

ADMICOM

19.12.2025 07.00 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kiihtyvää kasvua kohti

Toistamme Admicomin osta-suosituksen ja 55,0 euron tavoitehinnan. Admicom on viime vuodet rakentanut kasvuperustaansa heikossa rakennussyklissä, ja mielestämme yhtiön organisaatio ja tuoteportfolio ovat nyt hyvässä iskukunnossa kasvun kiihdyttämiseen markkinatilanteen parantuessa. Lyhyellä aikavälillä heikko markkina jarruttaa vielä kehitystä, mutta näemme hyvät edellytykset kasvun kiihdyttämislle H2'26 alkaen. Suhteessa lähivuosina odottamaamme kiihtyvään kasvuun nähden osakkeen arvostuskuva on mielestämme houkutteleva.

Rakennusalan pk-yritysten laaja-alainen SaaS-ohjelmistotoimittaja

Admicomin ratkaisutarjooman ytimessä on erityisesti pk-yrityksille kehitetty Ultima-toiminnanohjausjärjestelmä ja sitä täydentävät tilitoimisto- ja muut lisäarvopalvelut. Asiakastarpeen mukaan skaalautuvana SaaS-ohjelmistona tarjottavan ratkaisun ydinajatus perustuu pitkälle vietyyn automaatioon sekä rakennusalan erityispiirteet huomioivaan kokonaisratkaisuun. Admicomin viimeisen 5 vuoden aikana tekemät yrityskaupat ovat laajentaneet tuoteportfolioa muun muassa kustannuslaskennan, projektinhallinnan sekä dokumentoinnin alueilla. Samalla laajentunut asiakaskunta (>3400 asiakasta) tarjoaa lisä- ja ristiinmyyntipotentiaalia, kun Suomen rakennusmarkkina jälleen piristyy. Vuoden 2024 lopussa tehdyn virolaisen Bauhub-yritysoston myötä Admicom sai myös ensimmäisen uskottavan avauksen kansainvälisille markkinoille. Kansainvälistä laajentumista tullaan vauhdittamaan tulevana vuosina myös uusilla yritysostoilla.

Laatuyhtiö, joka käynyt muutosvaiheen läpi vaikeassa markkinassa

Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyy vahva pitkän aikavälin kasvupotentiaali, erinomainen kannattavuus ja kassavirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus, skaalautuvuus ja ennustettavuus. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 25

% vuosina 2015-2024 ja vuodelle 2025 yhtiö ohjeistaa 31-33 %:n oikaistua käyttökatetta. Viime vuosina orgaaninen kasvu on kuitenkin hidastunut organisaatiossa tapahtuneen ison muutosvaiheen sekä rakennussyklin heikentymisen myötä. Samaan aikaan seuraavaa kasvuvaihetta ja kansainvälistymistä varten lisätyt kasvupanostukset ovat painaneet yhtiön kannattavuutta historiallisista huipputasoista. Panostukset on nyt kuitenkin jo pitkälti tehty ja jatkossa kasvun pitäisi heijastua jälleen vahvemmin tulostilanteille, mistä yhtiöllä on myös historiassa erinomaiset näytöt. Admicomin vahva markkina-asema ja kilpailukykyinen tuotetarjooma Suomessa tarjoavat yhtiölle hyvät edellytykset palata piristyvän kasvun polulle markkinatilanteen elpyessä. Tämän lisäksi kansainvälisellä laajentumisella markkinapotentiaali on mahdollista moninkertaistaa. Rakennusalan digitalisaation aste on selvästi muita toimialoja jäljessä ja tulevina vuosikymmeninä toimialan digitalisoituminen tulee tarjoamaan valtavasti kasvumahdollisuuksia tämän parissa työskenteleville yrityksille.

Arvostus on houkutteleva lähivuosina kiihtyvään kasvuun suhteutettuna

Admicomin orgaaninen kasvu jää vuonna 2025 vielä vaatimattomaksi rakennusmarkkinan heikkouden jatkuessa. Viime aikoina laskeneen osakekurssin myötä arvostus (2025e EV/EBIT 17x) ei ole erityisen vaativa edes tällä tuloksella. Uskomme yhtiöllä olevan kuitenkin hyvät edellytykset kiihdyttää kasvua lähivuosina asteittain paranevalla kannattavuudella markkinatilanteen parantuessa. Tähän suhteutettuna ensi vuodelle arvostus (EV/EBIT 15x) on jo maltillinen, ja tulospotentialin kiihtyessä arvostus (2027-2028e EV/EBIT 12x-10x) painuu keskipitkällä aikavälillä hyvin houkuttelevaksi. Mielestämme Admicomin tulospotentialista riippuen neutraali kerroinhaarukka keskipitkällä aikavälillä on noin 15x-20x, ja kaksinumeroisella orgaanisen kasvun näkymällä arvostus voisi olla jonkin verran tätä korkeampikin.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehintaa:

55,00 EUR

(aik. 55,00 EUR)

Osakekurssi:

42,15 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	35,6	37,6	40,3	44,4
kasvu-%	4 %	6 %	7 %	10 %
EBIT oik.	12,2	11,6	13,1	15,0
EBIT-% oik.	34,3 %	30,7 %	32,5 %	33,7 %
Nettotulos	5,9	5,0	6,5	8,1
EPS (oik.)	1,97	1,87	2,16	2,46

P/E (oik.)	24,1	22,5	19,5	17,1
P/B	7,3	6,2	5,6	5,0
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,4 %	1,5 %	1,8 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	17,4	14,8	12,4
EV/EBITDA	19,3	17,1	14,2	11,8
EV/Liikevaihto	6,5	5,4	4,8	4,2

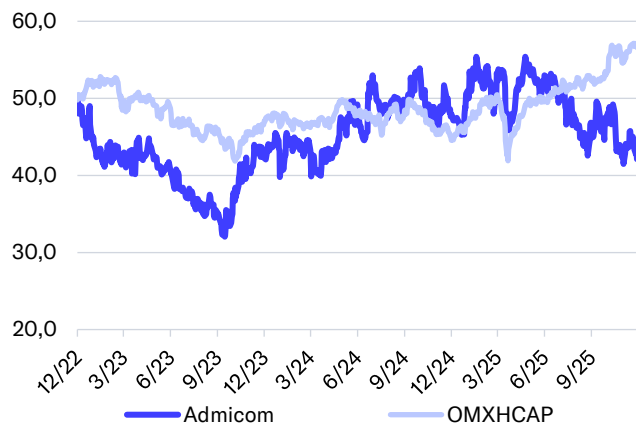
Lähde: Inderes

Ohjeistus

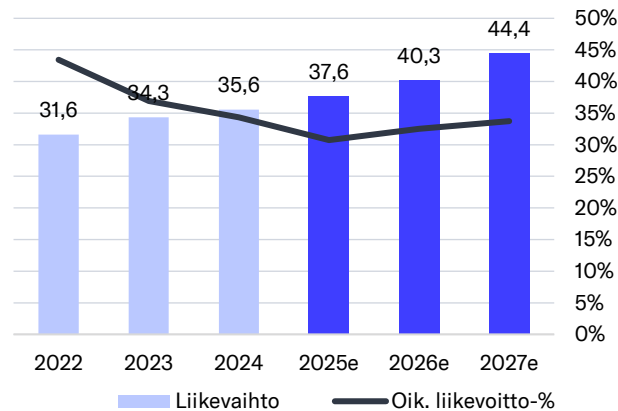
(Ennallaan)

Vuonna 2025 jatkuvan vuosilaskituksen (ARR) arvioidaan kasvavan 6-10 % (2024: 35,7 MEUR). Kokonaisliikevaihdon arvioidaan kasvavan 5-8 %. Oikaistun käyttökatteen (EBITDA) arvioidaan olevan 31-33 % liikevaihdosta.

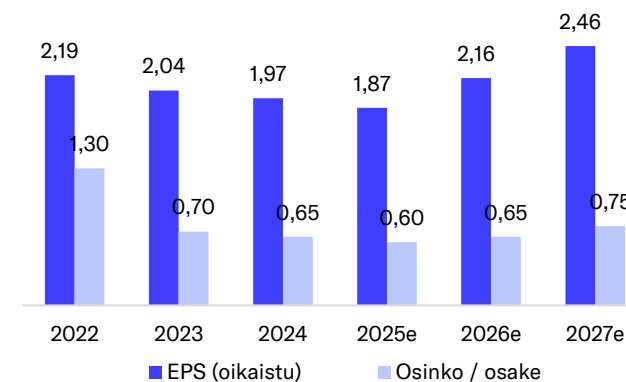
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Vahva markkina-asema Suomessa ja kilpailukykyinen tuoteportfolio
- Kansainvälistyminen projektinhallintaratkaisujen avulla ja uusilla yritysostoilla
- Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen perustuva liiketoimintamalli
- Kasvuinvestoinneista huolimatta vahva kannattavuus ja rahavirta
- Tuloskasvun kiihdytys onnistuneilla yritysostoilla

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	42,2	42,2	42,2
Osakemäärä, milj. kpl	5,02	5,02	5,02
Markkina-arvo	211	211	211
Yritysarvo (EV)	202	194	185
P/E (oik.)	22,5	19,5	17,1
P/E	42,2	32,4	26,2
P/B	6,2	5,6	5,0
P/S	5,6	5,3	4,8
EV/Liikevaihto	5,4	4,8	4,2
EV/EBITDA	17,1	14,2	11,8
EV/EBIT (oik.)	17,4	14,8	12,4
Osinko/tulos (%)	60,1 %	50,0 %	46,7 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,5 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Markkinat	12-14
Kilpailukenttä	15-20
Strategia	21-25
Taloudellinen tilanne	26-28
Ennusteet	29-33
Sijoitus- ja riskiprofiili	34-35
Arvonmääritys	36-41
Taulukot	42-46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Admicom lyhyesti

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

2004

Perustamisvuosi

2018

Listautuminen

35,6 MEUR (+3,6 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

36,7 MEUR (+8 %)

