistopalvelut

Koulutus,
konsultointi ja muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Palvelutuotot

Admicomin palvelutuotot perustuvat koulutus- ja projektikonsultointiin sekä tilitoimistopalveluihin. Arviomme mukaan yhtiön pääosin jatkuvaluonteiset tilitoimistopalvelut ovat yhtiölle hyvin kannattavaa liiketoimintaa, kun taas projektimyynnillä yhtiö ei tavoittele korkeita katteita.

Skaalautuvuus ja ennustettavuus

Admicomin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien voimakas monistettavuus, skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Toistuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta oli viime vuonna noin 91 % ja kannattavuus on noussut viime vuosina erinomaiselle tasolle (EBITDA-% ~45 %). Uuden strategian myötä Admicom uhraa tietoisesti kannattavuuttaan rakentaessaan edellytyksiä pitkän aikavälin kasvulle. Yhtiön tekemät yritysostot ja lisätyt kasvupanostukset ovat muuttaneet yhtiön kulurakennetta ja näkyvät erityisesti lähivuosien tuloksessa. Tästä huolimatta yhtiön kannattavuus on edelleen erittäin hyvällä tasolla (2023e EBITDA-%: 38 %). Admicomilla on myös hyvät näytöt yritysostokohteidensa kannattavuusien kohentamisesta. Esimerkiksi Tocoman teki itsenäisenä yhtiönä yksinumeroista käyttökate-%, mutta osana Admicomia sen kannattavuus on noussut jo lähelle konsernin tasoa.

Skaalautuvuuden ajurit

Ensimmäinen Admicomin liiketoiminnan voimakasta skaalautuvuutta tukeva tekijä on se, että Adminetin hinnoittelumalli on sidottu monilta osin asiakkaan liiketoiminnan laajuuteen.

Asiakkaan liikevaihdon ja/tai henkilöstömäärän kasvaessa tai asiakkaan ottaessa käyttöön laajemmin tuotteen ominaisuuksia myös Adminetin käyttömaksut nousevat. Asiakkaan liikevaihto- ja käyttötiedot saadaan suoraan Admicomin järjestelmästä ja tasauslaskutus on automatisoitu. Tasauslaskutus ja asiakkaiden käytön laajentuminen on historiassa tuonut merkittävän lisän Admicomin liikevaihtoon (noin +3 %-yks.), kun yhtiön asiakastoimialojen kasvu on ollut voimakasta ja asiakkaiden liikevaihto kasvanut toimialan keskimääristä kehitystä nopeammin. Vuonna 2022 tasauslaskutuksen vaikutus kasvuun oli 2,5 %-yksikköä. Pitkällä aikavälillä arviomme tasauslaskutuksen vaikutuksen kasvuun olevan lievästi positiivinen.

Admicomin materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina hyvin matalalla, noin 3-6 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (bruttokate 94-97 %), 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 (2022: 39 % liikevaihdosta). Admicomin henkilöstökulut (+28 %) ovat kasvaneet keskimäärin vuosina 2017-2022 liikevaihdon kasvua (+32 %) hitaammin. Historiallista henkilöstökulujen skaalautumista selittävät nähdäksemme seuraavat tekijät:

1. Admicomin tuote on kokonaisuutena katsoen ollut melko kypsässä kehitysvaiheessa, eikä t&k-henkilöstön määrää ole tarvinnut

kasvattaa voimakkaasti. Viime vuosien yritysostojen ja t&k-panostusten myötä tilanne on kuitenkin tältä osin muuttunut.

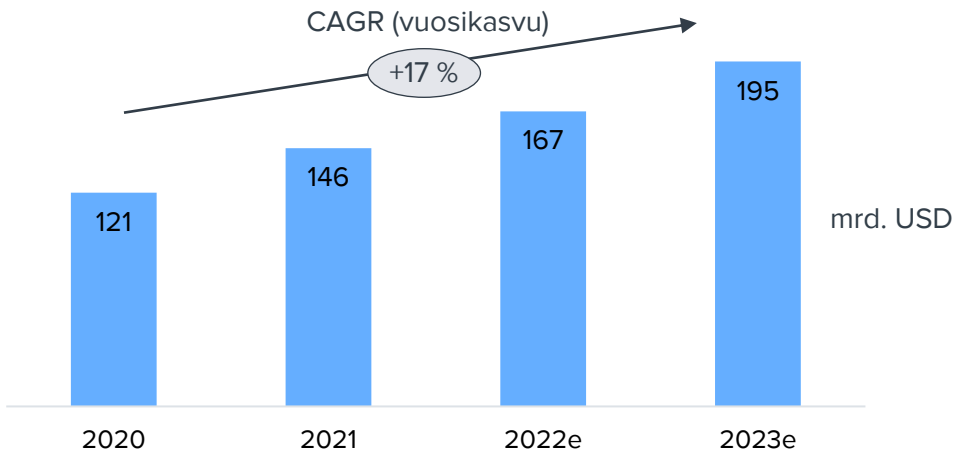
2. Yhtiön myyntiprosessi on pitkälle standardoitu ja tuotteistettu, joten uusien myyjien sisäänajo on melko nopeaa ja henkilöstön saatavuus on ollut kohtuullisen hyvä
3. Tilitoimistopalvelujen tuotantoa on pystytty jatkuvasti tehostamaan automaation avulla
4. Yhtiön hallintorakenne ja järjestelmät ovat 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 skaalautumispotentiaalia, mitä myös Admicomin historiallinen suoritus ja pitkän aikavälin kannattavuustavoitteet ennakoivat.

Admicomin liiketoiminnan muut kulut ovat olleet viime vuosina melko vakaita suhteessa liikevaihtoon (noin 11-13 %), emmekä näe niissä merkittävää skaalautumispotentiaalia nykytasolta. Kasvu- ja kansainvälistymispanostusten lisääntyessä näemme lähivuosina kuluerässä painavastoin nousupainetta. Admicomin henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat merkittävilta osin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä on selittänyt kulujen historiallisesti maltillista tasoa.

SaaS-mallin suosion ajureita

Globaali SaaS-ohjelmistojen markkina on ollut vahvassa kasvussa



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 asiakkailta	Useita versioita asiakkailta

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

Suomessa edelleen runsaasti kasvutilaa

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

Admicom on arvioinut, että sen ERP-ratkaisujen markkinan koko Suomessa on noin 220 MEUR, josta noin puolet liittyy ohjelmistoihin ja puolet palveluihin. Admicomin markkinaosuus tästä on tällä hetkellä reilut 10 %. Projektinhallinnan sovellusten (Tocoman) markkinan koko on arviolta noin 48 MEUR, josta Admicomin osuus on reilu 9 %. Dokumentointiratkaisujen markkinan yhtiö on arvioinut olevan noin 54 MEUR, jossa Kotopron markkinaosuus on reilu 4 %.

Kokonaisuudessaan Admicomin kohdemarkkinat ovat Suomessa noin 323 MEUR, josta yhtiön markkinaosuus on noin 9,3 %. Siten markkinan koon puolesta yhtiöllä on vielä huomattavasti kasvutilaa myös Suomessa.

Kansainvälistymällä kohdemarkkinoiden koko on mahdollista moninkertaistaa

Päivitettyssä strategiassaan Admicom on lähdössä hakemaan kasvua myös ulkomailta, jonka osalta maat ja toteutustapa ovat vielä suunnitteluvaiheessa. Pääomamarkkinapäivän yhteydessä yhtiö antoi esimerkkejä mahdollisten uusien kohdemarkkinoiden kokoluokista. Suomen kanssa suunnilleen saman kokoisia ovat muun muassa Tanska, Norja, Tsekki ja Itävalta. Ruotsin ja Alankomaiden markkinan Admicom arvioi olevan noin kaksinkertainen Suomeen nähden. Euroopan suurten talouksien, kuten Saksan, Espanjan ja

Ranskan, yhtiö arvioi olevan noin 3-10x suurempia Suomen markkinaan nähden.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

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

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

Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokehityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin on siis kasvussa. Vuonna 2020 tehdystä Suomen 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. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2021 vasta 38 %:lla suomalaisista rakennusyrityksistä oli käytössä ERP-järjestelmä.

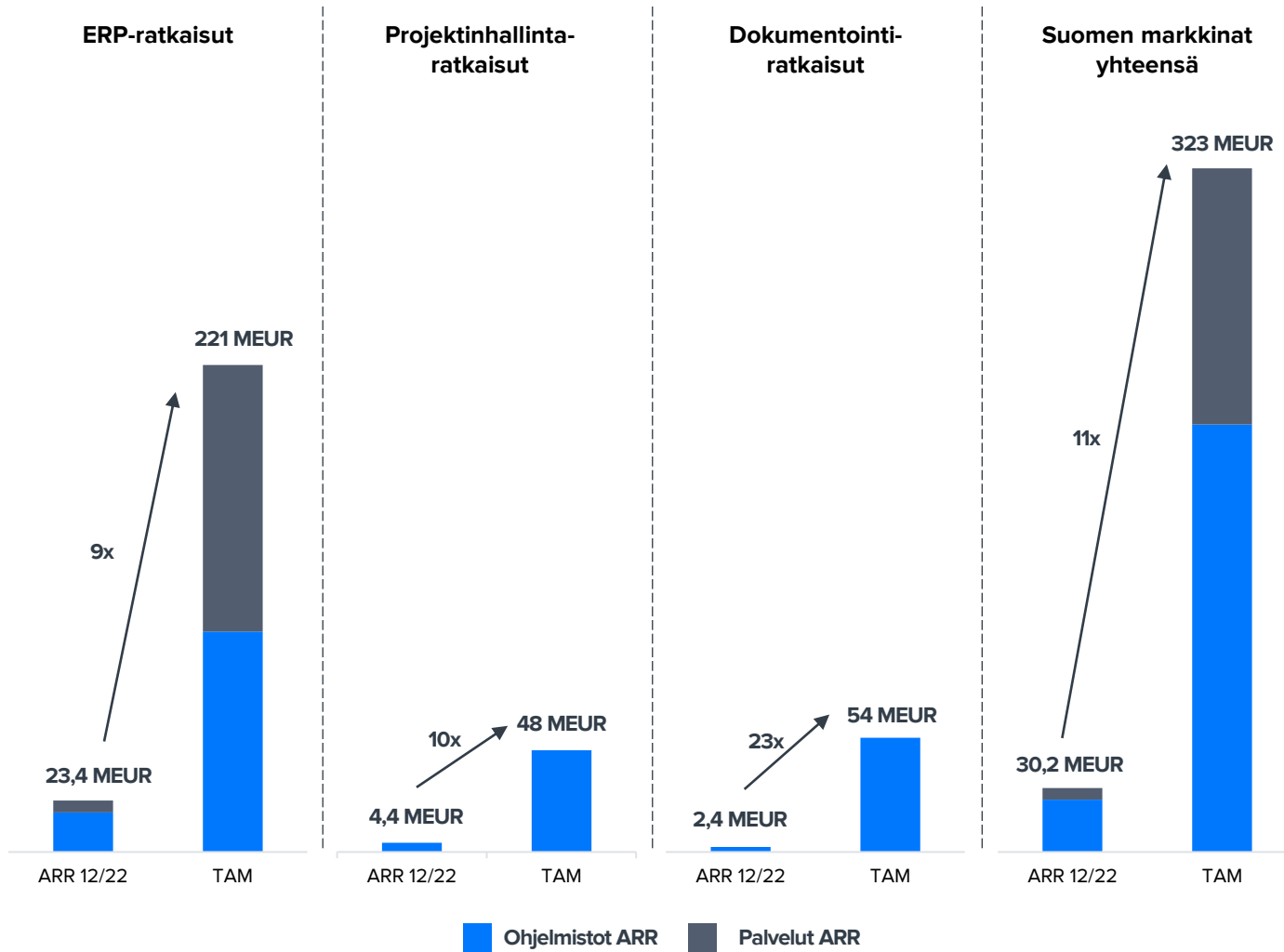
Rakennusalan yhtiöillä on myös edelleen käytössä vanhan sukupolven ohjelmistoja ja siirtymä pilvipalveluihin on edelleen joiltakin osin kesken. Admicomin mukaan itse pilvisiirtymä kasvuajurina