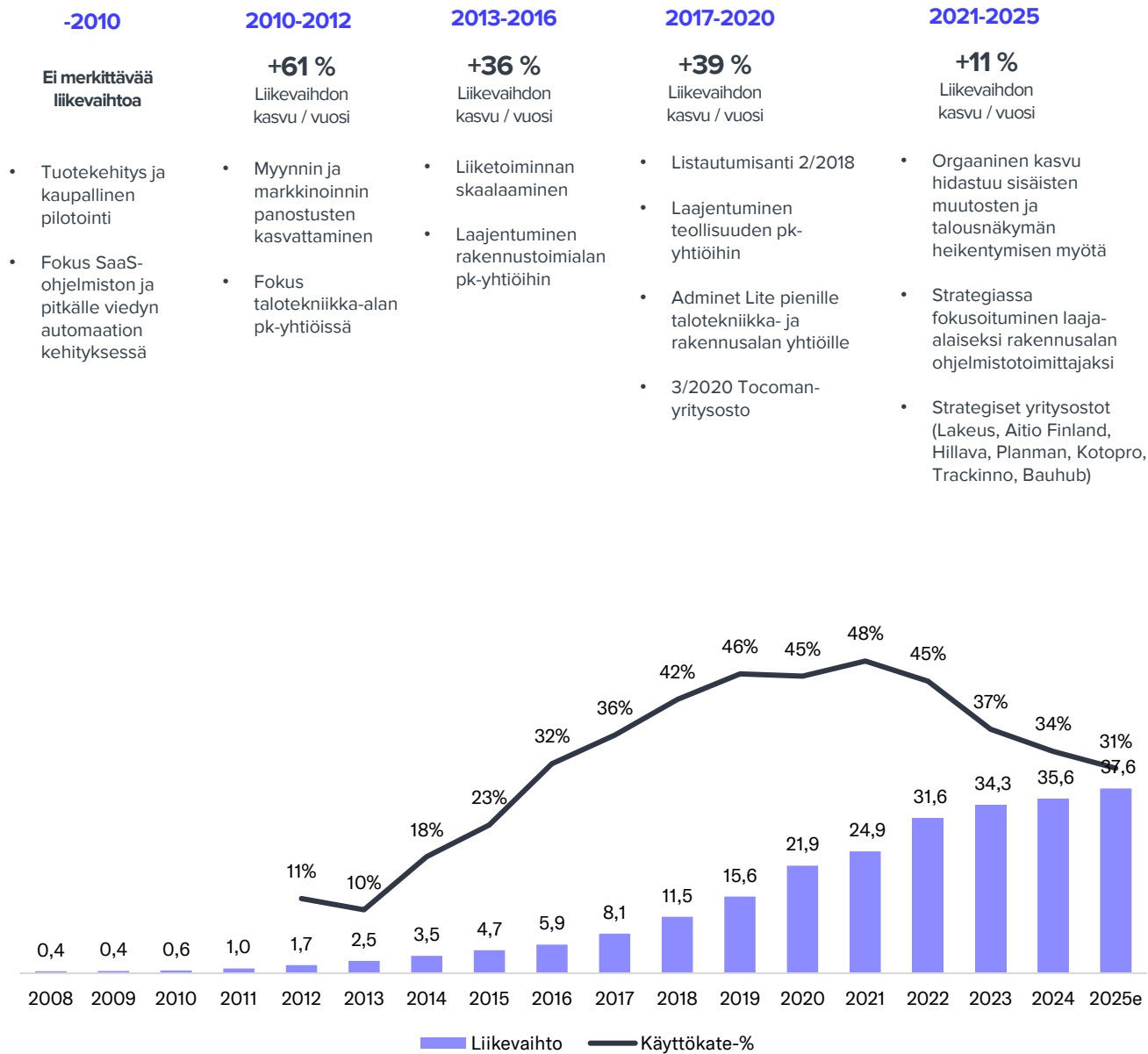
Jatkuva vuosilaskutus (ARR) Q3'25 lopussa

12,4 MEUR (34,8 % lv:sta)

oik. Käyttökate 2024

315

Henkilöstö Q3'25 lopussa



Lähde: Admicom / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Admicomin tausta ja historia

Admicom on vuonna 2004 perustettu SaaS-mallilla toimiva rakennusalan ohjelmistotoimittaja. Yhtiön kehittämän toiminnanohjausjärjestelmän (aik. Adminet, nyk. Ultima) alkuperäinen kehittäjätiimi rakensi menestyksekkään aiemman sukupolven ERP-ohjelmiston (Liinos), joka myytiin Vismalle vuonna 2002. Vuonna 2004 tiimi lähti rakentamaan uuden sukupolven ratkaisua, joka rakennettiin alusta lähtien skaalautuvaksi pilvipalveluksi. Tämä oli ratkaiseva strateginen valinta, sillä pilviohjelmistojen suosio löi myöhemmin vahvasti läpi. Admicomin menestystekijöitä ovat myös vahva toimialaosaaminen sekä pitkälle viety automaatio.

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

Vuoden 2018 listautumisen jälkeen Admicom on jatkanut kasvuaan ja yhtiö on saavuttanut ydinkohderyhmässään jo vahvan markkina-aseman. Yhtiön viime vuosina tekemät, rakentamisen toimialalle painottuneet yrityskaupat ovat samalla laajentaneet yhtiön tuotetarjoomaa. Vuoden 2022 lopussa Admicom fokusoitui erityisesti rakennusalan ohjelmistotoimittajaksi.

Admicom tänään

Admicom on onnistunut erinomaisesti ohjelmistonsa kaupallistamisessa sekä viime vuosina tuoteportfolion laajentamisessa yritysostoin, mistä kertoo keskimäärin 25 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu 2015-2024. Viimeisen viiden vuoden aikana orgaaninen kasvu on kuitenkin hidastunut organisaatiossa tapahtuneen ison muutosvaiheen sekä rakennussyklin heikentymisen myötä. Admicomin skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta yhtiö on ollut pidempään jo erittäin kannattava. Vuosina 2023-2024 merkittävästi lisätyistä kasvupanostuksista huolimatta yhtiö ohjeistaa vuodelle 2025 31-33 %:n oikaistua käyttökatetta, mistä muodostuu vapaata rahavirtaa korkealla suhteella. Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja yhtiö työllisti Q3'25 lopussa 315 henkilöä. Henkilöstömäärän kasvu on kuitenkin hidastunut selvästi vuoden 2025 aikana.

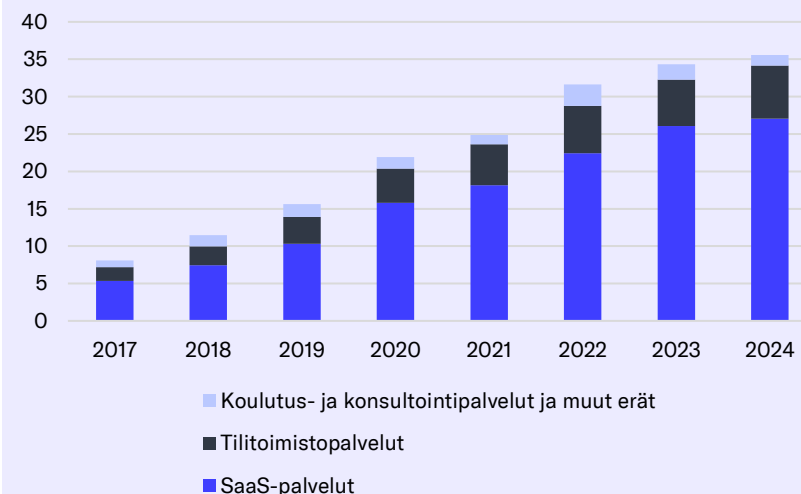
Admicomin ydinkohderyhmää ovat talotekniikan ja rakentamisen toimialojen pk-yritykset (liikevaihto 1-5 MEUR). Tässä kohderyhmässä on selkeä tarve kokonaisvaltaisille toiminnanohjauksen ratkaisuille, eikä ohjelmistolta edellytetä pitkälle vietyä räätälöitävyyttä. Näin kohderyhmälle voidaan tarjota hyvin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

Admicomilla on tällä hetkellä yhteensä reilu 3400 asiakasta Suomessa ja Virossa. Näistä noin 1500 käyttää yhtiön Ultima-toiminnanohjausjärjestelmää ja reilu 1500 muita ohjelmistoratkaisuja. Loput vajaa 400 tulivat joulukuussa 2024 tehdyn Bauhub-yritysoston myötä.



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

Liikevaihdon kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Tuotetarjooma ja liiketoimintaidea

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

Pilvipalveluna Ultima mahdollistaa nopean ja kustannustehokkaan käyttöönoton ja ylläpidon, jatkuvan ajantasaisuuden sekä paikkariippumattomuuden. Ominaisuuksiltaan Ultima on hyvin kattava kokonaisratkaisu, josta asiakas saa kaikki toiminnanohjauksen sovellukset ilman, että useita järjestelmiä tarvitsee integroida tai tietoja siirrellä järjestelmästä 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 työ määrä laskee merkittävästi. Admicomin mukaan sen ohjelmiston tehokkuusvaikutus on ollut monille asiakkaille useita henkilötyövuosia. Etuna on myös jatkuva ja reaaliaikainen näkyvyys yrityksen toimintaan, mikä tehostaa johtamista ja toiminnan tehokkuutta sekä nopeuttaa viranomaisvaatimusten täyttämistä. Järjestelmän automatisoidun laskennan ansiosta operatiivinen laskenta ja kirjanpidon laskenta täsmäävät jatkuvasti, minkä myötä läpinäkyvyys kasvaa ja virheiden määrä vähenee.

Ultiman sisältämiä toiminnallisuuksia ovat muun muassa

tarjouslaskenta, tuotannonohjaus, projektinhallinta, kuluvalvonta, raportointi, tuotetiedon hallinta, kirjanpito, laskutus, projektilaskenta, dokumentinhallinta ja palkkahallinto. Ohjelmisto sisältää myös valmiit integraatiot pankkiyhteyksiin, viranomaisilmoituksiin, verkkolaskuoperaattoriin, rakennustuotteiden hintatietojen rajapintoihin, rajapinnat BI-järjestelmiin sekä kumppaneiden tarjoamiin lasku- ja käyttö pääomarahoituspalveluihin. Ratkaisusta on saatavilla myös kevennetty Lite-versio mikroyritysten tarpeisiin.

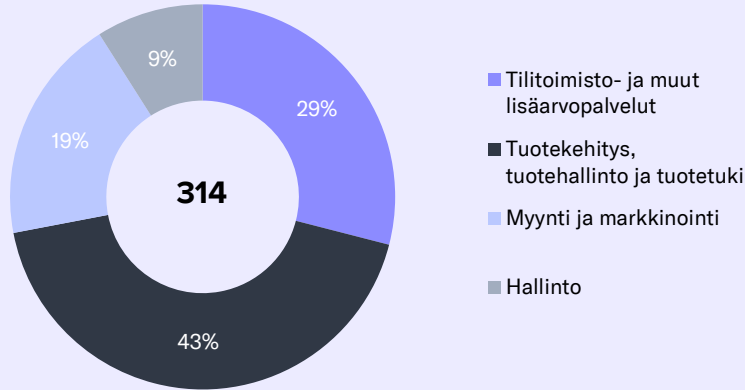
Viime vuosina Admicom on yritysostojen sekä oman tuotekehityksen kautta laajentunut puhtaasta ERP-toimittajasta laaja-alaisemmaksi ohjelmistoyhtiöksi. Vuoden 2024 alussa tehdyn brändiuudistuksen myötä tuotteiden nimiä muutettiin vastaamaan yhtenäistä Admicom-tuoteperhettä. Ensimmäinen tekoälyavusteinen työkalu ”Site Operations” lanseerattiin asiakkaille vuonna 2025.

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

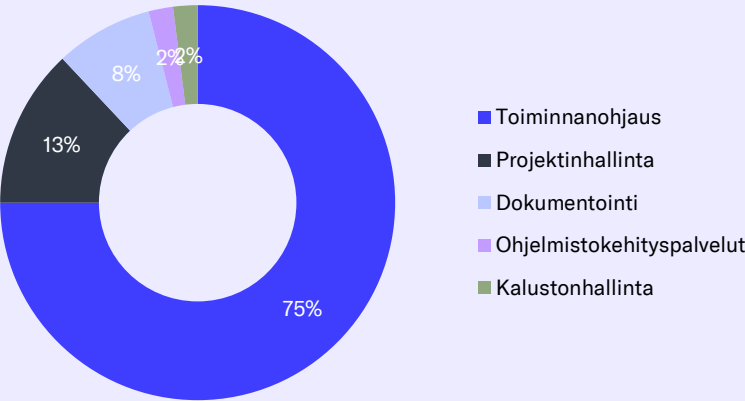
Admicomin projektinhallintayksikön tarjoomaan kuuluvat ratkaisut määrä- ja kustannuslaskentaan (Estima, Estima Pro ja Quantima), kustannusraportointiin (Insite), aikataulutukseen (Tempo ja Planner) sekä BIM3-ratkaisut tietomallien hyödyntämiseen.

Vuoden 2024 lopussa Admicom osti virolaisen Bauhubin, joka on rakennusalan projektinjohto-ohjelmisto. Integraation jälkeen Bauhub liimaa Admicomin projektinhallintaratkaisut entistä vahvemiksi yhtenäiseksi kokonaisratkaisuksi, joka haastaa perinteiset projektipankit.

Henkilöstön jakauma 10/2025 lopussa

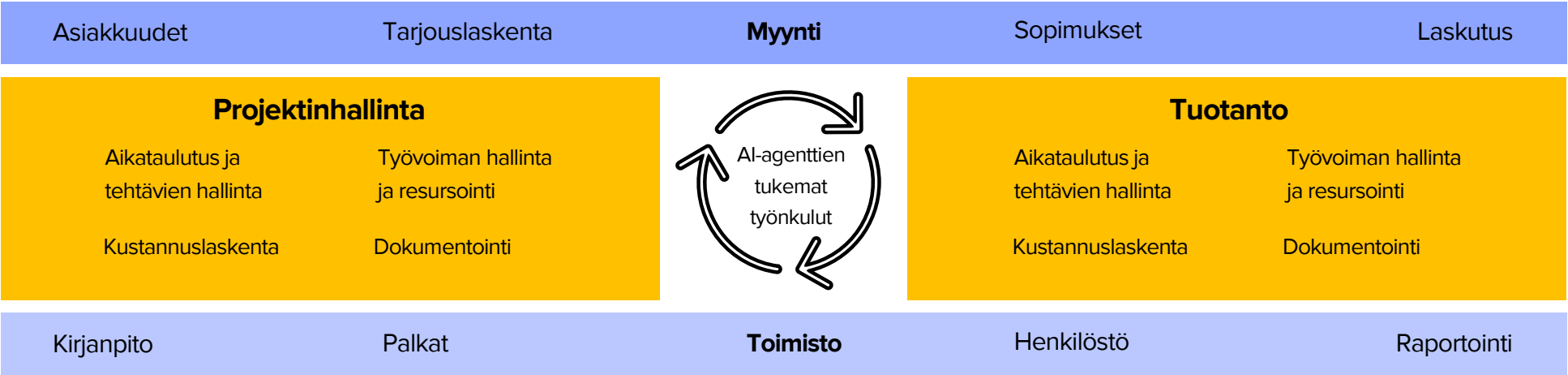


Liikevaihdon jakauma tuotealueittain 2024



Lähde: Inderes

Admicomin ohjelmistoalustan kuvaus



Ohjelmistotuotteet:



Palvelut:

- Tilitoimistopalvelut
- Palkanlaskenta ja HR-palvelut
- Taloudellinen neuvonanto

AI-pohjaiset ratkaisut:

- Site Operations ensimmäinen tekoälyavusteinen tuotepaketti

Kumppanien tarjoamat täydentävät palvelut:

- Tuotteiden hintatiedot
- Laskurahoitus
- Käyttöpääoman rahoitus
- Sähköiset dokumentit

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Admicom on perustaltaan puhdas tuoteyhtiö, mutta ratkaisuun liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Ohjelmiston käyttöönottoprojekti ja koulutus tarjotaan palveluna, sillä sen hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Koulutus- ja konsultointipalvelut olivat noin 4 % liikevaihdosta 2024, johon sisältyy myös ulkoinen ohjelmistokehitys (n. 2 %). Normaali asiakastuki tarjotaan osana ohjelmistojen SaaS-kuukausimaksuja.

Admicom tarjoaa asiakkailleen myös tilitoimistopalvelua (2024: 20 % lv:sta). Tuotteisiin liitännäisten palveluiden roolina on tukea asiakkaan toiminnan lakisääteisten raportointien automaation edistämistä, tuottavamman rakentamisen kehittämistä taloushallinnon palveluilla sekä parantaa asiakkaan kokonaisvaltaista toiminnan tilannekuvaa päätöksentekoa varten.. Asiakas voi käyttää Admicomin ohjelmistoa itse, hyödyntäen omaa tilitoimistoaan tai Admicomin tilitoimistoa. Admicom ei pyri kilpailemaan suoraan tilitoimistopalveluissa, vaan tarjoamaan Ultima-ohjelmiston tilitoimiston ja yritysasiakkaan työkaluksi osana kokonaisuutta. Kyky tarjota ohjelmistot ja tilitoimistopalvelut yhdessä on kuitenkin yksi asiakaspitoa lisäävä kilpailutekijä. Admicomin SaaS-asiakkaista reilu kolmannes käyttää yhtiön tilitoimistopalveluita. Pitkälle automatisoitujen prosessien ansiosta tilitoimistopalvelut toimivat hyvin tehokkaasti (2023-2024: liikevaihto/työntekijä arviolta n. 85-90 TEUR) ja kannattavuus on arviomme mukaan erittäin hyvällä tasolla. Admicom pyrkii myös tulevana vuosina laajentamaan tarjottavia lisäarvopalveluita muun muassa taloudellisen neuvonannon ja HR-palveluiden suuntaan.

Kohderyhmät

Admicom on fokusoitunut ratkaisullaan asiakaskokoluokkaan (lv. 1-5 MEUR) ja -profiiliin, jossa tuotetta pystytään vakioimaan ja automatisoimaan mahdollisimman pitkälle. Admicom ottaa asiakaskohtaisia räätälöintitarpeita huomioon silloin, jos uudet ominaisuudet ovat monistettavissa hyödyttämään laajasti asiakaskuntaa.

Admicomilla on tuotteista riippuen hyvä kyky palvella eri kokoisia rakennusyhtiöitä ja parantuneet avoimet rajapinnat sekä laajempi tuoteportfolio mahdollistavat asiakkaiden tukemista laajemmin, pääfokuksen ollessa <100M€ liikevaihdon yhtiöissä. Projektinhallinta- ja dokumentointiratkaisut ovat käytössä myös suuremmissa yrityksissä. Admicomilta löytyy myös alle 1 MEUR:n liikevaihdon yrityksille suunnattu kevennetty ratkaisu (Ultima Lite). Kustannuslaskennan ja aikataulutuksen ohjelmistoista on kehitetty myös pienemmille yhtiöille soveltuvat versiot.

Admicomin ohjelmistoja kehitetään rakennusalan 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.

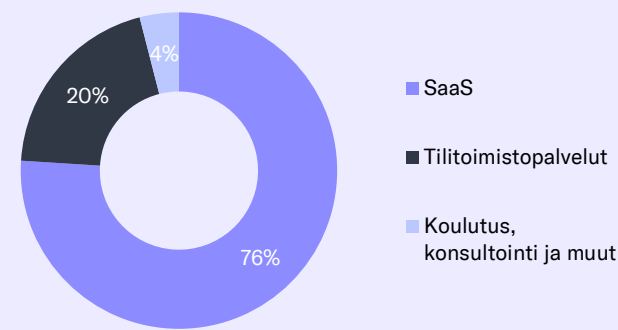
Admicom on perinteisesti keskittynyt vain Suomen markkinaan, sillä yhtiön ERP-ratkaisun vahvuus on ollut kotimarkkinan erityispiirteet huomioiva kokonaisuus. Nykyisessä strategiassa ja uusien ohjelmistoratkaisujen myötä kansainvälistyminen on entistä suuremmassa roolissa yhtiön kasvutavoitteita. Dokumentoinnin ja projektinhallinnan alueilla yhtiöllä oli myös jonkin verran kansainvälisiä asiakkaita jo ennen Bauhub-yritystostoa.

Asiakassegmentit



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

Liikevaihdon jakauma 2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli 10/2025 noin 19 % Admicomin henkilöstöstä. Noin puolet myyjistä keskittyi uusasiakashankintaan ja toinen puolikas keskittyi lisä- ja ristiinmyyntiin nykyiselle asiakaskunnalle. Tällä hetkellä vasta noin 20 % Admicomin asiakkaista käyttää useampaa kuin yhtä yhtiön tuotetta.

Ultima on hyvin standardoitu kohderyhmiinsä ja se on nopea ottaa käyttöön. Tämän ansiosta sen myyntiprosessi on toiminnanohjausjärjestelmäksi varsin lyhyt, eikä vaadi tuekseen korkeapalkkaisia asiantuntijoita tai mittavaa konsultointia. Tuotteen myyntisykli on tyypillisesti muutamia kuukausia ja ostajana on kohdeyhtiön toimitusjohtaja ja hallinto. Toiminnanohjausjärjestelmän myynti on konsultoivaa myyntiä, minkä takia Admicom tekee myyntityötä pääasiassa omalla organisaatiollaan. Joidenkin uudempien ratkaisujen (esim. dokumentointi ja projektinhallinta) osalta yhtiöllä on mahdollisuus kehittää myös tuotevetoista myyntiä, jossa tuotetta on esimerkiksi mahdollisuus testata jonkin aikaa ilmaiseksi ennen varsinaista ostopäätöstä. Tuotevetoista myyntiä pyritään edistämään myös kansainvälistymisen edistämiseksi.

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

Tuotekehitys

Tuotekehityksessä, tuotehallinnossa ja tuotetuessa työskenteli 10/2025 noin 43 % Admicomin henkilöstöstä. Muutama vuosi sitten merkittävä tuotekehityshanke oli koko Ultiman vanhentuneen talousmoottorin modernisointi. Tämä mahdollistaa nyt ekosysteemikumppanien kytkeytymisen järjestelmään rajapintojen kautta sekä uusien ratkaisujen tuomisen osaksi kokonaisuutta helpommin.

Vuonna 2024 Isoja uudistuksia asiakkaalle olivat yhtenäisempi käyttäjäkokemus yhden Admicom-käyttäjätunnuksen sekä kertakirjautumisen toteutuksilla. Jokaisessa tuotteessa on ollut omaa kehittymistä, kuten Ultiman muokattavat kokonaisnäkyvät, mutta erityisesti tuotteiden välisiä integraatioita on laajennettu. Muuten Ultima on perustaltaan kypsässä vaiheessa ja tuotekehityksen rooli on tällä hetkellä automatisoida manuaalisia prosesseja, rakentaa rajapintoja muihin järjestelmiin ja päivittää ohjelmistoa muun muassa viranomaisten asettamien muutosten mukaan. Lisäksi palvelun käytettävyyttä ja mobiilikäyttöominaisuuksia pyritään jatkuvasti parantamaan.

Uutena osa-alueena tuotekehityksessä on tekoäly, jonka osalta ensimmäisiä sovelluksia on jo lanseerattu asiakkaiden käyttöön. Admicom aloitti tekoälyratkaisujen tutkimiseen ja kehittämiseen liittyvän projektin vuonna 2025. Projektin kokonaiskoko on noin 2,4 MEUR, josta Business Finlandin avustus kattaa 40 %. Kehityshankkeen avulla halutaan kehittää tekoälypohjaisia ratkaisuja, jotka parantavat tuottavuutta sekä luovat uusia tuotteita ja ominaisuuksia. Konkreettinen esimerkki jo käytössä olevasta tekoälyratkaisusta on dokumentoinnissa automaattinen tiedonkeruu ja raportointi. Tekoäly pystyy esimerkiksi työmaalta otetun kuvan perusteella tunnistamaan

vesivahingon, laatimaan siitä valmiin tarkastusraportin ja kääntämään sen samalla usealle eri kielelle.