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

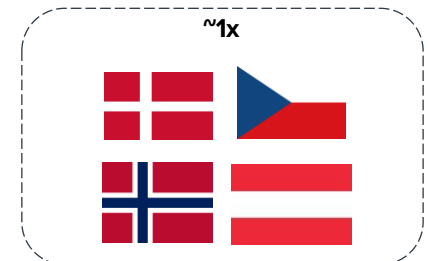
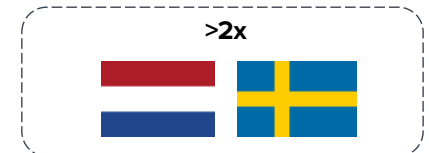
Rakennusalan suhdanneherkkyys riskinä

Rakennusala on huomattavasti keskimääräistä suhdanneherkempi toimiala. Tämä voi arvioimme mukaan vaikuttaa merkittävästi Admicomin kohdemarkkinan ja sitä kautta yhtiön lyhyen aikavälin kasvunäkymiin. Vuonna 2022 rakennusalan näkymät alkoivat jäähtyä ja ainakin vuonna 2023 rakentamisen volyymit näyttäsivät tulevan selvästi alaspäin. Rakentamisen volyymien taittuminen näkyy heikentävästi myös ERP-ohjelmistojen uusmyynnin kysyntänäkymissä ja kasvattaa merkittävästi rakennusalan yhtiöiden luontaista poistumaa (konkurssit, yrityskaupat). Nämä tekijät eivät vielä vuonna 2022 näkyneet kovinkaan voimalla Admicomin luvuissa, mutta tänä vuonna orgaanisen kasvun näkymät ovat melko varovaiset. Uusmyynti ei pysähdy kuitenkaan täysin myöskään taantumassa, jolloin yritysten toimintaa tehostavat ohjelmistot ja työkalut toimivat osaltaan myös myyntivalttina. Rakentamisen toimialalla on paljon taskuja (esim. infra- ja korjausrakentaminen), missä sykliisyys on huomattavasti uudisrakentamista maltillisempaa.

Admicomin kohdemarkkinoiden koko



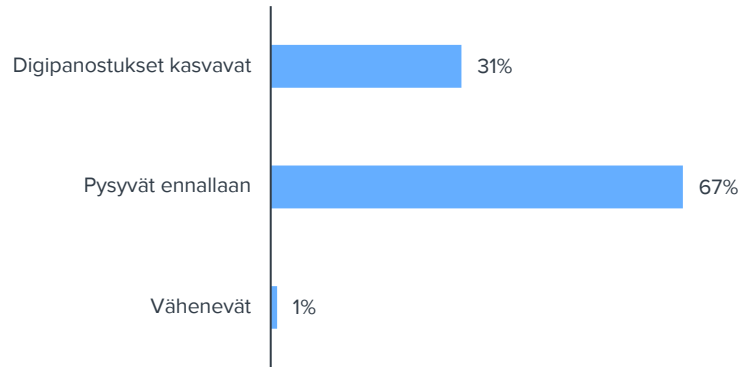
Arvioitu kohdemarkkinoiden koko valikoiduissa Euroopan markkinoissa suhteessa Suomen markkinaan:



Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

Markkinan kasvuajureita

Rakennusteollisuuden digitutkimus (2020)



Rakentamisen luottamusindeksi



Lähde: Rakennusteollisuus, EK, Inderes

Markkinoiden trendit



Kilpailukenttä 1/2

Markkinan kilpailutekijät

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

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

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

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

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

Admicomin kilpailukenttä

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

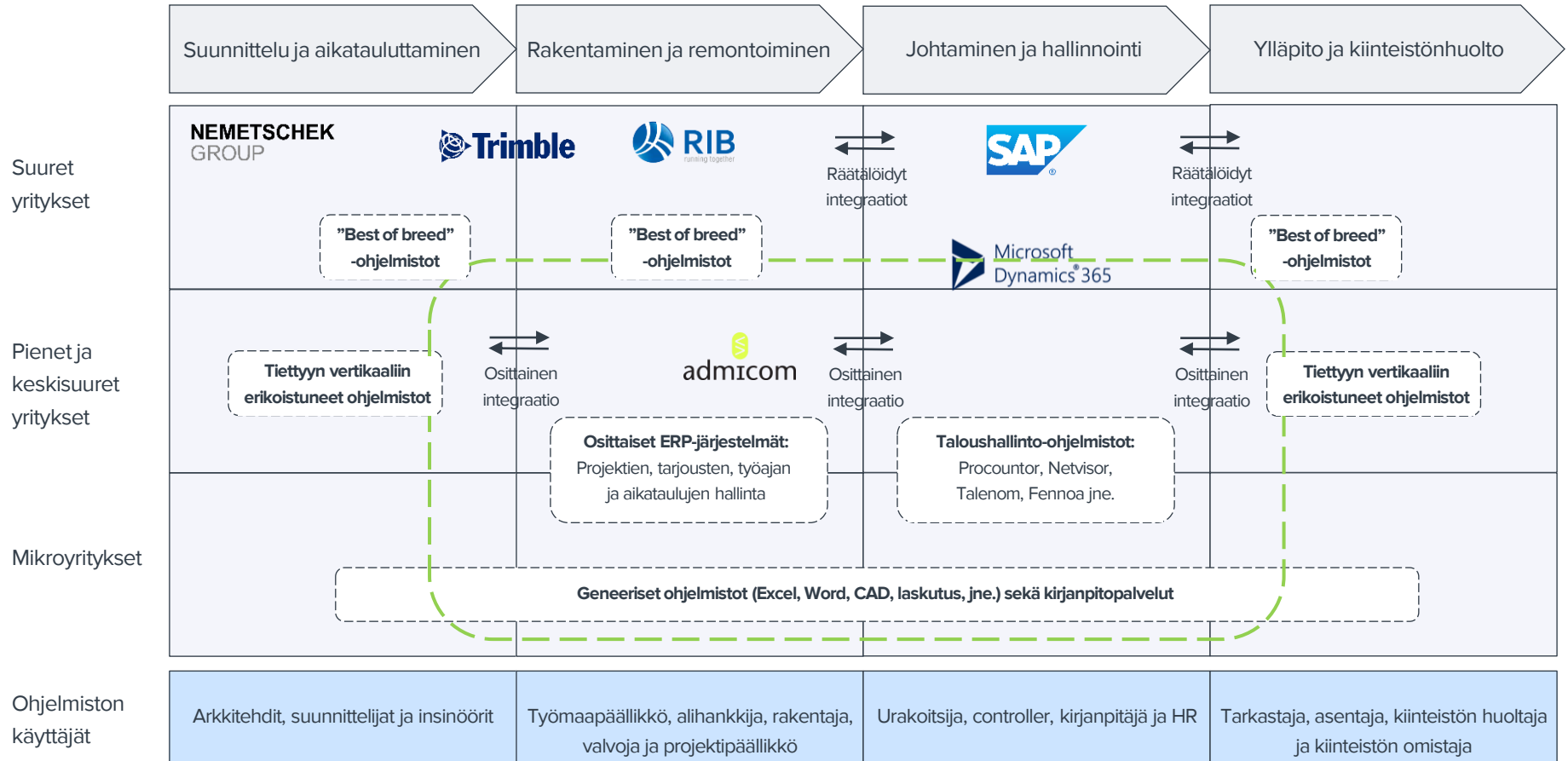
Tilitoimistojen tarjoamat ratkaisut eivät ole yhtiölle suoria kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat aina rinnalle toimialan erityisohjelmia. Osaratkaisuja tarjoavat toimijat eivät myöskään ole vahvoja kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat rinnalleen taloushallintojärjestelmän. Admicomin pääkilpailijoita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

osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja. Suurimmat kilpailijat Suomessa löytyvät Admicomin kanssa samoihin kohderyhmiin panostavista toimijoista, jotka tarjoavat toimialakohtaisia ratkaisuja. Merkittävimmät kilpailijat ovat LVI-alalla Pajadata, sähköalalla Ecom ja rakentamisessa EG Jydacom. Myös Lemonsoft ja Smartcraft ovat varteenotettava kilpailija rakennusalan ERP-ohjelmistoissa. Kansainvälisesti rakennusalan ohjelmistoja tarjoaa lukematon määrä erikokoisia yhtiöitä ja kaiken kaikkiaan toimiala on vielä hyvin fragmentoitunut. Rakennusalan matala digitalisaation aste houkuttelee edelleen paikalle paljon uusia kilpailijoita, ja teknologian kehitys on tietyiltä osin myös laskenut alalle tulon kynnystä.

Admicomin markkina-asema

Suomessa Admicom on markkinajohtaja talotekniikan ydinkohderyhmässään (pk-yritykset), missä yhtiöllä on pisin toimintahistoria. Viime vuosien yritysostojen myötä Admicomin markkina-asema on vahva myös muualla rakentamisessa. Admicomin arvion mukaan yhtiö on Suomen markkinoilla johtava kokonaisvaltaista pilvipalvelupohjaista (SaaS) ohjelmistoratkaisua talotekniikan ja rakentamisen toimialoille tarjoava yhtiö. Admicomin mukaan monien vakiintuneiden kilpailijoiden tuotteet ja palvelut perustuvat pääosin perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin, joiden etäkäyttömahdollisuudet, automaatioaste ja joustavuus ovat rajalliset. Pelkkä pilviohjelmiston tarjoaminen ei kuitenkaan toimi enää erityisenä myyntivalttina, vaan ohjelmiston jatkuva kehittyminen ja erinomainen asiakaskokemus korostuvat entistä enemmän kilpailussa.

Admicomin kilpailukenttä



Kilpailukenttä 2/2

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 kaikki aiemman sukupolven tuotteiden toimittajista eivät ole pystyneet toistaiseksi muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on etenkin historiassa luonut kilpailuetua Admicomin kaltaiselle puhtaalle SaaS-yhtiölle. Tämä näkyy muun muassa siinä, etteivät aiemman sukupolven tuotteiden toimittajat pysty tarjoamaan SaaS-ohjelmistoja vastaavia etäkäyttö-, tiedonhallinta-, reaaliaikaisuus-, kehitys- ja joustavuusominaisuuksia.

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

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

rakenteeseen, mikä antaa sille kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Admicomin mukaan tämä alentaa yhtiön palvelun käyttöönottokynnystä ja luo asiakkaalle liiketoimintaan hyötyjä, mitä useimmat muut kilpailijat eivät pysty tarjoamaan.

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

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

Toimialan konsolidaatio kiihtyy tulevaisuudessa

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

laajentumista silmällä pitäen.

Tänä päivänä Admicom kohtaa osittain kilpailua myös pohjoismaisten toimijoiden suunnalta, jotka ovat tulleet Suomen markkinalle yritysostoin. Esimerkiksi Norjan pörssiin listattu, rakennusalan ohjelmistoratkaisuja toimittava Smartcraft on ollut viime vuosina aktiivinen yrityskaupparintamalla niin Suomessa kuin Pohjoismaissa. Yhtiö osti vuonna 2020 Congridin, vuonna 2021 Homerunbynetin ja Kvalitetskontrollin sekä vuonna 2022 Elverdin. Yhtiön ostokohteet ovat tyypillisesti olleet liikevaihdolla mitattuna 0,5-3 MEUR:n kokoluokassa ja kauppahinnat ovat vastanneet EV/S-kertoimella 3x-4x arvostusta.

Isoista toimijoista noin 2 miljardin euron kokoluokassa oleva Visma tekee myös yritysostoja kovalla tahdilla (2022: 42 kpl), joista osa osuu myös jollain tasolla Admicomin kanssa samoille kohdemarkkinoille.