Isossa kuvassa tekoäly tarjoaa lukemattoman määrän mahdollisuuksia rakennusalan tuottavuuden tehostamiseen eri tavoin, mikä todennäköisesti pidemmällä tähtäimellä kiihdyttää toimialan digitalisaatiokehitystä. Admicomin kehitystyön tavoitteena on nostaa yhtiön tuotteita käyttävien asiakkaiden tuottavuutta merkittävästi.

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdosta 76 % (2024) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. Nämä perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan keskimääräinen Ultima-asiakas tuottaa yhtiölle noin 1-2 tuhatta euroa SaaS-tuloja kuukaudessa, mikä on varsin korkea summa suhteessa esimerkiksi pelkkään kirjanpito-ohjelmistoon nähden. Asiakkaan kustannusta vastaan saamaa arvoa voidaan peilata siihen, että ohjelmiston avulla keskimääräinen asiakas säästää yhden henkilötyövuoden hallintotyöstä, jonka vuosikustannus olisi moninkertainen.

Admicomilla ei ole pitkiä monivuotisia sopimuksia, mutta asiakaspoistumaa rajoittaa se, että ERP on asiakkaalle liiketoimintakriittinen järjestelmä. Admicom on vahvasti kiinni asiakkaan ydinprosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen on hyvin työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä rakennusosalalle tyypillisten konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta. Tänä vuonna Admicomin asiakaspoistuma (Q3'25 6,7 %) on ollut koholla, missä näkyy toimialan heikko suhdannetilanne. Yhtiö tavoittelee pidemmällä aikavälillä alle 6 %:n asiakaspoistumaa. Projektinhallinnassa ja dokumentoinnissa ohjelmistojen tarve ja käyttäjämäärät voivat vaihdella hankkeiden kehitysvaiheen mukana.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Bauhubin osalta käytössä on projektikohtainen hinnoittelumalli, joten asiakaskohtainen laskutus voi vaihdella yksittäisen asiakkaan osalta projektien määrän ja niiden elinkaaren mukana.

Admicom ei käytä Ultiman osalta transaktiopohjaista hinnoittelua, vaan se pohjautuu yhteen kuukausimaksuun perustuvaan hinnoitteluun. Kuukausihinta on historiassa tarkistettu asiakkaan käyttäjämääriin kuukausittain ja liikevaihtoon vuosittain. Ajatuksena siis on, että Admicomin ohjelmistojen laskutus on tietyiltä osin sidottu asiakkaan liikevaihtoon kehitykseen. Admicomin asiakkaille lähettämä tasauslasku on siis ollut kasvavassa yrityksessä ylöspäin ja laskevassa alaspäin, perustuen asiakkaan vuosisopimukseen. Tasauslasku on laskutettu viisi kuukautta asiakkaan tilikauden päättymisen jälkeen. Muiden ohjelmistoratkaisujen osalta hinnoittelumallit on puolestaan sidottu käyttäjien määrään. Vuonna 2023 tasauslaskutus nousi ennätystasolle 2,3 MEUR:oon ja sen vaikutus kasvuun oli 2,4 %-yksikköä. Rakennussyklin hyytymisen myötä tasauslaskun muutos on ollut viime vuodet puolestaan negatiivinen ajuri ja sen arvioidaan olevan vuonna 2025 noin 0,8-1,0 MEUR.

Vuonna 2025 kerrotun laskutusmallin muutoksen myötä tasauslaskutus tuodaan sisään rullaavasti Ultima-asiakkaiden kuukausimaksuihin historialliseen liikevaihtoon pohjautuen. Kerran vuodessa laskutettava tasauslaskutus poistuu siis asteittain. Admicom on tuomassa nykyiset asiakkaat uuden laskutusmallin piiriin asteittain Q4'25 lähtien. Ensimmäiset noin 1/3 on tarkoitus siirtää uuteen malliin Q4:llä ja loput asiakkaat noin seuraavan 12 kuukauden sisällä. Muutos tukee Admicomin jatkuvan

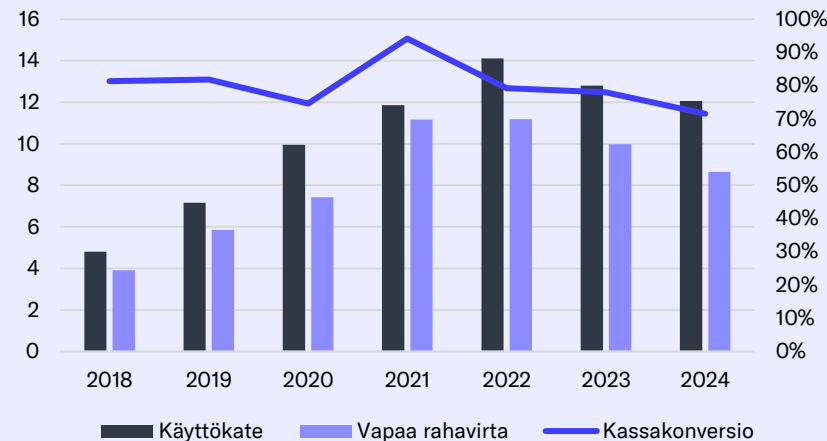
vuosilaskutuksen kehitystä Q4:llä. Osittain vaikutuksen suuruus on kiinni siitä, siirtyykö suurempia asiakkaita uuteen malliin Q4:llä vai ensi vuoden puolella. Ultiman hinnoittelumallin muutos helpottaa myös jatkossa tuotteen paketointia muun portfolion kanssa, kun hinnoittelumallit ovat yhteneväisempiä.

Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

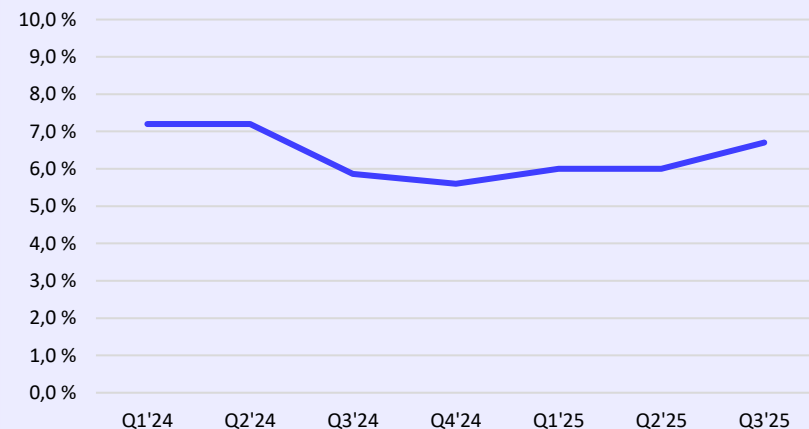
Admicomin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien voimakas monistettavuus, skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Toistuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta Q3'25:lla oli noin 97 %. Vuonna 2024 käyttökate oli erittäin hyvällä tasolla (35 %). Historiallisista huippukannattavuuksista (EBITDA 45-48 %) on kuitenkin viime vuosina tultu selvästi alaspäin, kun yhtiö on investoinut käytännössä organisaation kaikkiin toimintoihin rakentaessaan kestäväää pohjaa pitkän aikavälin kasvulle ja kansainvälistymiselle.

Historiallisen hurjan kasvuvaiheen jälkeen yhtiö on kasvanut kokoluokkaan, missä seuraavan kasvuloikan ja kansainvälistymisen tekeminen ei olisi enää ollut saavutettavissa vanhoilla organisaatorakenteilla. Siten viime vuodet ovat olleet yhtiölle isoa uudistusvaihetta, jossa merkittävää uudistumista on tapahtunut niin hallituksen, johtoryhmän kuin työntekijöiden keskuudessa. Muutosvaihe alkaa olla nyt loppusuoralla ja sitä kautta tulevien vuosien kasvuperusta on nähdäksemme kunnossa. Tämän myötä yhtiön edellytykset kasvun kiihdyttämiselle ovat erittäin hyvät markkinatilanteen piristyessä.

Käyttökateen ja vapaan kassavirran kehitys



Asiakaspoistuman kehitys



Markkinat 1/2

Nykyisillä kohdemarkkinoilla edelleen kasvutilaa

Admicomin tuoreimman arvion mukaan yhtiön ohjelmistojen kohdemarkkinoiden koko Suomessa ja Virossa on noin 400 MEUR. Näillä markkinoilla toimii yhteensä noin 75 000 rakennusyritystä, joista noin 6000 on yli 1 MEUR:n liikevaihtoluokassa. Nämä ovat Admicomin näkökulmasta kaikista kiinnostavimpia, ja tästä joukosta noin 30 % on yhtiön asiakkaita. Uusien asiakkaiden voittamisen lisäksi tulevan kasvun kannalta keskeistä on onnistua lisä- ja ristiinmyynnin vauhdittamisessa, mihin Admicomin viime vuosina rakennettu ja yhtenäistetty tuoteportfolio antaa hyvät edellytykset. Admicomin markkinaosuus nykyisistä kohdemarkkinoista on noin 9 %, joten potentiaalia kasvulle riittää vielä reilusti.

Kansainvälistymällä kohdemarkkinoiden koko on mahdollista moninkertaistaa

Strategiassaan Admicom hakee kasvua myös ulkomailta ja kansainvälisellä laajentumisella Admicom tavoittelee markkinapotentiaalinsa kolminkertaistamista vuoteen 2028 mennessä. Tämä vaatii laajentumista yhdelle isolle markkinalle (esim. Saksa tai Iso-Britannia) tai vaihtoehtoisesti muutamaa pienempään maahan Euroopassa. Tässä kohtaa tulevia kohdemarkkinoita ei ole vielä lyöty lukkoon, sillä ne ovat osaltaan kiinni sopivien yritysostokohteiden löytymisestä. Yhtiö kartoittaa potentiaalisia ostokohteita markkinoilta, joissa digitalisaation aste on jo keskikorkea tai korkea.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

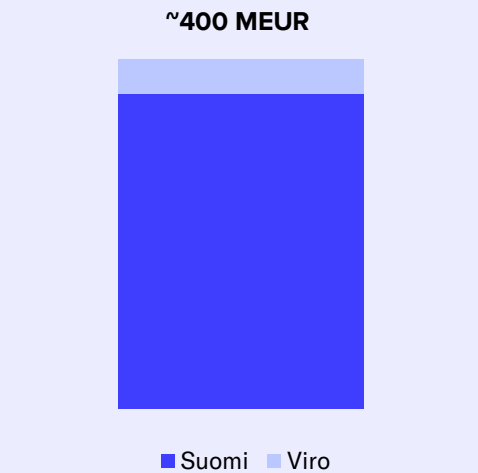
Arvioimme tutkimuksiin, toimialan ja kohdemarkkinan yhtiöiden liikevaihdon kehitykseen, sekä markkinan ajureihin perustuen, että Admicomin kohdemarkkinat ovat pitkällä aikavälillä kasvusuunnassa.

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 rakennusyhtiöiden IT-investoinnit ovat vielä selvästi muita aloja pienempiä. Tulevina vuosikymmeninä toimialan digitalisoituminen tulee tarjoamaan valtavasti kasvumahdollisuuksia tämän parissa työskenteleville yrityksille. Erilaiset tekoälysovellukset tulevat entisestään kiihdyttämään tätä kehitystä.

Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokehityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin on kasvussa. Tuoreimmassa, vuonna 2024 tehdyssä rakennusalan digiselvityksestä selviää, että 31 % alan yrityksistä arvioi investoivansa enemmän toimintansa digitalisointiin ja 32 %:lla panostukset pysyvät vähintäänkin nykyisellä tasolla. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2024 noin 64 %:lla suomalaisista rakennusyrityksistä oli käytössä ERP-järjestelmä, kun vastaava lukema vuonna 2021 oli 38 %.

Rakennusalan yhtiöillä on myös edelleen käytössä jonkin verran vanhan sukupolven ohjelmistoja ja siirtymä pilvipalveluihin on yhä joiltakin osin kesken. Admicomin mukaan itse pilvisiirtymä kasvuajurina tai erottautumistekijänä ei ole kuitenkaan tänä päivänä enää niin merkittävä, sillä suurin osa alan ohjelmistotoimijoista on tehnyt siirtymän SaaS-malliin. Sen sijaan yleisesti digitaalisuuden merkityksen kasvun myötä toimintaa tehostavien ohjelmistojen tarve on rakennusosalalla voimakkaassa kasvussa.

Admicomin kohdemarkkinoiden koko



Arvioitu kohdemarkkinoiden koko valikoiduissa Euroopan markkinoissa suhteessa Suomen ja Viron markkinaan:



Markkinat 2/2

Rakennusalan suhdanneherkkyys riskinä

Rakennusala on huomattavasti keskimääräistä suhdanneherkempi toimiala. Tämä vaikuttaa merkittävästi Admicomin kohdemarkkinaan ja sitä kautta yhtiön lyhyen aikavälin kasvunäkymiin. Vuonna 2022 rakennusalan näkymät alkoivat jäähtyä ja vuosina 2023-2024 rakennusalan liikevaihto sukelsi rajusti. Vuonna 2025 markkinatilanne on jatkunut vaikeana, vaikka liikevaihtoluvuissa on nähty välillä matalia yksinumeroisia kasvuprosentteja. Absoluuttisten volyymien ollessa pohjilla markkinan elpymisestä puhuminen vaatisi selkeästi kaksinumeroisia kasvuprosentteja. Toiveet markkinan piristymisestä ovat siirtyneet vuodelle 2026, jolloin muun muassa laskeneen korkotason ja orastavan talouskäänteen toivotaan kääntävän myös rakennussektorin nousuun usean vaikean vuoden jälkeen. Tällä hetkellä odotuksissa vuodelle 2026 on kuitenkin vielä hyvin maltillista kasvua (~3.5 %).

Rakentamisen volyymien taittuminen on näkynyt heikentävästi ERP-ohjelmistojen uusmyynnissä ja kasvattanut merkittävästi rakennusalan yhtiöiden luontaista poistumaa (konkurssit, yrityskaupat). Nämä tekijät alkoivat heijastua kunnolla myös Admicomin lukuihin vuodesta 2023 lähtien hidastuvan kasvun muodossa. Uusmyynti ei ole kuitenkaan pysähtynyt täysin edes nykyisessä kriisissä, missä yritysten toimintaa tehostavat ohjelmistot ja työkalut toimivat osaltaan myös myyntivalttina.

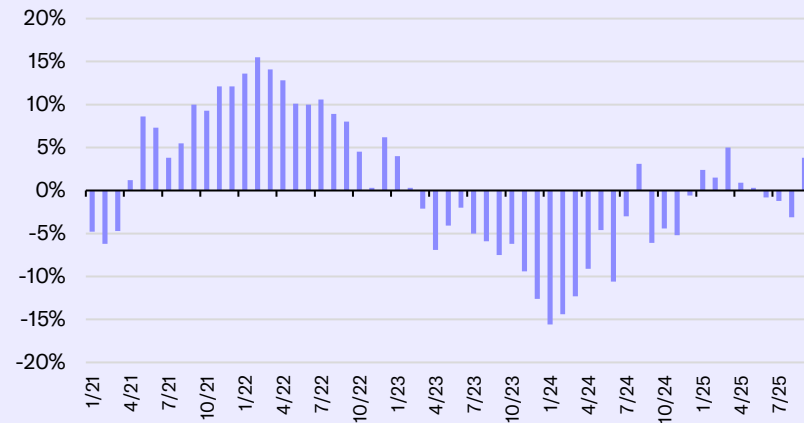
Rakennussektorilla on myös paljon taskuja (esim. infra- ja korjausrakentaminen), joissa syklisyys on huomattavasti uudisrakentamista maltillisempaa. Heikon rakennussyklin vaikutukset kohtelevat yhtiön asiakaskuntaa siis hyvin eri tavoin.

Osa asiakkaista kasvaa tässäkin markkinassa ja lisää

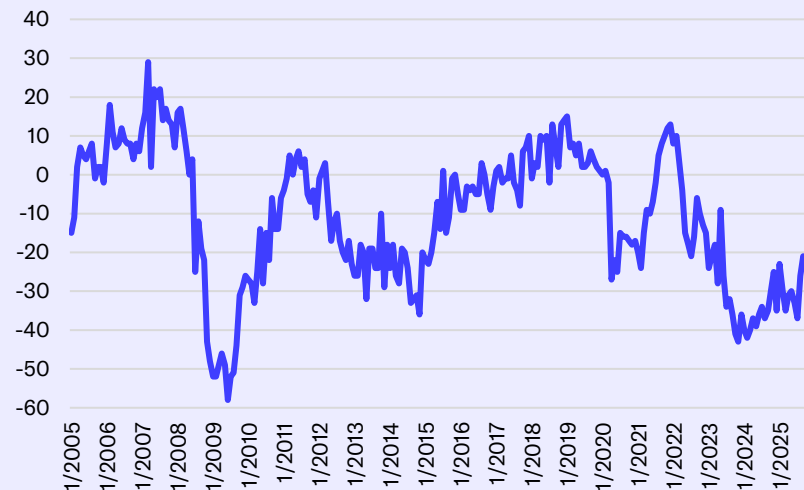
ohjelmisto-ostojaan, kun taas osa uudisrakentamiseen sidoksissa olevista yhtiöistä käy eloonjäämiskamppailua. Admicomin asiakaskanta on laajasti hajautunut, eikä uudisrakentaminen näytele siinä poikkeuksellisen isoa roolia. Käsityksemme mukaan yhtiön asiakaskanta painottuu suhteellisesti enemmän rakentamisen vakaammille alueille uudisrakentamisen sijaan verrattuna koko Suomen rakennusalan yritysjaumaan.

Vuonna 2025 rakennusmarkkinan synkkyys on jatkunut, mutta Admicom on ohjelmistomyyntiin näkökulmasta nähnyt jo orastavia merkkejä paremmasta. Epävarmuus lyhyen aikavälin kehityksen suhteen on kuitenkin yhä koholla, mutta pahin vaihe näyttäisi silti olevan jo takanapäin. Markkinakäännö voi tarjota vielä hyvän ikkunan ohjelmistomyyntille, jolloin rakennusyrittäjillä ei ole vielä kädet täynnä töitä, mutta tulevaisuuden näkymien kirkastuessa investointihalukkuus nousee. Siten ohjelmistomarkkina voi piristyä jo ennen kuin rakennusalan muu uutisvirta alkaa kunnolla osoittaa merkkejä paremmasta.

Rakentamisen liikevaihdon muutos kuukausittain Suomessa

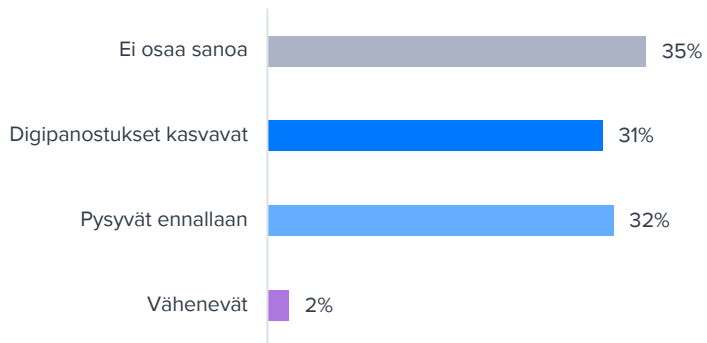


Rakentamisen luottamusindikaattori

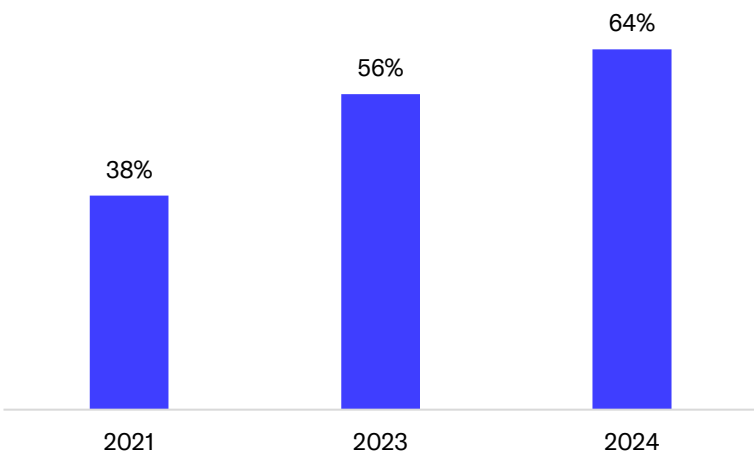


Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

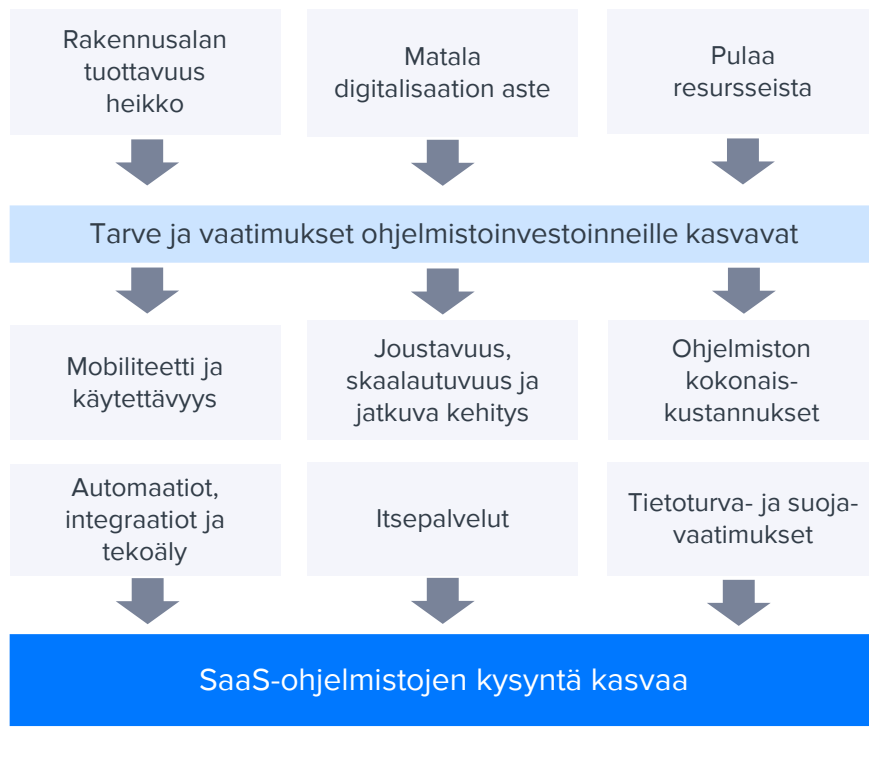
Rakennusteollisuuden digitutkimus (2024)



Suomalaiset rakennusalan yritykset, joilla ERP käytössä (%)



Markkinoiden trendit



Kilpailukenttä 1/3

Markkinan kilpailutekijät

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan järjestelmiltä vaadittavan laajuuden ja sitä kautta asiakaskoon mukaan. Suurimmat yhtiöt tarvitsevat usein omiin toimintatapoihin räätälöityjä ratkaisuja, kun taas pienimmille mikroyrityksille riittävät 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 volyymi 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 ovat rajalliset. 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 toiminallisuuksiltaan kevennetyillä ohjelmistoratkaisuilla (esim. Ultima Lite).