Kotimaisista toimijoista Lemonsoft on ollut aktiivinen yritysostoissa ja yhtiön vuoden 2019 lopun jälkeen tekemästä 9 yritysostosta useampi on kohdistunut rakennussektorille. Kesäkuussa 2021 Administer osti noin 8 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevan Emce Solution Partnersin. Lisäksi maaliskuussa 2021 noin miljoonan euron liikevaihtoon nopeasti kasvanut GBuilder keräsi 2 MEUR rahoitusta pääomasijoittajilta. Lokakuussa 2021 tanskalainen ohjelmistoyhtiö EG osti rakennusalan ERP-ohjelmisto Jydacomin (liikevaihto n. 8 MEUR) TietoEVRY:ltä. Pääomasijoittajataustainen EG on tehnyt myös tämän jälkeen useita yritysostoja Pohjoismaissa.

Strategia 1/2

Strategiassa keskitytään rakennusalan digitalisointiin

Admicom julkisti 2.11.2022 strategiapäivityksensä, jonka mukaisesti yhtiö keskittyy rakennus- ja kiinteistöalan arvoketjun ohjelmistoihin ja lisäarvopalveluihin. Pidämme strategista suuntaa ja erikoistumista järkevänä, sillä selkeä toimialafokus tuo pitkällä aikavälillä synergioita niin asiakaskokemuksen, tuotekehityksen kuin myynnin ja markkinoinnin näkökulmasta. Lisäksi rajattu fokus helpottaa muuten hyvin haastavan kansainvälisen laajentumisen toteuttamista.

Admicomin mukaan strategiakauden 1-2 vuotta kestävässä ensimmäisessä vaiheessa rakennetaan tarvittava perusta orgaanisen kasvun kiihdyttämiseksi, datalähtöiselle toiminnalle sekä voimakkaalle kansainvälistymiselle. Tässä vaiheessa pääpaino on erityisesti laajan nykyasiakasjoukon paremmassa palvelussa, asiakkaiden ratkaisuvaihtojen laajentamisessa sekä helppokäyttöisyyden, datapohjaisuuden ja automaatioasteen lisäämisessä ratkaisuihin. Tämä käytännössä tarkoittaa investointeja niin tuotekehitykseen (tuoteportfolion vahvempi integraatio, uudet ratkaisut), asiakaskokemukseen, myyntiin ja markkinointiin kuin myös organisaatorakenteisiin ja hallintoon.

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

laajentaa yhtiön ratkaisutarjontaa rakennusalan asiakkaiden digitalisaatiotarpeisiin. Pitkällä aikavälillä Admicomin visio on tulla ykkösvaihtoehdoksi kumppanina eurooppalaisessa rakennusohjelmistojen ekosysteemissä.

Taloudelliset tavoitteet

Admicom on antanut seuraavat taloudelliset tavoitteet strategialleen:

- Admicom tavoittelee 100 miljoonan euron toistuvan liikevaihdon tasoa (ARR) vuoteen 2030 mennessä ylittäen selkeästi ”Rule of 40” tavoitteen ja ollen läsnä useilla eurooppalaisilla markkinoilla. Vuoden 2022 lopussa toistuva liikevaihto oli vuositasolla 30,1 MEUR ja vuoden 2022 vertailukelpoinen toistuvien tuottojen liikevaihto oli noin 28,0 MEUR.
- Strategian ensimmäisen vaiheen aikana 2023-2024 yhtiö tavoittelee 8-15 % toistuvien tuottojen liikevaihdon vuotuista orgaanista kasvua ja 35-40 % EBITA-marginaalia, johtuen lisätyistä kasvupanostuksista.
- Strategian toisen vaiheen aikana 2025-2030 Admicom tavoittelee yli 15 % toistuvien tuottojen liikevaihdon vuotuista orgaanista kasvua ja EBITA-marginaalin ylittävän 40 % liikevaihdosta.

Kasvun osalta lyhyen aikavälin tavoitteet vaikuttavat realistisilta, kun muistetaan rakennusalan heikentyvä suhdanne ja sen vaikutukset uusmyynnin hidastumiseen sekä asiakaspoistuman todennäköiseen nousuun. Vuodesta 2025 alkavan toisen vaiheen aikana tavoiteltava yli 15 %:n toistuvien tuottojen orgaaninen kasvu on mielestämme sopivan kunnianhimoinen tavoite, joka

on hyvällä strategian toteuttamisella saavutettavissa. Vuosikymmenen loppupäässä tavoitteen mukainen kasvu arviomme mukaa vaatii myös kansainvälistymisessä onnistumista, jossa Admicom on vielä melko lähtökuopissa. Tammikuun pääomamarkkinapäivässä Admicom kyllä myös totesi, että 100 MEUR:n ARR-tavoite olisi pitkällä aikavälillä saavutettavissa myös pelkästään Suomessa.

Kannattavuuden osalta Admicomin tavoitteet näyttävät realistisilta ja yhtiö on myös historiassa tehnyt jo tavoitteita vahvempaa kannattavuutta. Kansainvälistyminen ja yrityksen kasvava kokoluokka tuovat tiettyä lisäystä yhtiön kiinteään kulumassaan, jonka valossa historialliset, erittäin vahvat kannattavuustasot olisivat näkemyksemme mukaan jatkossa vaikea saavuttaa. Strategiassa tavoiteltavat kannattavuustasot ovat silti edelleen erinomaisia, ja kasvun onnistuessa yhtiö luo näillä luvuilla huomattavasti omistaja-arvoa tämän vuosikymmenen aikana.

Admicomin osinkopolitiikkana on pyrkiä jakamaan yli puolet tuloksestaan osinkoina omistajilleen siten, että voitonjako ei kuitenkaan vaaranna strategiassa määriteltäviä kasvutavoitteita tai muita taloudellisia tavoitteita. Viime vuosina yhtiön osingonjakosuhte (66-122 %) on myös pitkälti noudatellut tavoitteiden mukaista tasoa. Admicomin liiketoiminta luo vahvaa kassavirtaa ja investointitarve on yleisesti matala, joten edellytykset osingonmaksuun ovat jatkossakin kunnossa. Tulevina vuosina osingon taso tulee kuitenkin olemaan riippuvainen yritysjärjestelyjen vauhdista. Admicomin historiallisilla näytöillä näkisimme pääoman allokoinnin strategian mukaisiin yritysostoihin osingonmaksun sijaan tulevina vuosina järkevänä liikkeenä.

Admicomin strategia

Admicomin tuoteportfolion kehitys

Historia

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

Nykyhetki ja lähitulevaisuus

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

Pitkän aikavälin tavoitetilä

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

Admicomin kaksivaiheinen kasvustrategia

Kasvupohjan rakentaminen (2023-2024)

- Pohjan rakentaminen tulevaa kasvua varten hiljaisemmassa rakennusyhteisössä
- Nykyisten ohjelmistojen lisä- ja ristiinmyynti laajentuneeseen asiakaskuntaan
- Lisätyt tuotekehitysinvestoinnit ohjelmistotarjooman teknistä integrointia varten ja yhtenäisen ohjelmistoportfolion kehittäminen
- Tehtyjen yritysostojen kulttuurien, brändien ja liiketoimintamallien integrointi osaksi Admicomia
- Myynti- ja markkinointifunktioiden yhtenäistäminen
- Uuden tuotteen lanseeraus
- Kansainvälistymisstrategian laatiminen

Kasvun kiihdyttäminen (2024-2030)

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

Taloudelliset tavoitteet



Strategia 2/2

Kansainvälistyminen vielä kysymysmerkki

Admicomin askelmerkit kansainvälistymisen suhteen eivät ole vielä täysin selvät, mutta yhtiö kartoittaa ja tulee tekemään strategisia valintoja näiden suhteen seuraavan reilun vuoden aikana. Tällä hetkellä avoinna ovat vielä niin tulevat laajentumismaat kuin myös tuotteet/ratkaisut, joilla markkinoille mennään. Uuden markkinan avaus käy nopeimmin yritysoston kautta, jolloin järjestelyissä voidaan hankkia valmiita asiakkuuksia, valmiita tuotteita/teknologiaa tai molempia. Lisäksi isommatkin järjestelyt (liikevaihto jopa +10 MEUR) ovat mahdollisia sopivan tilaisuuden tullen. Yritysostoja ei tulla kuitenkaan tekemään vain kasvun vuoksi, vaan jokaisen järjestelyn tulee istua hyvin yhtiön strategiaan tavoitteisiin, kuten tähänkin mennessä.

Orgaanisesti esimerkiksi koko Adminetin lokalisointi vastaamaan minkä tahansa muun maan toimintatapoja ja lainsäädäntöä olisi valtava urakka. Siten kansainvälisiä markkinoita lähdetään alkuun tavoittelemaan enemmän pistemäisillä täsmäratkaisuilla, jotka on helpompi sovittaa kunkin maan vaatimuksiin. Admicomin nykyisistä tuotteista erityisesti kesällä 2022 yritysostolla hankittu dokumentointi- ja tiedonhallintaohjelmisto Kotopro vaikuttaa lähivuosina eniten kansainvälistymispotentiaalia omaavalta ratkaisulta. Tuotteella onkin jo jonkin verran kansainvälisiä asiakkaita.

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.

Kansainvälistymisen vaihtoehdot



Orgaaninen kasvu:

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

Epäorgaaninen kasvu:

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

Yritysostostrategia

Admicomin yritysostot

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

Yritysostostrategian tavoitteet



Osaamisen ja kilpailuetujen vahvistaminen

- Tocoman, Kotopro, Aitio Finland, Lakeus



Nykyisen markkina-aseman vahvistaminen ja laajentaminen

- Tocoman, Kotopro, Hillava



Skaalautuvan kasvun tukeminen

- Tocoman, Kotopro, Planman, Hillava



Tuotekehityksen jatkuvuuden ja kehityksen varmistaminen

- Planman ja Aitio Finland



Kansainvälistymisen mahdollistaminen

- Kotopro

Taloudellinen tilanne 1/2

Kasvuhistoria on vakuuttava, vaikka orgaaninen kasvu onkin viime vuosina hidastunut

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 31,6 MEUR:oon vuoteen 2022 mennessä, ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosina 2013-2022 on ollut 34 %. Kasvua on ajanut erityisesti SaaS-uusmyynnin voimakas kasvu talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla, mutta myös palveluiden kasvu on ollut vahvaa. Lisäksi asiakkaiden liikevaihdon kasvuun pohjautuva tasauskutus on ollut selvästi positiivinen. Kasvu on ollut pääosin orgaanista, vaikkakin viime vuosina orgaaninen kasvuvauhti (2021-2022: 9-12 %) on hidastunut historiallisilta erittäin korkeilta tasoilta.

Koronapandemian puhkeamisen jälkeen Admicomin kasvutarina ajautui väliaikaiseen sulatteluvaiheeseen. Koronan vaikeuttaman uusmyynnin ja kasvaneen asiakaspoistuman lisäksi Admicomin organisaatioissa tapahtui merkittäviä muutoksia. 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 sekä tuotekehityksen henkilöstöä lähti yhtiöstä. Myös Admicomia 5 vuotta luotsannut toimitusjohtaja Antti Seppä ilmoitti tammikuussa 2021 siirtyvänsä uusiin haasteisiin. Kesäkuussa 2021 Admicomin

talousjohtaja Petri Ahosta tuli yhtiön väliaikainen toimitusjohtaja, jonka johdolla yhtiö ehti toteuttaa useamman yritysoston. Kyberturvapalveluyhtiö Nixusta Admicomiin siirtynyt Petri Kairinen aloitti toimitusjohtajana kesäkuussa 2022. Kaiken kaikkiaan Admicomissa on tapahtunut viime vuosina iso uudistuminen ja uutta henkilöstöä on tullut taloon niin rekrytointien kuin yritysostojen myötä. Vaikka heikentyvä talusnäkökulma jarruttaa orgaanista kasvunäkymää lyhyellä aikavälillä, on Admicom nyt arviomme mukaan organisaationsa puolesta jälleen valmiina kasvuvauhdin kiihdyttämiseen.