Admicomin kilpailukenttä

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

Tilitoimistojen tarjoamat ratkaisut eivät ole yhtiölle suoria kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat aina rinnalleen toimialan erityisohjelmia. Osaratkaisuja tarjoavat toimijat eivät myöskään ole vahvoja kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat rinnalleen taloushallintojärjestelmän. Admicomin pääkilpailijoita ovatkin käytännössä sellaiset ERP:t, joissa on integroitua, toimialan erityistarpeet kattavia ja taloushallinnon toimintoja osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja. Suurimmat kilpailijat Suomessa löytyvät Admicomin kanssa samoihin kohderyhmiin panostavista toimijoista, jotka tarjoavat toimialakohtaisia ratkaisuja. Suomessa pidempään

mukana olleita toimijoita ovat mm. Ecom, Pajadata ja EG Jydacom. Uudempia varteenotettavia kilpailijoita ovat mm. Easoft, Fondion ja Evelia.

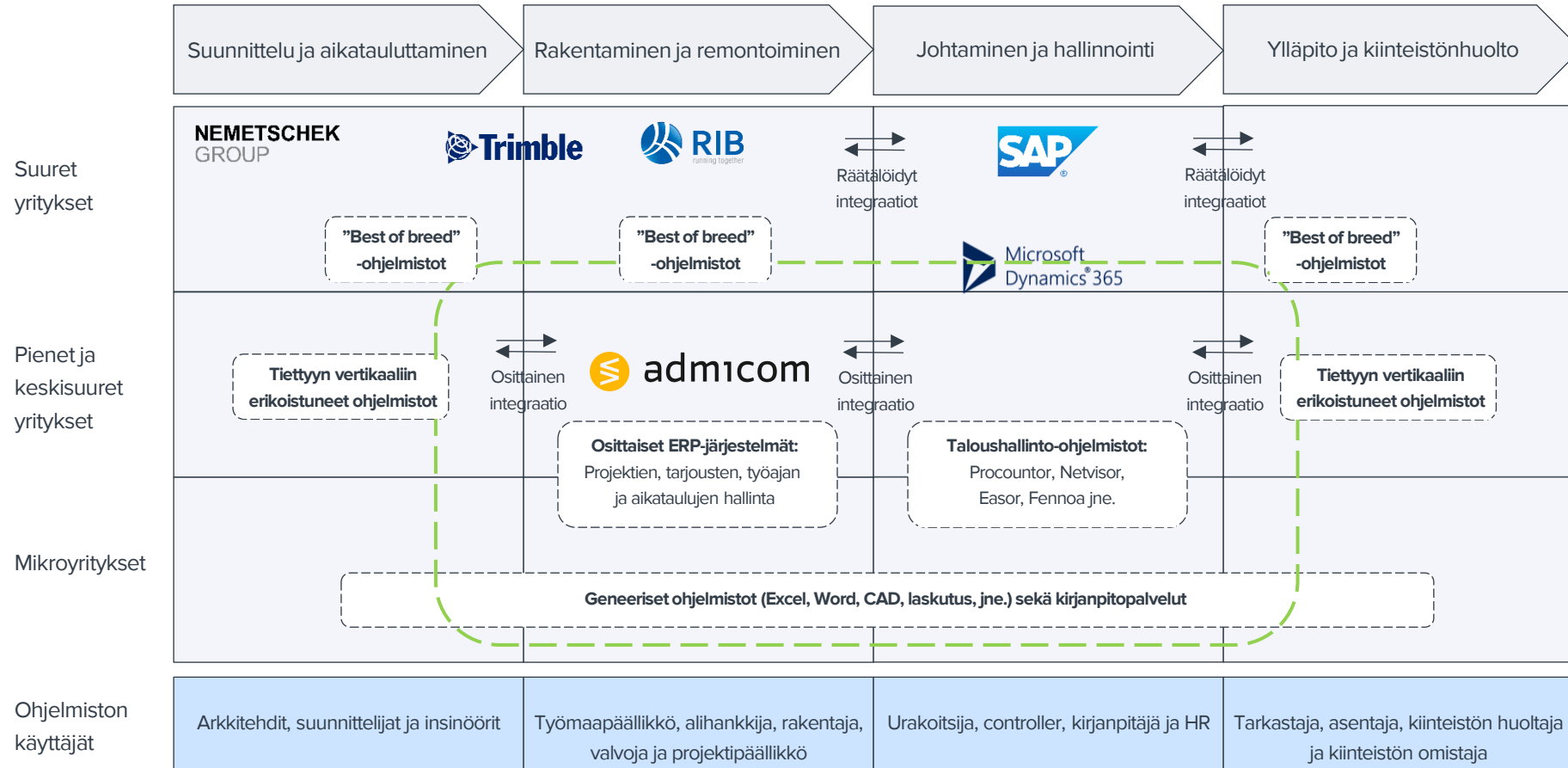
Kansainvälisesti rakennusalan ohjelmistoja tarjoaa lukematon määrä erikokoisia yhtiöitä ja kaiken kaikkiaan toimiala on vielä hyvin fragmentoitunut. Rakennusalan matala digitalisaation aste houkuttelee edelleen paikalle paljon uusia kilpailijoita, ja teknologian kehitys on tietyiltä osin myös laskenut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

Admicomin markkina-asema

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

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

Admicomin asemoituminen rakennusalan ohjelmistomarkkinalla



Kilpailukenttä 2/3

Admicomin kilpailuedut

Admicomin keskeiset kilpailuedut ovat arviomme mukaan:

- Vahva markkina-asema Suomessa
- SaaS-malliin pohjautuva, laaja-alainen ja toiminnallisuuksiltaan markkinoiden kattavin ohjelmistoratkaisu
- Korkea järjestelmän automaatioaste ja pitkälle integroidut toimialakohtaiset erityisominaisuudet
- Vahvat resurssit panostaa tuotekehitykseen sekä uusiin tekoälyominaisuuksiin
- Omat taloushallinnon palvelut

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

Admicomin mukaan yhtiön toiminnanohjausjärjestelmässä automaatio on viety monia kilpailijoita pidemmälle. Näin asiakasyrityksissä säästyy merkittävästi aikaa ja resursseja, kun tieto kulkee saumattomasti yhden järjestelmän sisällä vaiheesta toiseen. Admicomin järjestelmässä on

automatoitu laajasti myös raportointia kolmansille osapuolille.

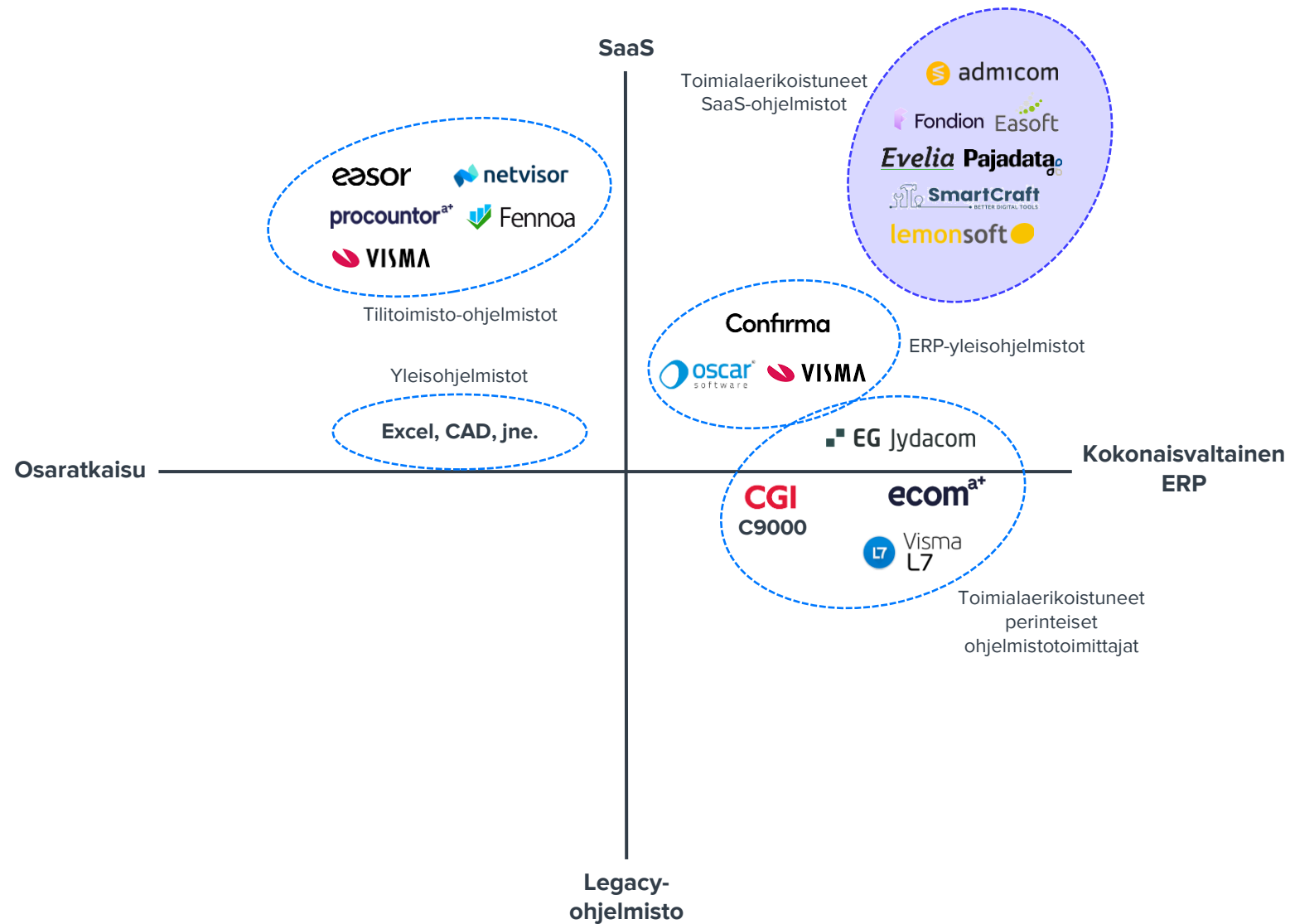
Admicom on panostanut tuotekehityksessään talotekniikka- ja rakennustoimialojen erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen rakenteeseen, mikä antaa sille kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Admicomin pitkän toimintahistorian saatossa kehittyneet toimialakohtaiset erityisominaisuudet tuovat asiakkaalle liiketoimintaan hyötyjä, joita useimmat muut kilpailijat eivät pysty tarjoamaan. Admicomin vahvat resurssit antavat sille myös monia kilpailijoita paremmat edellytykset panostaa tuotekehitykseen ja uusiin tekoälyominaisuuksiin.

Yksi Admicomin tärkeistä kilpailutekijöistä on näkemysmme mukaan yhtiön saavuttama vahva asema Suomessa. Vuosien saatossa yhtiö on pystynyt rakentamaan toiminnallisuuksiltaan markkinoiden kattavimman ohjelmistoratkaisun. 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 lokalisoitua ja markkinat ovat globaalissa mittakaavassa verrattain pienet. Vahva markkina-asema on tärkeää myös siksi, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ERP-ohjelmistoja on tyypillisesti korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa usein pitkään kestävä etua markkinaosuudessa.

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

tuotekehitysideoiden ja automatisaatioasteen kasvun lähteenä.

Admicomin ERP-ohjelmiston asemoituminen Suomen markkinassa



Kilpailukenttä 3/3

Toimialan konsolidaatio käynnissä

Yritysjärjestelyaktiviteetti Admicomin kohdemarkkinoilla on viime vuosina lisääntynyt ja myös Admicom on aktiivisesti mukana alan konsolidaatiossa ostajan roolissa. Euroopan tasolla markkinalla on käsityksemme mukaan lukuisia pieniä ja keskusuuria rakennusalaan keskittyneitä ohjelmistoyhtiöitä, mikä tarjoaa paljon mahdollisuuksia Admicomin kansainvälistä laajentumista silmällä pitäen. Myös useat muut yritykset ja pääomasijoittajat ovat kiinnostuneita rakennusalan digitalisaation mahdollisuuksista.

Tänä päivänä Admicom kohtaa osittain kilpailua myös pohjoismaisten toimijoiden suunnalta, jotka ovat tulleet Suomen markkinalle yritysostoin. Esimerkiksi Norjan pörssiin listattu, rakennusalan ohjelmistoratkaisuja toimittava Smartcraft (2024: lv. 44 MEUR) on ollut viime vuosina aktiivinen yrityskaupparintamalla. Yhtiön liikevaihto Suomesta (2024: n. 4,3 MEUR) on kuitenkin vielä suhteellisen pientä.

Vuonna 2021 tanskalainen ohjelmistoyhtiö EG osti rakennusalan ERP-ohjelmisto Jydacomin (liikevaihto tuolloin n. 8 MEUR) TietoEVRY:ltä. Pääomasijoittajataustainen EG on tehnyt myös tämän jälkeen useita yritysostoja Pohjoismaissa. Suomessa yhtiö on tehnyt yhteensä 7 rakennusalaan liittyvää yritysostoa. Näistä merkittävin oli vuoden 2024 lopussa kerrottu Easoft-yritysosto, joka on yksi Admicomin pääkilpailijoista. Kaiken kaikkiaan EG:llä on nyt yli 300 työntekijää Suomessa.

Vuoden 2023 lopulla Ruotsin rakennusalan ohjelmistokentässä tapahtui isompi järjestely, kun HVD Group (Hantverksdata) ja Next yhdistyivät, ja pääomasijoittaja EQT

tuli mukaan tähän kokonaisuuteen sijoittajaksi. Yhdistetty kokonaisuus teki tuolloin liikevaihtoa yli 65 MEUR ja työllisti yli 400 henkilöä eli on merkittävä toimija Ruotsissa. Nykyään Aceve-nimellä kulkeva yhtiö on jatkanut yritysostoja Euroopassa.

Vuonna 2024 pääomasijoittaja KKR osti enemmistöomistuksen Accountor Softwaresta, joka tarjoaa pilvipohjaisia talous- ja henkilöstöhallinnon ohjelmistoja yli 130 000 asiakkaalle Pohjoismaissa. Ostohetkellä yhtiö teki liikevaihtoa yli 130 MEUR. Tuotetarjoomasta Finago Ecom on Admicomin kanssa suoraan kilpaileva tuote. KKR on jatkanut tämän jälkeen pohjoismaisen ohjelmistokentän konsolidointia ja hankkinut julkisilla ostotarjouksilla Heeroksen Suomesta ja 24SevenOfficen Ruotsista.

Isoista toimijoista noin 2,8 miljardin euron jatkuvaa liikevaihtoa tekevä Visma tekee myös yritysostoja kovalla tahdilla, joista osa osuu myös jollain tasolla Admicomin kanssa samoille kohdemarkkinoille.

Rakennusalan ohjelmistojen kilpailukenttä Suomessa



Strategia 1/2

Päivitetystä strategiassa tavoitteena palata vahvemmalle kasvupolulle

Admicom julkisti päivitetyn strategiansa vuosille 2026-2028 marraskuussa 2025. Kaiken kaikkiaan strategian painopistealueissa ei ollut yllätyksiä ja ne ovat nähdäksemme enemminkin jatkumoa jo yhtiön viime vuosina työstämille asioille. Uuden strategian myötä Admicomin tavoitteena on vuoden 2028 loppuun mennessä:

- Palata vahvalle, yli 15 % vuotuisen orgaanisen kasvun polulle
- Saavuttaa yli 40 % oikaistu käyttökate nykyisille toiminnoille
- Tarjota kattavin ja asiakaslähtöisin alusta tuottavaan rakentamiseen
- Kolminkertaistaa potentiaalisen markkinan koko
- Rakentaa yksi voittava joukkue

Tavoitteiden saavuttamiseksi Admicom on määritellyt viisi strategian toteuttamisen painopistealuetta:

1. Asiakaslähtöinen tarjoama
2. Tehokas go-to-market –malli
3. Kansainvälinen laajentuminen
4. Liiketoimintaa tukevat lisäarvopalvelut ja
5. Skaalautuvat toiminnot

Admicom haluaa siis jatkossakin olla kasvuyritys ja yhtiön tavoitteena on palata vahvalle kasvupolulle heikon

rakennussyklin rasittamien vuosien jälkeen. Admicom uskoo, että rakennusalan tuottavuuden parantamisessa digitaalisten ratkaisujen avulla on valtava potentiaali. Potentiaalini hyödyntämiseksi yhtiön täytyy olla entistä asiakaskeisempi ja keskittyä ymmärtämään sekä ratkaisemaan asiakkaiden päivittäisiä haasteita, jotka heikentävät tuottavuutta. Siksi yhtiö aikoo keskittyä entistä vahvemmin rakennusalan asiakkaisiin ja rakennusprojekteihin liittyviin urakoitsijoihin. Lisäksi yhtiö on siirtymässä kohti modulaarista, tekoälypohjaista alustaa, joka tukee käyttäjien työnkulkuja koko rakennusprojektin ajan.

Suomessa ja Virossa Admicomilla on jo laaja asiakaskunta, mikä tarjoaa vahvan kasvuperustan ja potentiaalia lisä- ja ristiinmyynnille. Lisäksi yhtiö jatkaa kansainvälistä laajentumista. Admicom tulee vaihteittain vahvistamaan sisäisiä kyvykkyyksiä kansainvälisessä liiketoiminnassa samalla kun se etsii mahdollisuuksia laajentua uusille markkinoille yrityskauppojen kautta.

Taloudelliset tavoitteet

Admicomin päivitetty keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet on tarkoitus saavuttaa vuoteen 2028 mennessä ja ovat seuraavat:

- Jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) orgaaninen kasvu ylittää 15%
- Asiakaspito (Net Revenue Retention, NRR) on yli 106%
- Asiakaspoistuma on alle 6%
- Oikaistu käyttökate nykyisille toiminnoille on yli 40% liikevaihdosta
- Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen on alle 2,5

Admicomin tavoitteena on saavuttaa vähintään 60 MEUR:n jatkuva vuosilaskutus (ARR) strategiakauden loppuun mennessä. Pitkän aikavälin tavoitteena on edelleen 100 MEUR:n jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) saavuttaminen, mutta tavoitetta ei ole kiinnitetty tiettyyn vuoteen.

Vuoteen 2028 asetettu 60 MEUR:n tavoite tarkoittaa laskelmiemme mukaan keskimäärin noin 17 %:n kasvua seuraavan 3 vuoden aikana. Tavoite on yhtiön mukaan tarkoitus saavuttaa 15-20 MEUR:n orgaanisella kasvulla Suomessa, jonka päälle yritysostot ja orgaaninen kv-laajentuminen tuovat yhteensä 7-12 MEUR. Tästä yritysostojen osuus on 5-10 MEUR.

Vuoden 2028 lopussa yhtiön tavoitteena on olla kiinni yli 15 %:n orgaanisessa kasvussa. Kasvun odotetaan kiihtyvän kohti tavoitetasoa asteittain, sillä heikko rakennusmarkkina painaa väistämättä vielä vuoden 2026 kehitystä. Mikäli markkina lähtee odotetusti piristymään, näemme edellytykset kaksinumeroiseen orgaaniseen kasvuun realistisena. Kasvavassa markkinassa uusasiakashankinta ja asiakkaiden laajentaminen on tyypillisesti helpompaa, kun samalla asiakaspoistuma pienenee. Lisäksi liikevaihtoon sidotut hinnoittelukomponentit vauhdittavat kehitystä. Pidemmällä aikavälillä kaksinumeroisen orgaanisen kasvun ylläpito vaatii erittäin hyvää onnistumista kansainvälisen laajentumisen suhteen, mihin näkyvyys on tässä kohtaa luonnollisesti heikko.

Strategia 2/2

Yhtiön päivitetty kannattavuustavoite vaikuttaa myös realistiselta, joskin nykyisillä ennusteillamme yhtiö saavuttaa 40 %:n käyttökatteen vasta vuonna 2029. Viime vuosina yhtiö on investoinut merkittävästi mm. tuotekehitykseen ja tuotehallintoon, eikä vastaavia panostuksia tarvitse tehdä tulevinä vuosina. Siten tulevan kasvun pitäisi skaalautua hyvin tulosriveille. Matkan varrella yritysostot tulevat hyvin todennäköisesti vaikuttamaan Admicomin suhteelliseen kannattavuuteen, sillä harva ostokohde on yhtä kannattava.

Osinkopolitiikkaa muutettiin kasvuyhtiön suuntaan

Admicomin uusi osinkopolitiikka on seuraava:

“Admicomilla on kasvustrategia, ja prioriteettimme on ylläpitää vahvaa taloudellista asemaa investoidaksemme kasvuun. Kun kassavirta ja investointitarpeet sallivat, pyrimme kohdentamaan noin 30 % vuosittaisesta tuloksesta pääoman palautuksiin osinkoina tai osakkeiden takaisinostoina tai näiden yhdistelmänä.”

Aiemmin yhtiö pyrki jakamaan yli puolet tuloksestaan osinkoina omistajilleen, kuitenkin vaarantamatta strategiassa määriteltyä kasvutavoitetta tai muita taloudellisia tavoitteita. Vanhassakin politiikassa ovi oli jätetty auki pääoman vahvemmalle allokoinnille yritysostoihin, mutta uusi politiikka tekee tämän vielä selvemmäksi. Kaiken kaikkiaan näemme Admicomin arvonluonnin kannalta pääoman allokoinnin yritysostoihin järkevänä, kunhan ostokohteiden strateginen yhteensopivuus on hyvä ja järjestelyissä maksettavat hinnat kohtuullisia. Omien osakkeiden ostot on nyt myös nostettu vaihtoehdoksi osingoille, mitä pidämme tervetulleena päivityksenä.

Yritysostot keskiössä kansainvälistymisessä

Bauhubin osto oli Admicomin ensimmäinen konkreettinen askel kansainvälistymispolulla ja yritysostot ovat jatkossakin keskiössä kansainvälistymisessä. Admicomilla on selkeät kriteerit, joilla yritysostoja pyritään tekemään. Yritysostojen keskeisenä tavoitteena on joko avata uusi markkina ja hankkia asiakkuuksia tai täydentää tuoteportfolioa uusilla tuotteilla.