Tuloskasvu ollut erittäin vahvaa

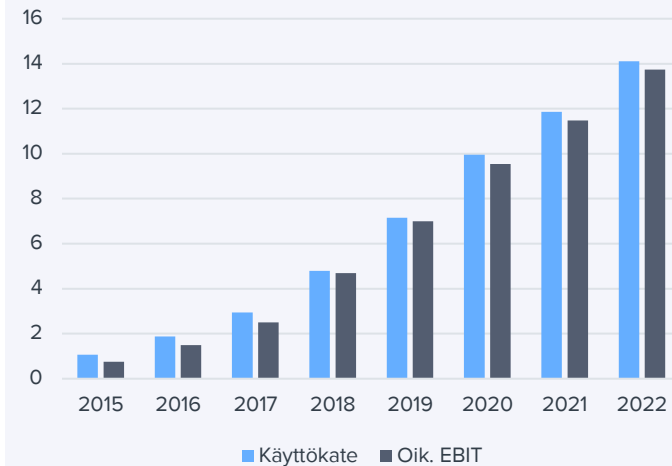
Admicomin tulos ja kannattavuus on ollut skaalautuvuuden myötä vuosina 2012-2022 voimakkaan nousujohteinen. Yhtiön oikaistu liikevoitto kasvoi tällä aikavälillä 0,2 MEUR:sta 13,7 MEUR:oon. Vuosina 2019-2022 Admicomin käyttökate on ollut hurjalla 45-48 %:n tasolla. Tämä on erityisen kova suoritus senkin takia, että toisin kuin monilla muilla teknologiayhtiöillä, Admicomin käyttökate heijastelee lähes täysin yhtiön liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa.

Uuden strategian myötä Admicomin kannattavuus tulee tietoisesti laskemaan lähivuosina yhtiön panostaessa tulevaisuuden kasvupohjan rakentamiseen. Merkittävimpien kasvupanostusten jälkeen arviomme kannattavuuden alkavan jälleen asteittain parantua yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Kannattavuuden ollessa kuitenkin jo erittäin hyvällä tasolla, on liikevaihdon kasvu pitkällä aikavälillä tuloskasvun keskeisin ajuri.

Liikevaihdon orgaaninen kasvu-% kvartaaleittain



Käyttökate ja oik. EBIT (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

Kulurakenne

Admicom myy ja tuottaa palvelunsa oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 3-6 %:n tasolla liikevaihdosta.

Admicomin kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2022 12,2 MEUR ja vastasivat noin 39 % liikevaihdosta. Vuoden 2022 lopussa yhtiössä työskenteli 241 henkilöä (2021: 209). Henkilöstökulut ovat kasvaneet viime vuodet pääsääntöisesti liikevaihtoa hitaammin, mutta vuonna 2022 henkilöstökuluissa nähtiin selkeä hyppäys (+35 %) kulujen kasvaessa tehtyjen yritysostojen vuoksi.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Admicomin toiseksi suurin kuluerä, jotka ovat viime vuosina liikkuneet noin 11-13 %:n välillä liikevaihdosta. Nämä kulut ovat pitkälti henkilömäärän ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa. Lyhyellä aikavälillä odotamme muiden kulujen osuuden nousevan uuden strategian kasvupanostusten myötä, jonka jälkeen pitkällä aikavälillä niissä on lievää skaalautumispotentiaalia.

FAS-kirjanpidossa olevan Admicomin poistot (2022: -3,3 MEUR) koostuvat pääosin yhtiön viime vuosina tehtyjen yrityskauppojen liikearvon poistoista (2022: -2,9 MEUR). Muuten yhtiön poistotaso on hyvin matala. Admicom ei ole viime vuosina aktivoitunut merkittävässä määrin tuotekehitysmenoja (pois lukien Kotopron hankintamenossa taseeseen kirjatut pienet kehitysmenot) ja liikearvon poistot eivät ole

kassavirtavaikutteisia. Siten Admicomin käyttökate ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto toimivat hyvinä mittarina yhtiön liiketoiminnan tuottamasta rahavirrasta. Vuosina 2018-2022 operatiivinen kassavirta ennen rahoituskuluja ja veroja on vastannut noin 94-109 % käyttökatteesta.

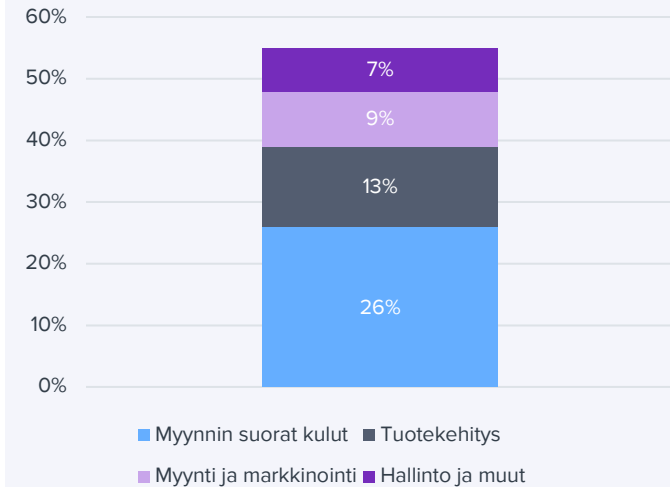
Tase ja rahoitusasema

Admicomin tase on tehdyistä yritysostoista ja viime vuosien melko vuolaasta osingonjaosta huolimatta edelleen vahva. Omavaraisuusaste oli 2022 lopussa 60 % ja nettovelkaantumisaste -8 %.

Taserakenne on myös hyvin yksinkertainen. Vuoden 2022 lopussa taseen loppusumma oli noin 49,6 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin yrityskaupoista syntyneestä liikearvosta (30,6 MEUR), rahavaroista (15,5 MEUR) ja saamisista (3,0 MEUR). Vastattavien puolella Admicomin oma pääoma oli 29,4 MEUR ja Kotopron hankintaa varten nostettiin 13,1 MEUR pankkilainaa. Pääosin siirtoveloista muodostuvia korottomia velkoja oli 7,0 MEUR.

Arviomme mukaan Admicomilla on hyvät edellytykset kasvaa orgaanisesti ja toteuttaa yritysostoja vahvan taseen turvin. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta myös vieraan pääoman hyödyntäminen yritysostojen rahoituksessa on näkemyksemme mukaan yksi hyvä vaihtoehto. Mikäli yhtiö ottaisi velkaa 3x nettovelka/käyttökate olisi yhtiöllä mahdollisuus ottaa taseeseensa lisää velkaa reilu 40 MEUR.

Kulurakenne toiminnoittain 2022 (%-liikevaihdosta)

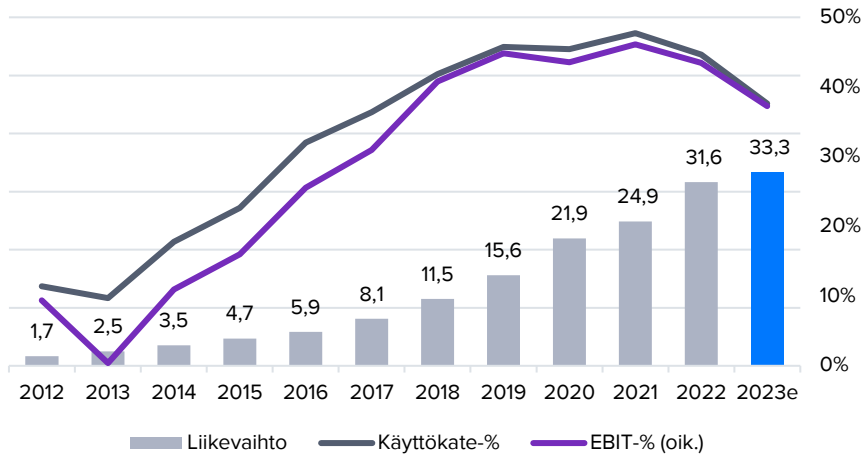


Admicomin SaaS-tunnuslukuja

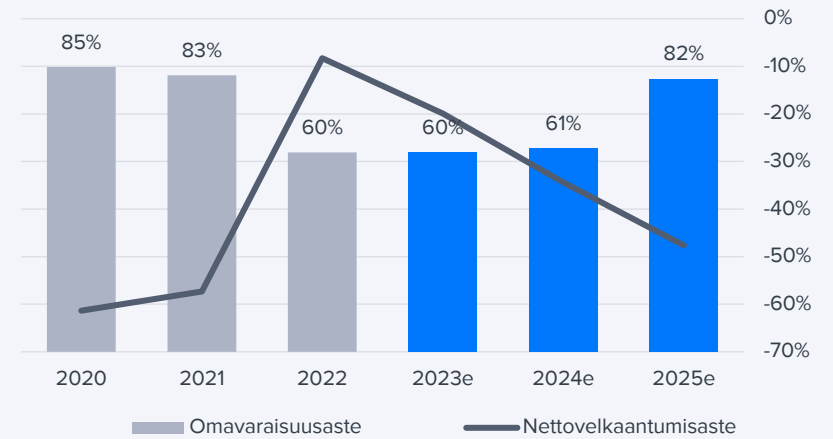
- Jatkuva liikevaihto (ARR) 12/2022: **30,1 MEUR**
- Jatkuvan liikevaihdon bruttokate 2022: **86 %**
- Jatkuvan liikevaihdon bruttoasiakaspoistuma (gross churn) 2022: **7,7 %**
- Jatkuvan liikevaihdon nettoasiakaspoistuma (net churn) 2022: **2,5 %**
- LTV/CAC 2022: **~45x***
- Asiakashankinnan (CAC) takaisinmaksuaika 2022: **~9kk***

Taloudellinen tilanne

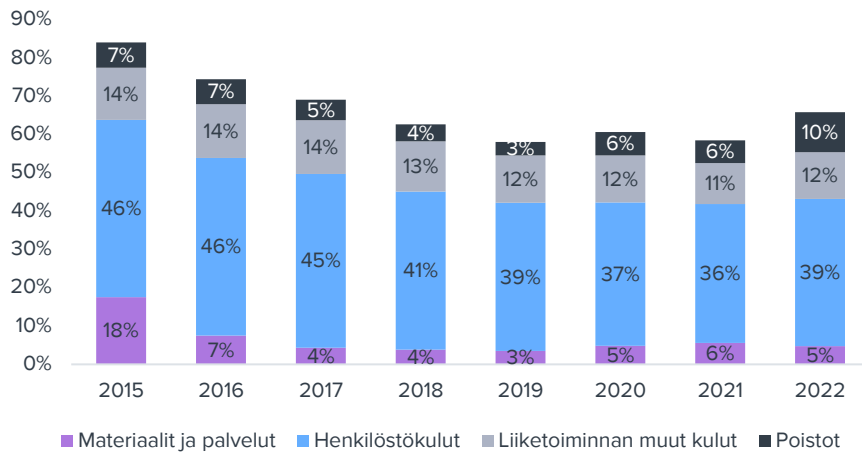
Liikevaihto ja kannattavuus



Taseen avainlukujen kehitys



Kulurakenne %-liikevaihdosta



Tase 2022



Lähde: Inderes

Ennusteet 1/2

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.

Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun ja jo tehtyihin yritysostoihin, sillä tulevien järjestelyjen mallintaminen ilman tietoa niiden kokoluokasta tai kauppahinnasta ei ole mielekäästä. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa. Orgaanisen kasvun osalta oletamme liikevaihdon tulevan keskipitkällä aikavälillä pääasiassa nykyisiltä kohdemarkkinoilta, ja kansainvälisen kasvun rooli korostuu vasta pidemmällä aikavälillä. Olemme tämän raportin yhteydessä ainoastaan hienosäätäneet ennusteitamme veroasteen osalta, ja muuten ennusteemme ovat ennallaan.

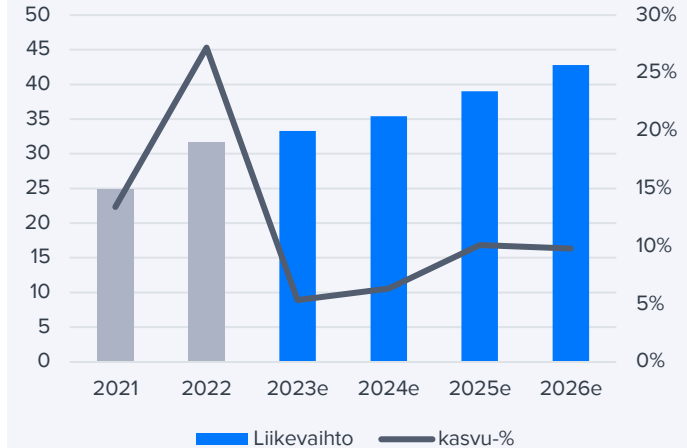
Admicomin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Admicomin pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin noin 95 %:n tasolla. Muuten operatiiviset kustannukset tulevat lyhyellä aikavälillä kasvamaan,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

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

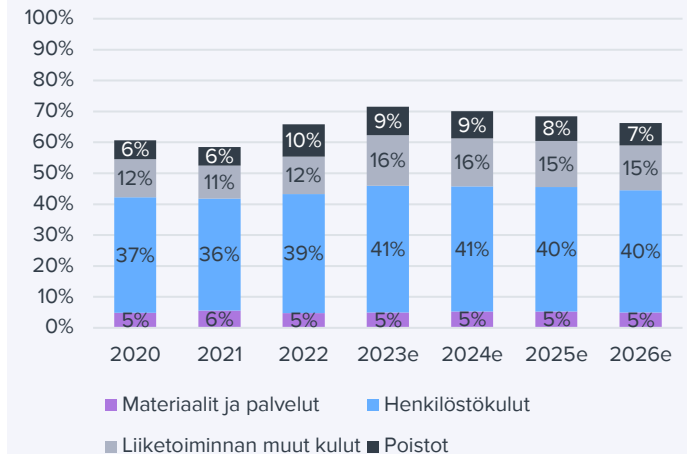
Yleisesti näkyvyys Admicomin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on melko hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu yli 90 %:sti toistuviin SaaS-palvelutuottoihin ja niihin liittyviin tilitoimistopalveluihin. Lähivuosina odotamme orgaanisen kasvun hidastuvan viime vuosien tasoilta heikentyvän talousympäristön vaikeuttaessa uusmyyntiä, vähentäessä ohjelmistojen käyttöä tietyissä asiakkaissa ja lisätessä konkurssien kautta asiakaspoistumaa. Epävarman talustilanteen hellittäessä orgaanista kasvua ajaa pitkälti onnistumiset rekrytoinneissa, myynnin tehostuminen ja uusien markkinoiden haltuunotto.

Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys Admicomin myyntipanostusten onnistumiseen ja kilpailuaseman kehitykseen. Näkyvyyttä heikentää jossain määrin myös rakennusosalalle tyypilliset suuret suhdannevaihtelut. Koronapandemia sekä Ukrainan sodan jälkeen nähty talouden jäähtyminen ovatkin hidastaneet Admicomin orgaanista kasvuvauhtia vuosina 2020-2022.

Liikevaihto ja kasvu-%



Kulurakenne %-liikevaihdosta



Ennusteet 2/2

Vuoden 2023 ennusteet

Admicom ohjeistaa vuodelle 2023 vertailukelpoisen toistuvien tuottojen liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 8-15 % ja EBITA on 35-40 % liikevaihdosta. Vertailukelpoiseen toistuvien tuottojen liikevaihtoon (2022: 28,0 MEUR) lasketaan mukaan toistuvat ohjelmistotuotot sekä toistuvien tilitoimistopalveluiden liikevaihto. Siirtyminen ohjeistamaan ”vertailukelpoista toistuvien tuottojen liikevaihtoa” liittyy tänä vuonna todennäköisesti tapahtuvaan teollisuusliiketoiminnan irrottamiseen, mikä tulee divestoinnin jälkeen sekoittamaan raportoituja lukuja. Myös Lakeukseen tehdyillä muutoksilla ja Aitio Finlandin liikevaihdon laskulla on syynsä, miksi jatkuvien tuottojen seuraaminen jatkossa on olennaisempaa. Tänä vuonna Admicomin fokus on erityisesti lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien hyödyntämisessä vahvistuneen ohjelmistotarjoaman myötä, kun heikentyvä talousympäristö luo epävarmuutta uusmyyntiin ja asiakaspoistumaan. Lisäksi strategiset kasvupanostukset, kasvavat tuotekehitysinvestoinnit sekä liiketoiminnan rakennemuutokset heikentävät kannattavuutta.

Ennustamme Admicomin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 5 % ja EBITA-marginaalin (oik. EBIT) laskevan 37,3 %:n tasolle (2022: 43,4 %). Kotopro ja Planman-yritysosotot tuovat H1:lle vielä epäorgaanista kasvupiristettä. Samalla Aitio Finlandin kehitysresurssien siirtyminen sisäisiin projekteihin jarruttaa kasvua. Aitio liikevaihto vuonna 2022 oli noin 1,3 MEUR ja tältä vuodelta odotamme vielä noin 0,5 MEUR:n liikevaihtoa. Myös Lakeus-tilitoimiston asiakkuuksien ”divestoinnit” jarruttavat lievästi (n. -1,5 %-yksikköä) kuluvan vuoden kasvuvauhtia. Odotamme myös tyypillisesti pääosin Q2:lle ajoittuvan asiakkaiden

tasauslaskun laskevan hieman edellisvuodesta.

Vuodet 2024-2026

Vuodelle 2024 ennustamme myös varovaista 6 %:n kasvua, missä näkyvät heijastevaikutukset kuluvan vuoden epävarmoista uusmyynnin näkymistä. EBITA-marginaalin ennakoimme paranevan lievästi 38 %:iin.

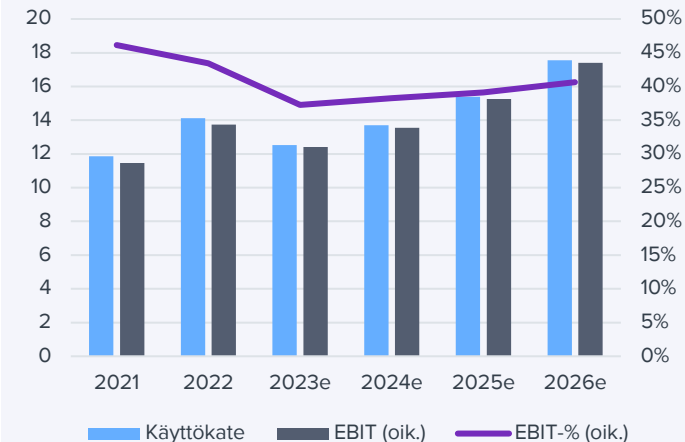
Vuosina 2025-2026 oletamme markkinatilanteen olevan jälleen parempi ja Admicomin kasvuinvestointien alkavan näkyä yhtiön kiihtyvässä kasvussa ja asteittain paranevassa kannattavuudessa. Ennustamme tuolloin noin 10 %:n vuosikasvua ja 39-41 %:n EBITA-marginaalia.

Kokonaisuutena odotamme Admicomin oikaistun osakekohtaisen tuloksen laskevan vuonna 2023 noin 10 % ja tämän jälkeen kasvavan vuosina 2024-2026 noin 12 % vuodessa. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoja noin 50-60 %:n osingonjakosuhteella oikaistusta tuloksesta laskettuna.

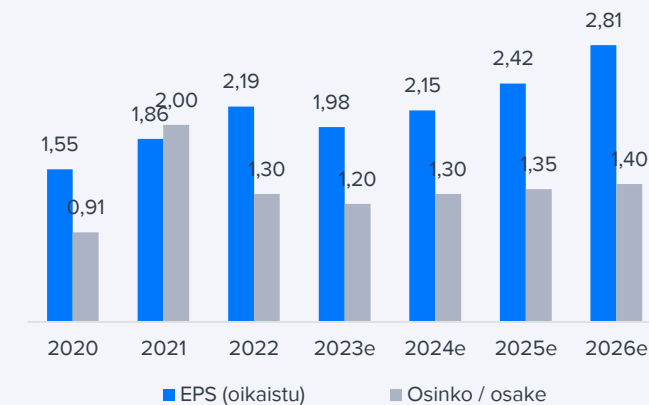
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2026 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ensin vuosina 2027-2031 noin 9-7 %:iin ja sen jälkeen 5 %:iin vuosina 2032-2033. Ikuisuuskasvu-oletuksemme on 2,5 % vuodesta 2034 lähtien. Kasvuennusteemme ovat selvästi yhtiön tavoitetason alapuolella, joten strategian hyvällä toteuttamisella niissä olisi vielä selvää nousuvaraa. Kannattavuuden odotamme jatkavan asteittain nousevalla uralla ja EBITA-marginaalin olevan vuosikymmenen lopussa noin 43 %:n tasolla, mutta taittuvan vuodesta 2030 alkaen noin 40 %:n tasolle. Ikuisuusoletuksessa olemme asettaneet liikevoittomarginaalin 38 %:iin.

Käyttökate ja liikevoitto (oik.)



EPS ja Osinko



Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2027-2033 = +7 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu (2034-) = 2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu: CAGR 2027-2033 = +7 %
Käyttökate / Liikevoitto-% 2034 = 39 % / 38 %

Ennusteet

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	24,9	7,3	8,2	8,0	8,0	31,6	8,1	8,6	8,2	8,4	33,3	35,4	39,0	42,8
Käyttökate	11,9	3,3	4,1	3,8	2,9	14,1	3,0	3,4	3,3	2,9	12,5	13,7	15,4	17,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,2	-3,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,5	3,2	3,9	3,7	2,9	13,7	2,9	3,4	3,3	2,8	12,4	13,6	15,3	17,4
Liikevoitto	10,4	2,7	3,4	2,9	1,8	10,8	2,2	2,6	2,5	2,1	9,5	10,6	12,3	14,5
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1
Tulos ennen veroja	10,3	2,7	3,3	2,8	1,8	10,6	2,1	2,6	2,4	2,0	9,2	10,2	11,9	14,4
Verot	-2,3	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	-2,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-2,2	-2,5	-2,8	-3,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	8,1	2,1	2,5	2,1	1,2	8,0	1,6	1,9	1,8	1,5	6,9	7,8	9,1	11,1
EPS (oikaistu)	1,86	0,51	0,62	0,58	0,47	2,19	0,47	0,54	0,52	0,45	1,98	2,15	2,42	2,81
EPS (raportoitu)	1,63	0,41	0,51	0,43	0,25	1,60	0,32	0,39	0,37	0,30	1,39	1,56	1,83	2,22

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	13,4 %	24,3 %	26,9 %	30,4 %	27,0 %	27,2 %	10,6 %	4,8 %	2,5 %	4,0 %	5,3 %	6,4 %	10,1 %	9,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	20,2 %	25,4 %	25,0 %	17,0 %	11,2 %	19,7 %	-9,2 %	-14,6 %	-11,1 %	-1,7 %	-9,7 %	9,2 %	12,6 %	14,1 %
Käyttökate-%	47,7 %	45,0 %	49,5 %	47,3 %	36,7 %	44,6 %	36,4 %	39,4 %	40,2 %	34,5 %	37,6 %	38,7 %	39,5 %	41,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	46,1 %	43,9 %	47,9 %	45,9 %	36,1 %	43,4 %	36,0 %	39,0 %	39,8 %	34,1 %	37,3 %	38,3 %	39,1 %	40,7 %
Nettotulos-%	32,4 %	28,1 %	30,9 %	26,6 %	15,4 %	25,2 %	19,9 %	22,6 %	22,4 %	18,2 %	20,8 %	21,9 %	23,4 %	25,8 %

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	33,3	33,3	0 %	35,4	35,4	0 %	39,0	39,0	0 %
Käyttökate	12,5	12,5	0 %	13,7	13,7	0 %	15,4	15,4	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,4	12,4	0 %	13,6	13,6	0 %	15,3	15,3	0 %
Liikevoitto	9,5	9,5	0 %	10,6	10,6	0 %	12,3	12,3	0 %
Tulos ennen veroja	9,2	9,2	0 %	10,2	10,2	0 %	11,9	11,9	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,04	1,98	-3 %	2,22	2,15	-3 %	2,50	2,42	-3 %
Osakekohtainen osinko	1,20	1,20	0 %	1,30	1,30	0 %	1,35	1,35	0 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Paljon kasvupotentiaalia niin organisesti kuin yritysostoin

2.

Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli

3.

Erittäin kilpailukykyinen ohjelmistoratkaisu erikoistumisen ja pitkälle viedyn automaation ansiosta

4.

Vahva tase ja erinomainen rahavirta antavat liikkumavaraa yritysostoihin

5.

Osakkeen arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja toimialan arvostustasoissa*

Lähde: Inderes *Näiltä osin riskit realisoituneet jo pitkälti viime vuosien aikana

Potentiaali



- Entuudestaan vahvan markkina-aseman paaluttaminen Suomessa
- Lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien hyödyntäminen
- Laajentuneen ohjelmistotarjooman vahvempi integraatio ja automaatioasteen nostaminen
- Arvonluonti yritysjärjestelyillä
- Laajentuminen uusiin toimintamaihin
- Rakennusalan matala digitalisaation aste tarjoaa paljon kasvumahdollisuuksia

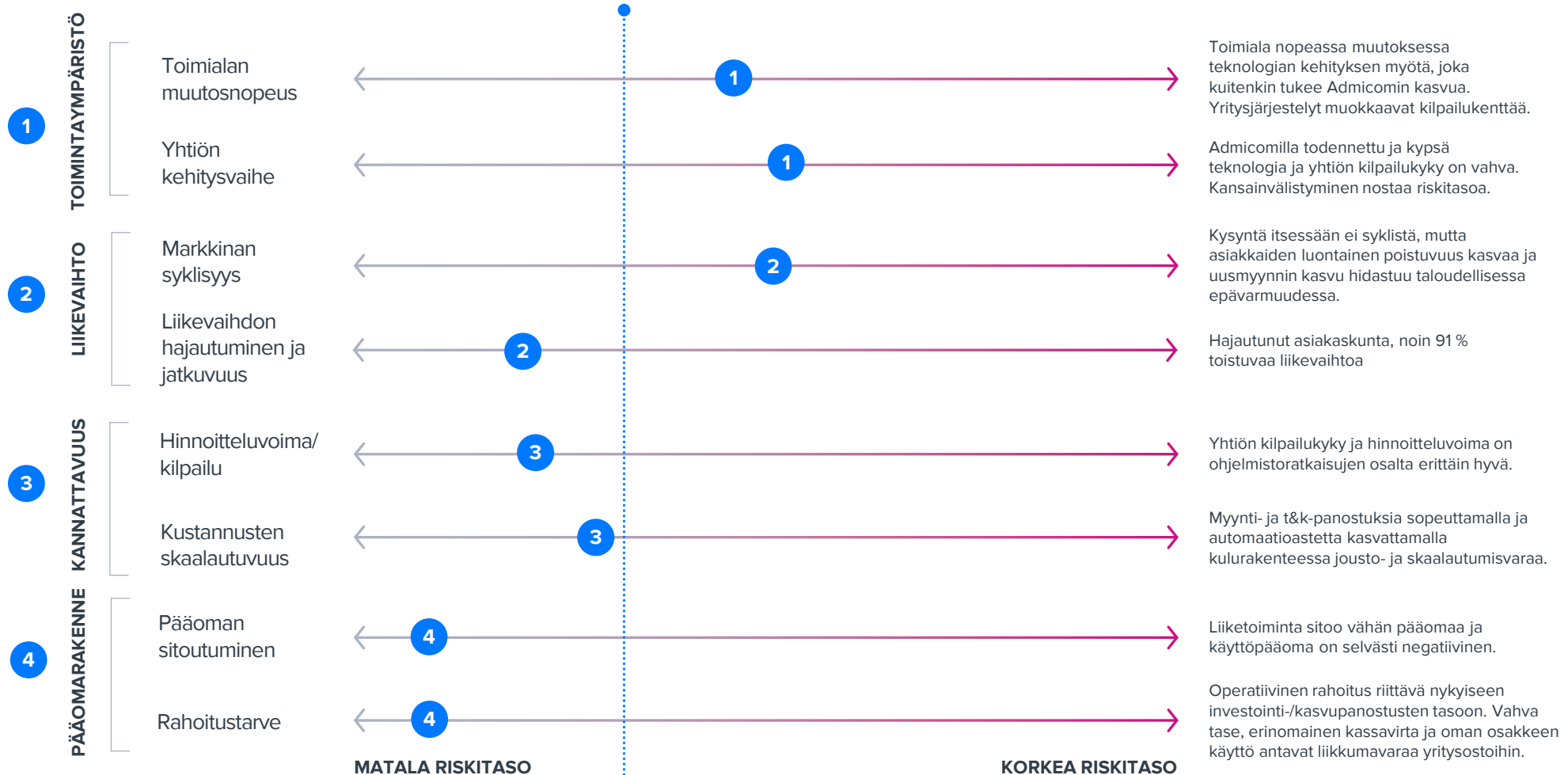
Riskit



- Heikentyvä talousympäristö luo epävarmuutta orgaanisen kasvunäkymän ylle
- Lisätyt kasvupanostukset ja niiden onnistuminen
- Yritysostot ja niiden integrointi
- Kansainvälistymisessä onnistuminen pitkän aikavälin kasvun kannalta tärkeää
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Teknologia-, tietoturva- ja avainhenkilöriskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Admicomin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Toimiala nopeassa muutoksessa teknologian kehityksen myötä, joka kuitenkin tukee Admicomin kasvua. Yritysjärjestelyt muokkaavat kilpailukenttää.

Admicomilla todennettu ja kypsä teknologia ja yhtiön kilpailukyky on vahva. Kansainvälistyminen nostaa riskitasoa.

Kysyntä itsessään ei syklistä, mutta asiakkaiden luontainen poistuvuus kasvaa ja uusmyynnin kasvu hidastuu taloudellisessa epävarmuudessa.

Hajautunut asiakaskunta, noin 91 % toistuvaa liikevaihtoa

Yhtiön kilpailukyky ja hinnoitteluvoima on ohjelmistoratkaisujen osalta erittäin hyvä.

Myynti- ja t&k-panostuksia sopeuttamalla ja automaatioastetta kasvattamalla kulurakenteessa jousto- ja skaalautumisvaraa.

Liiketoiminta sitoo vähän pääomaa ja käyttöpääoma on selvästi negatiivinen.

Operatiivinen rahoitus riittävä nykyiseen investointi-/kasvupanostusten tasoon. Vahva tase, erinomainen kassavirta ja oman osakkeen käyttö antavat liikkumavaraa yritysostoihin.

Arvonmääritys 1/4

Osakkeen arvostustaso palannut kuusta maan pinnalle viime vuosien aikana

Admicomin osake on laskenut viime vuosina merkittävästi, kun kasvuosakkeiden hyväksyttävät arvostustasot ovat olleet paineessa korkotason voimakkaan nousun myötä. Samalla osake on ollut vuoden 2020 lopun huipuistaan jo pidempään laskutrendissä, kun yhtiön orgaaninen kasvuvauhti on hidastunut selvästi historiallisilta tasoiltaan ja yhtiön aiemmin erittäin korkealle venytetyt arvostuskertoimet ovat palanneet maan pinnalle. Viimeisen vuoden aikana heikentynyt talousnäkökulma on myös edelleen heijastunut tulosennusteiden laskuna ja painanut osaketta. Samaan aikaan Admicom on jatkanut kannattavaa kasvuaan (vaikkakin alkuperäisiä odotuksia hitaammin) ja tehnyt järkeviä yritysjärjestelyjä, ja tämä tuloskasvun myötä tapahtunut arvonluonti on myös järkevöittänyt osakkeen arvostusta. Esimerkiksi eteenpäin katsovalla EV/EBITDA-kertoimella Admicomin arvostus on tällä hetkellä lähes kaikkien aikojen pohjalukemissa.

Admicom ansaitsee suhteellisen korkeat kertoimet

Admicomin liiketoimintamallista sekä sijoitusprofiilista löytyy paljon tekijöitä, jotka tukevat osakkeen suhteellisen korkeaa arvostusta. Admicomilla on historiallisesti erittäin vahvat näytöt kasvusta sekä omistaja-arvon luonnista. Liiketoiminnan skaalaetujen myötä yhtiön kannattavuus on noussut erinomaiselle 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

liiketoimintakriittisiä ja yhtiöllä on omalla erikoistumisalueellaan erittäin vahvat kilpailuedut. Admicomin kasvu ei myöskään sido pääomia, joten yhtiö voi allokoida liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa yritysostoihin ja maksaa halutessaan suhteellisen isoja osinkoja.

Ennusteillamme Admicomin vuosien 2023-2024 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 15x. Mielestämme Admicomin tuloskasvunäkymästä riippuen neutraali kerroinhaarukka keskipitkällä aikavälillä on noin 15x-20x. Admicomin arvostus painuu nopeasti hyvin houkuttelevalle tasolle (2025-2026e EV/EBIT 13x-11x), mikäli yhtiön strategiset kasvupanostukset onnistuvat lähivuosina, joiden pitäisi vauhdittaa yhtiön tuloskasvua pitkällä aikavälillä. Admicomin viimeisimpien yritysostojen ja lisättyjen kasvupanostusten myötä yhtiö on kylvänyt maahan useita uusia kasvun siemeniä, joiden satoa niitetään kunnolla vasta usean vuoden päästä. Näin ollen strategian edetessä yhtiöllä on mahdollisuus ylläpitää vahvaa tuloskasvua vielä pitkään, mikä osakkeen nykyisellä arvostuksella tarjoaa mielestämme houkuttelevaa pitkän aikavälin arvonluontipotentialia. Keskeisimmät riskit liittyvät myös näkemyksemme mukaan yritysostoihin ja tuleviin vahvempiin kansainvälistymispanostuksiin rakennusalan suhdanneriskien lisäksi.

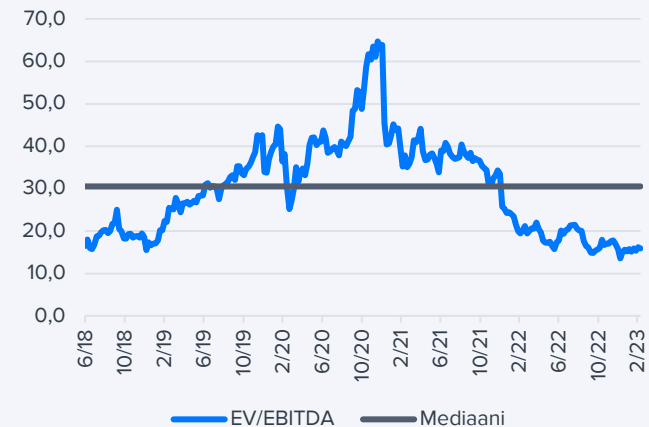
Sijoitusnäkemys

Toistamme Admicomin osta-suosituksen ja 52 euron tavoitehinnan. Tavoitehintamme vastaa vuosille 2023-2024 noin 20x-18x EV/EBIT-kertoimia. Myös DCF-laskelma ja pitkän aikavälin tuotto-odotusta haarukoivat skenaariot indikoivat Admicomin houkuttelevasta arvostuksesta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	42,4	42,4	42,4
Osakemäärä, milj. kpl	4,99	4,99	4,99
Markkina-arvo	211	211	211
Yritysarvo (EV)	205	201	195
P/E (oik.)	21,4	19,7	17,5
P/E	30,5	27,2	23,2
P/Kassavirta	21,1	19,1	17,4
P/B	7,1	6,7	6,2
P/S	6,3	6,0	5,4
EV/Liikevaihto	6,2	5,7	5,0
EV/EBITDA (oik.)	16,4	14,6	12,7
EV/EBIT (oik.)	16,6	14,8	12,8
Osinko/tulos (%)	86,4 %	83,5 %	73,8 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,1 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Admicomin eteenpäin katsova EV/EBITDA-kerroin



Lähde: Inderes, Bloomberg

Arvonmääritys 2/4

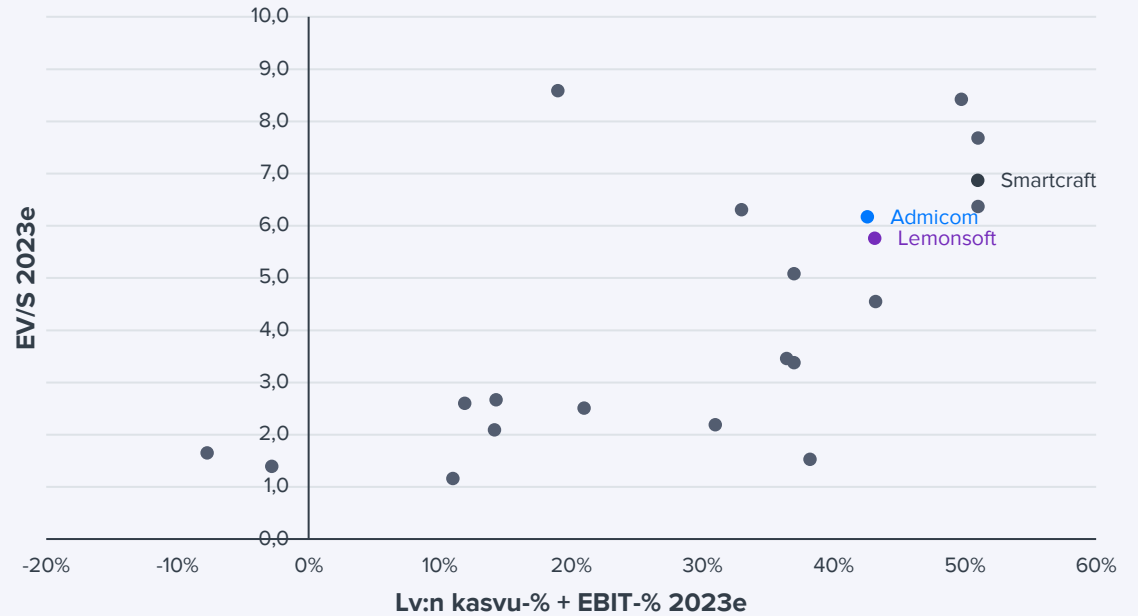
Verrokkiryhmän arvostus

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

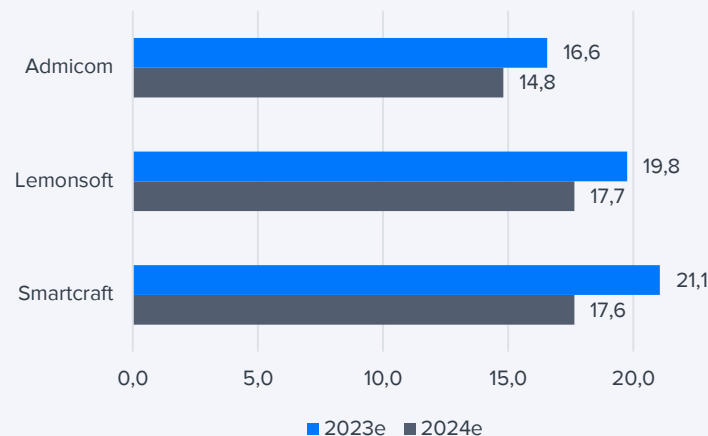
Suhteessa lähimpiin verrokkeihin EV/EBIT-kertoimella Admicomia hinnoitellaan lähivuosille alennuksella sekä kohtuullisesti arvostettuun Lemonsoftiin (20x-18x) että Smartcraftiin (21x-18x) nähden. Näin ollen Admicomin suhteellinen arvostus tuloskertomilla näyttää mielestämme maltilliselta.

Liikevaihtokertoimella Admicomia (6,2x-5,7x) hinnoitellaan lievällä preemiolla Lemonsoftiin (5,8x-5,2x) ja puolestaan alennuksella Smartcraftiin (6,9x-6,0x) nähden. Liikevaihtokertoimen tulkintaa hankaloittaa se, että Admicomin kannattavuusprofiili on verrokkeja korkeampi, kun taas lyhyellä aikavälillä kasvuvauhti näyttäisi jäävän hitaammaksi. Lisäksi vuosi 2024 on paremmin vertailukelpoinen, sillä yritysostot vaikuttavat yhtiöiden kuluvan vuoden kasvulukuihin. Admicomin strategiassa kasvuvauhdin pitäisi myös kiihtyä keskipitkällä aikavälillä, joten lähivuosien kasvuluvut eivät anna mielestämme täysin oikeaa kuvaa yhtiön kasvuprofiilista.

Verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuden yhdistelmään*



Admicomin ja lähimpien verrokkien EV/EBIT



	Lv:n kasvu-%	2023e	2024e
Admicom		5 %	6 %
Lemonsoft		14 %	8 %
Smartcraft		18 %	15 %
EBIT-%		2023e	2024e
Admicom		37 %	38 %
Lemonsoft		29 %	29 %
Smartcraft		33 %	34 %
Rule of 40		2023e	2024e
Admicom		43 %	45 %
Lemonsoft		43 %	38 %
Smartcraft		51 %	49 %

Lähde: Inderes, Refinitiv, Huom. kuviosta poistettu Fortnox poikkeuksellisen korkean liikevaihtokertoimen sekä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän vuoksi.

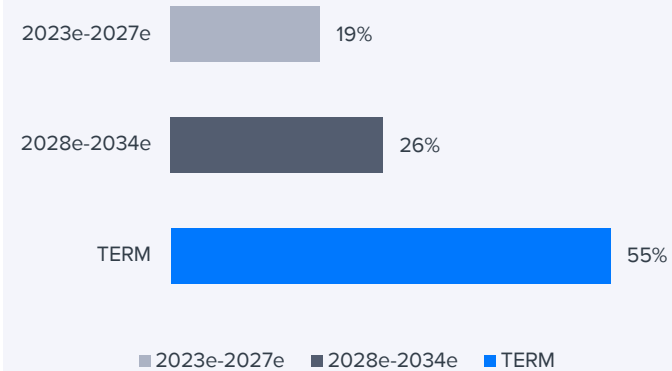
Arvonmääritys 3/4

DCF-laskelma

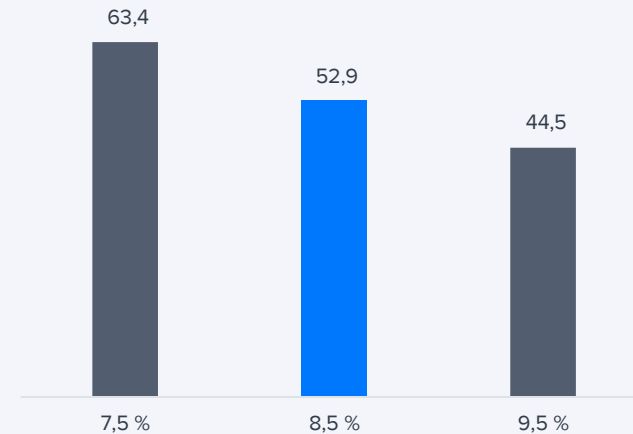
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Admicomin osakkeelle nykyisillä yhtiön tavoitteisiin nähden varovaisilla oletuksillamme noin 53 euron arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2034-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 38 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 55 %, mikä on kasvuyhtiölle melko maltillinen taso.

Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 8,5 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 8,9 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme tuottovaateen taso on kohtuullinen ja hyvin perusteltavissa Admicomin liiketoiminnan matalalla riskiprofiililla. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa.

Rahavirran jakauma jaksoittain



DCF-arvon herkkyys eri tuottovaatimuksilla



Arvonmääritys 4/4

Skenaariot vuoteen 2026

Tarkastelemme Admicomin osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta vuoteen 2026 katsottuna.

Nykyisten ennusteidemme valossa odotamme Admicomin liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 8 % vuodessa ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) paranevan 41 %:iin vuoteen 2026 mennessä. Oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin tuolloin 18x EV/EBIT-kertoimella. Admicomin strategian edetessä yhtiön kasvunäkymän pitäisi tuolloin olla vain vahvistunut nykyhetken nähden, joten suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen hyvin perusteltavissa. Ennusteidemme kautta laskettu Admicomin yritysarvo olisi näillä oletuksilla 313 MEUR vuonna 2026. Lisäämällä tähän vuoden 2026 ennustettu nettokassa sekä vuosien 2023-2026

osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 341 MEUR tai 68 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 13 %:n vuotuista tuotto-odotusta nykyisellä osakekurssilla. Tämä on mielestämme houkutteleva taso, kun huomioidaan selvästi yhtiön tavoitteita varovaisemmat ennusteemme, Admicomin liiketoiminnan matala riskiprofiili sekä tulevien yritysostojen tarjoamat arvonluontimahdollisuudet. Olemme havainnollistaneet alla olevassa herkkyysslaskelmassa, miten muutokset kasvuvauhdissa ja hyväksyttävässä arvostuksessa vaikuttavat perusskenaarion tuotto-odotukseen.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun jäävän 4 %:iin ja kannattavuuden olevan suunnilleen nykytasolla 37 %:ssa. Tässä skenaariossa oletetulla 14x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 209 MEUR tai 42 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi noin 0 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Pessimistinen skenaario

kertoo mielestämme osakkeeseen tällä hetkellä ladatuista maltillisista kasvuodotuksista, sillä melko pehmeälläkin suorituksella päästään suunnilleen nykyisen osakekurssin tasolle.

Optimistisessä skenaariossa oletamme Admicomin liikevaihdon kasvavan vuosittain 12 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 43 %:iin. Vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin valossa sovellamme 20x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 430 MEUR tai 93 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 23 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario vaatisi lähivuosilta erinomaista onnistumista yhtiön strategiassa ja orgaanisen kasvun merkittävää kiihtymistä nykytasoilta. Tässä skenaariossa myös tuotto-odotus olisi erittäin hyvällä tasolla.

Skenaariot vuoteen 2026

	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	37,0	42,8	50,0
<i>Lv:n kasvu-% (CAGR 23-26)</i>	4 %	8 %	12 %
EBIT-% (oik.)	37 %	41 %	43 %
EBIT (oik.)	13,7	17,4	21,5
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	14,0	18,0	20,0
= Yritysarvo 2026e (MEUR)	192	313	430
Nettokassa + osingot 2023-2026	18	27	33
= Osakekannan arvo (MEUR)	209	341	463
<i>Per osake (EUR)</i>	42	68	93
Potentiaali	-1 %	61 %	119 %
Vuotuinen tuotto-odotus	0 %	13 %	23 %

Vuotuisen tuotto-odotuksen herkkyyks

EV/EBIT	Liikevaihdon kasvu-%				
	3 %	5 %	8 %	10 %	13 %
12x	-1 %	1 %	3 %	5 %	7 %
14x	-1 %	4 %	7 %	9 %	12 %
16x	5 %	8 %	10 %	13 %	15 %
18x	8 %	11 %	13 %	16 %	19 %
20x	11 %	14 %	16 %	19 %	22 %
22x	14 %	16 %	19 %	22 %	25 %

Verrokkiryhmän arvostus

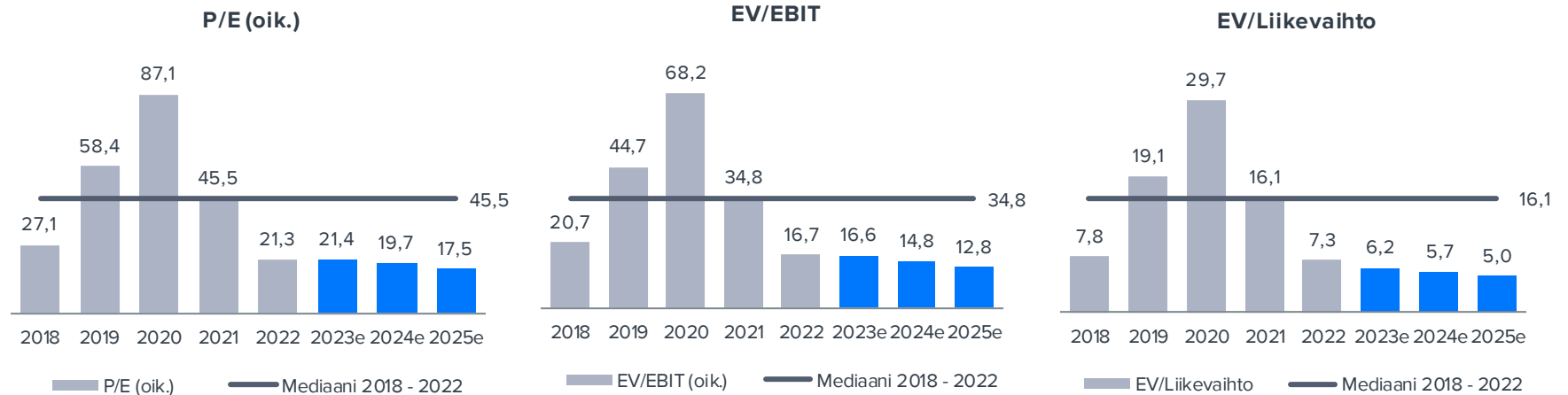
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%	
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Lemonsoft	158	148	19,8	17,7	18,9	16,5	5,8	5,2	14 %	8 %	29 %	29 %
Smartcraft	252	237	21,1	17,6	16,7	14,0	6,9	6,0	18 %	15 %	33 %	34 %
Efecte	68	67		45,4		30,7	2,7	2,3	16 %	14 %	-1 %	5 %
LeadDesk	61	64	43,7	21,6	15,1	10,5	2,1	1,8	9 %	13 %	5 %	8 %
Heeros	28	30	35,5	24,2	11,9	9,8	2,6	2,3	5 %	9 %	7 %	10 %
Talenom	365	436	27,0	23,1	11,7	11,0	3,5	2,9	24 %	24 %	13 %	13 %
Qt Group	1651	1629	33,5	22,6	31,4	22,2	8,4	6,4	25 %	28 %	25 %	28 %
WithSecure	263	210				134,7	1,4	1,3	12 %	8 %	-15 %	-3 %
F-Secure	567	531	12,0	10,9	11,3	10,3	4,6	4,3	5 %	5 %	38 %	39 %
QPR Software	11	13			92,5	19,1	1,7	1,6	4 %	9 %	-12 %	-5 %
Tecnotree	135	123	5,9	4,4	4,7	3,6	1,5	1,3	12 %	8 %	26 %	29 %
Fortnox	3386	3380	58,7	43,5	47,3	35,7	23,0	17,9	30 %	28 %	39 %	41 %
Carasent	105	47	63,1	19,1	10,9	6,3	2,2	1,9	28 %	19 %	3 %	10 %
Lime Technologies	296	313	32,5	28,2	20,4	18,6	6,3	5,6	14 %	13 %	19 %	20 %
FormPipe Software	121	122	27,8	17,7	12,6	9,7	2,5	2,3	12 %	9 %	9 %	13 %
Vitec Software Group	1652	1734	38,8	31,2	20,3	16,6	7,7	6,5	31 %	18 %	20 %	21 %
Sinch	2298	3146	27,3	18,1	9,6	8,4	1,2	1,0	7 %	11 %	4 %	6 %
IAR Systems Group	150	143	13,9	11,0	8,9	7,5	3,4	3,1	13 %	11 %	24 %	28 %
Upsales Technology	105	99	27,7	21,3	22,2	17,3	6,4	5,0	28 %	27 %	23 %	24 %
Procore Technologies	7801	7293					8,6	7,0	26 %	23 %	-7 %	-4 %
SignUp Software	163	140	43,6	24,5	32,1	22,1	5,1	4,2	25 %	22 %	12 %	17 %
Admicom (Inderes)	211	205	16,6	14,8	16,4	14,6	6,2	5,7	5 %	6 %	37 %	38 %
Keskiarvo			30,7	22,1	22,0	21,0	5,1	4,3	17 %	15 %	14 %	18 %
Mediaani			27,8	21,3	16,7	16,5	4,0	3,6	14 %	13 %	16 %	19 %
Erotus-% vrt. mediaani			-40 %	-30 %	-2 %	-11 %	54 %	57 %				

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	20,6	64,4	135,0	84,5	46,5	42,4	42,4	42,4	42,4
Osakemäärä, milj. kpl	4,58	4,85	4,92	4,93	4,99	4,99	4,99	4,99	4,99
Markkina-arvo	100	314	665	416	232	211	211	211	211
Yritysarvo (EV)	89	298	651	400	229	205	201	195	188
P/E (oik.)	27,1	58,4	87,1	45,5	21,3	21,4	19,7	17,5	15,1
P/E	29,0	59,0	>100	51,7	29,1	30,5	27,2	23,2	19,1
P/Kassavirta	11,0	39,8	neg.	>100	neg.	21,1	19,1	17,4	14,7
P/B	8,8	19,3	29,5	13,3	7,9	7,1	6,7	6,2	5,5
P/S	8,7	20,1	30,3	16,7	7,3	6,3	6,0	5,4	4,9
EV/Liikevaihto	7,8	19,1	29,7	16,1	7,3	6,2	5,7	5,0	4,4
EV/EBITDA (oik.)	18,5	41,7	65,4	33,7	16,3	16,4	14,6	12,7	10,7
EV/EBIT (oik.)	20,7	44,7	68,2	34,8	16,7	16,6	14,8	12,8	10,8
Osinko/tulos (%)	71,4 %	66,5 %	66,9 %	122,3 %	81,3 %	86,4 %	83,5 %	73,8 %	63,1 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	1,1 %	0,7 %	2,4 %	2,8 %	2,8 %	3,1 %	3,2 %	3,3 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

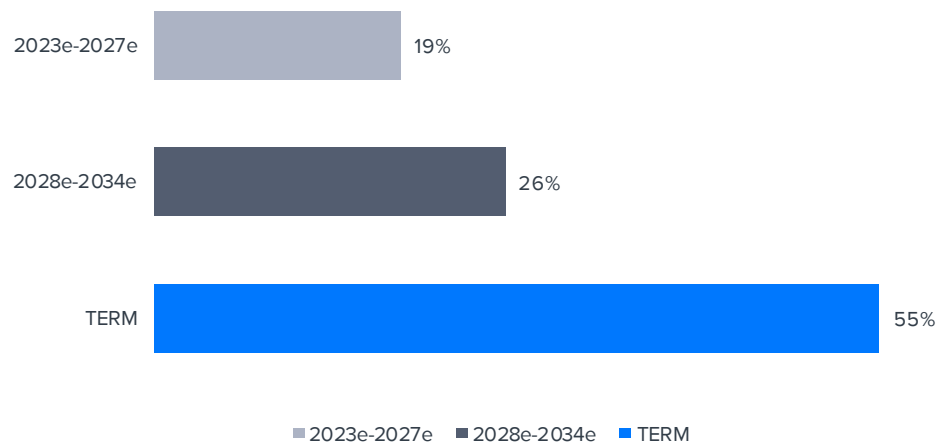
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	27,2 %	5,3 %	6,4 %	10,1 %	9,8 %	9,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	34,2 %	28,4 %	30,0 %	31,6 %	33,8 %	35,4 %	36,9 %	37,8 %	38,7 %	38,5 %	38,5 %	38,5 %	38,0 %	38,0 %
Liikevoitto	10,8	9,5	10,6	12,3	14,5	16,5	18,6	20,6	22,8	24,2	25,4	26,7	27,0	
+ Kokonaispoistot	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,0	2,0	2,0	1,1	1,0	
- Maksetut verot	-2,6	-2,2	-2,5	-2,8	-3,3	-3,6	-3,9	-4,3	-4,8	-5,1	-5,3	-5,6	-5,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	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	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	11,3	10,2	11,2	12,8	14,5	16,2	18,0	19,6	20,2	21,3	22,2	22,3	22,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-17,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,5	10,0	11,1	12,1	14,3	16,1	17,8	19,4	20,0	21,1	22,0	22,1	22,2	
+/- 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	-5,5	10,0	11,1	12,1	14,3	16,1	17,8	19,4	20,0	21,1	22,0	22,1	22,2	
Diskontattu vapaa kassavirta		9,4	9,6	9,7	10,5	10,9	11,1	11,2	10,6	10,3	9,9	9,2	8,5	147
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		268	259	249	239	229	218	207	196	185	175	165	155	147
Velaton arvo DCF		268												
- Korolliset velat		-13,1												
+ Rahavarat		15,5												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		-6,5												
Oman pääoman arvo DCF		264												
Oman pääoman arvo DCF per osake		52,9												

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	7,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,90 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	17,1	31,0	28,1	25,1	22,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	16,8	30,8	27,9	25,0	22,1
Käyttöomaisuus	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	20,9	18,6	22,4	27,6	20,3
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	2,8	3,0	3,7	4,1	4,5
Likvidit varat	18,1	15,5	18,7	23,5	15,8
Taseen loppusumma	37,9	49,6	50,5	52,7	42,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	31,5	29,5	30,0	31,8	34,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,5	14,0	14,4	16,2	18,8
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	17,8	15,3	15,3	15,3	15,3
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	0,0	13,6	13,5	13,5	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	13,1	13,0	13,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,0
Lyhytaikaiset velat	6,4	6,5	7,0	7,4	8,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,4	6,5	7,0	7,4	8,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	37,9	49,6	50,5	52,7	42,5

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	21,9	24,9	31,6	33,3	35,4	EPS (raportoitu)	1,36	1,63	1,60	1,39	1,56
Käyttökate	10,0	11,9	14,1	12,5	13,7	EPS (oikaistu)	1,55	1,86	2,19	1,98	2,15
Liikevoitto	8,6	10,4	10,8	9,5	10,6	Operat. kassavirta / osake	1,70	2,36	2,27	2,04	2,24
Voitto ennen veroja	8,6	10,3	10,6	9,2	10,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,40	0,68	-1,10	2,01	2,22
Nettovoitto	6,7	8,1	8,0	6,9	7,8	Omapääoma / osake	4,58	6,37	5,90	5,98	6,34
Kertaluontoiset erät	-0,9	-1,1	-2,9	-2,9	-2,9	Osinko / osake	0,91	2,00	1,30	1,20	1,30
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	26,3	37,9	49,6	50,5	52,7	Liikevaihdon kasvu-%	40 %	13 %	27 %	5 %	6 %
Oma pääoma	22,5	31,5	29,5	30,0	31,8	Käyttökateen kasvu-%	39 %	19 %	19 %	-11 %	9 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	43 %	20 %	20 %	-10 %	9 %
Nettovelat	-13,8	-18,1	-2,4	-5,7	-10,5	EPS oik. kasvu-%	41 %	20 %	18 %	-9 %	8 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	45,4 %	47,7 %	44,6 %	37,6 %	38,7 %
Käyttökate	10,0	11,9	14,1	12,5	13,7	Oik. Liikevoitto-%	43,6 %	46,1 %	43,4 %	37,3 %	38,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,3	2,0	-0,2	-0,1	0,0	Liikevoitto-%	39,3 %	41,7 %	34,2 %	28,4 %	30,0 %
Operatiivinen kassavirta	8,3	11,6	11,3	10,2	11,2	ROE-%	34,5 %	29,9 %	26,2 %	23,4 %	25,3 %
Investoinnit	-10,3	-8,3	-17,3	-0,1	-0,1	ROI-%	44,4 %	38,4 %	29,2 %	22,1 %	24,2 %
Vapaa kassavirta	-2,0	3,3	-5,5	10,0	11,1	Omavaraisuusaste	85,5 %	83,1 %	59,9 %	59,7 %	60,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-61,4 %	-57,3 %	-8,3 %	-19,1 %	-33,0 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	29,7	16,1	7,3	6,2	5,7						
EV/EBITDA (oik.)	65,4	33,7	16,3	16,4	14,6						
EV/EBIT (oik.)	68,2	34,8	16,7	16,6	14,8						
P/E (oik.)	87,1	45,5	21,3	21,4	19,7						
P/B	29,5	13,3	7,9	7,1	6,7						
Osinkotuotto-%	0,7 %	2,4 %	2,8 %	2,8 %	3,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

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

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**