Admicom etsii ensisijaisesti kohteita, joiden jatkuva vuosilaskutus on noin 1-10 MEUR:n haarukassa ja liiketoiminta on terveellä pohjalla. Tyypillisesti tämä tarkoittaa toimivaksi todettua tuotetta, jolla on jo mielellään satoja asiakkaita. Lisäksi yhtiö ei ole valmis maksamaan kohteista mitä tahansa, ja esimerkiksi viime vuosina välillä hyvin kuumana käyneellä yrityskauppamarkkinalla nähtyihin huutokauppoihin yhtiö ei ole osallistunut. Tarkat kriteerit voivat rajoittaa ostokohteiden löytämistä, mutta yhtiön mukaan Euroopassa potentiaalisia kohteita on lukematon määrä. Yhtiö uskoo löytävänsä yrittäjiä, jotka haluavat lähteä viemään liiketoimintaansa uudelle tasolle osana isompaa kokonaisuutta. Admicom tulee integroimaan tulevat ostokohteet, jolloin synergioiden ulosmittaaminen on mahdollista. Kaupat tullaan rahoittamaan pääasiassa käteisellä ja velalla, mihin yhtiön vahva tase ja hyvää kassavirtaa tekevä liiketoiminta antavat reilusti liikkumavaraa. Olemme arvioineet, että yhtiön velkaantumistavoitteella (nettovelka/käyttökate < 2,5x) Admicom pystyy ottamaan lähivuosina halutessaan jopa yli 40 MEUR uutta velkaa.

Admicom edistää kv-laajentumista myös orgaanisesti, ja luonnollisesti Virossa yhtiö näkee kasvupotentiaalia Bauhubin kautta. Tämän lisäksi yhtiöllä on noin 20 kansainvälistä

asiakasta (mm. iso rakennusyhtiö Ruotsista), joten näiden kautta laajentumista ulkomaille edistetään myös orgaanisesti. Jo voitettut nykyasiakkaat kertovat osaltaan siitä, että Admicomin ohjelmistot ovat kilpailukykyisiä myös Suomen ulkopuolella. Kansainvälistä kasvua pyritään myös hakemaan tuotevetoisen myynnin (product-led-growth) kautta, mikä onnistuessaan olisi hyvin skaalautuvaa, mutta usein nähdäksemme käytännössä vaikea toteuttaa.

Orgaanisesti esimerkiksi koko ERP-ohjelmisto Ultiman lokalisointi vastaamaan minkä tahansa muun maan toimintatapoja ja lainsäädäntöä olisi valtava urakka. Siten kansainvälisiä markkinoita lähdetään alkuun tavoittelemaan enemmän pistemäisillä täsmäratkaisuilla, jotka on helpompi sovittaa kunkin maan vaatimuksiin.

Admicomin muista tuotteista dokumentointi- ja tiedonhallintaohjelmisto Vision sekä kalustonhallintaratkaisu Trackinno vaikuttavat kansainvälistymispotentiaalia omaavilta ratkaisuilta. Myös projektinhallintaratkaisuihin piilee kansainvälistymispotentiaalia, mistä vuonna 2024 voitettu suuri ruotsalaisasiakas kertoo. Yksittäisistä markkinoista Ruotsi olisikin arviomme mukaan luonteva laajentumiskohde Admicomille. Ruotsissa mm. digitaalinen infra, automaatiotaso, e-laskutus, viranomaisyhteydet ja toimintamallit ovat Suomen tavoin hyvällä tasolla. Varjopuolena nämä tekijät ovat houkutteleet paikalle jo paljon kilpailua, ja tästä näkökulmasta markkinalle meno ei ole niin houkuttelevaa. Isossa kuvassa rakennusalan ohjelmistomarkkinat ovat käytännössä jokaisessa maassa vielä niin pirstaleiset, että useammalle toimijalle riittää kasvutilaa pitkälle tulevaisuuteen.

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet on tarkoitus saavuttaa vuoteen 2028 mennessä

Kasvu

- Jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) orgaaninen kasvu ylittää 15 %
- Asiakaspito (Net Revenue Retention, NRR) on yli 106 %
- Asiakaspoistuma on alle 6 %
- Vähintään 60 MEUR:n ARR:n saavuttaminen vuoden 2028 loppuun mennessä
- Pitkällä aikavälillä yli 100 MEUR:n ARR:n saavuttaminen

Inderes: Vuoteen 2028 asetettu 60 MEUR:n tavoite tarkoittaa laskelmiemme mukaan keskimäärin noin 17 %:n kasvua seuraavan 3 vuoden aikana, joten sen saavuttaminen vaatii myös suhteellisen isojen yritysostojen tekemistä. Näemme edellytykset kaksinumeroiseen orgaaniseen kasvuun hyvällä strategian toteuttamisella Suomen rakennusmarkkinan samalla elpyessä.

Kannattavuus

- Oikaistu käyttökate nykyisille toiminnoille on yli 40 % liikevaihdosta

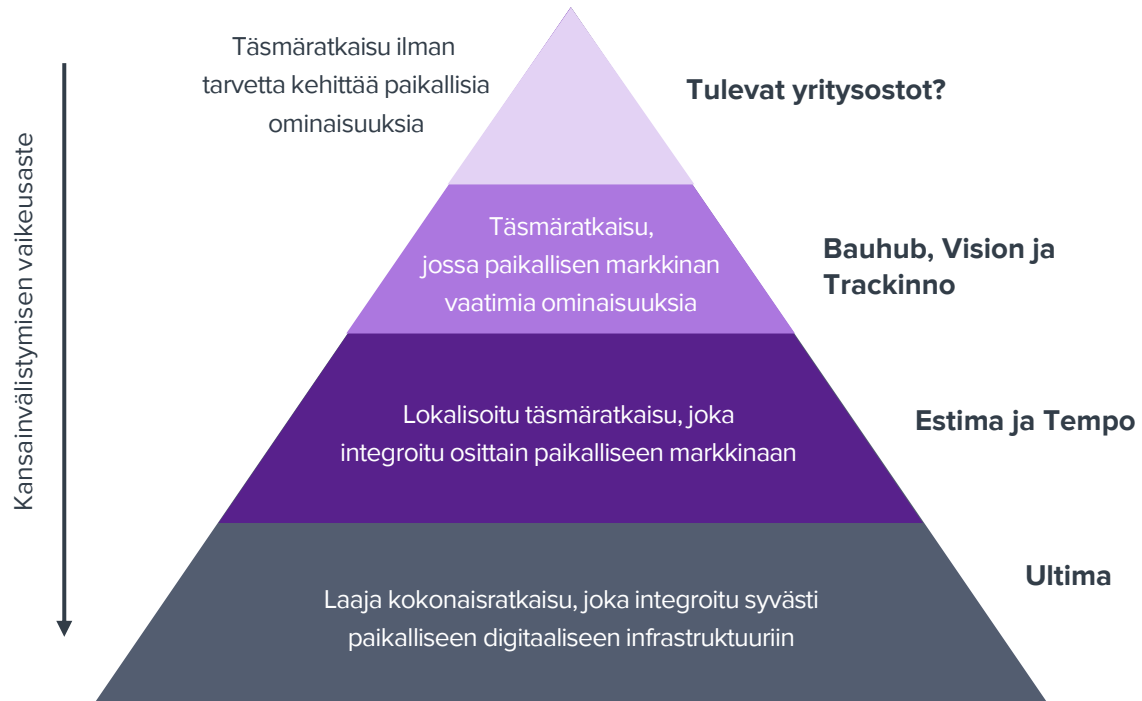
Inderes: Kannattavuustavoite vaikuttaa realistiselta. Matkan varrella yritysostot tulevat hyvin todennäköisesti vaikuttamaan Admicomin suhteelliseen kannattavuuteen, sillä harva ostokohde on yhtä kannattava.

Velkaantuneisuus

- Nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen on alle 2,5x

Inderes: Velkaantuneisuustavoitteella yhtiöllä olisi lähivuosien käyttökate-ennusteillamme mahdollisuus ottaa jopa yli 40 MEUR uutta velkaa, joten tulivoimaa yritysostoja varten riittää.

Kansainvälistymisen vaihtoehdot



Orgaaninen kasvu:

- Kasvu Virossa ja nykyisten kansainvälisten asiakkaiden kautta
- Sisäisten kyvykkyyksien vahvistaminen ja tuotevetoinen myynti
- Tuotteiden kansainvälistymisvalmiuden kehittäminen ja kansainvälisten myyntikumppanien kartoittaminen

Epäorgaaninen kasvu:

- Markkinalle laajentuminen kohdennetun täsmäratkaisun hankinnalla
- Teknologiavetoinen yritysjärjestely
- Ideaalikohteet noin 1-10 MEUR liikevaihtoluokassa
- Kohteita kartoitetaan markkinoilta, joissa digimaturiteetti jo keskikorkea tai korkea

Yritysostostrategia

Admicomin yritysostot

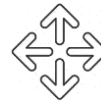
3/2020 TOCOMAN	• Liikevaihto 3,5 MEUR • 90 % SaaS-liikevaihtoa • EV/S 3x
7/2021 Lakeus (liiketoimintakauppa)	• Liikevaihto 0,6 MEUR • Palveluliikevaihtoa • EV/EBITDA 3,8x
12/2021 Aitio	• Liikevaihto 2,0 MEUR • Konsultointiliikevaihtoa • EV/S 2,5x
12/2021 HILLAVA	• Liikevaihto 0,7 MEUR • 60 % SaaS-liikevaihtoa • EV/S 3,8x
5/2022 Planman	• Liikevaihto 0,8 MEUR • 100 % SaaS-liikevaihtoa • EV/S 5,5x, EV/EBITDA 7,3x
6/2022 KOTOPRO	• Liikevaihto 2,1 MEUR • 100 % SaaS-liikevaihtoa • EV/S 5,5x
1/2024 trackinno	• Liikevaihto 0,5 MEUR • 87 % SaaS-liikevaihtoa • EV/S 2,2x-3,0x
12/2024 bauhub	• ARR 1,5 MEUR • 99 % SaaS-liikevaihtoa • EV/ARR 4x

Tehtyjen yritysostojen tavoitteet



Osaamisen ja kilpailuetujen vahvistaminen

- Tocoman, Kotopro, Aitio Finland, Lakeus, Trackinno, Bauhub



Nykyisen markkina-aseman vahvistaminen ja laajentaminen

- Tocoman, Kotopro, Hillava, Bauhub



Skaalautuvan kasvun tukeminen

- Tocoman, Kotopro, Planman, Hillava, Trackinno, Bauhub



Tuotekehityksen jatkuvuuden ja kehityksen varmistaminen

- Planman ja Aitio Finland



Kansainvälistymisen mahdollistaminen

- Kotopro, Trackinno, Bauhub

Tulevien yritysostojen tavoitteet

1. Uudelle markkinalle meno tai valmiin asiakaskannan hankinta
2. Tuoteportfoliota täydentävät yritysostot

Taloudellinen tilanne 1/2

Kasvuvauhti on hidastunut viime vuosina markkinan vastatuudessa

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 35,6 MEUR:oon vuoteen 2024 mennessä, ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu tällä välillä on ollut 29 %. Kasvua on ajanut erityisesti SaaS-uusmyynnin voimakas kasvu talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla, mutta myös palveluiden kasvu on ollut vahvaa. Lisäksi asiakkaiden liikevaihdon kasvuun pohjautuva tasauskasvu on ollut positiivinen ajuri. Kasvu on ollut pääosin orgaanista, vaikkakin viimeisen 5 vuoden aikana yritysostojen rooli on noussut.

Koronapandemian puhkeamisen jälkeen Admicomin orgaaninen kasvuvauhti on hidastunut historiallisista tasoista niin sisäisten asioiden kuin vaikeiden markkinaolosuhteiden vuoksi. Koronan vaikeuttaman uusmyynnin ja kasvaneen asiakaspoistuman lisäksi Admicomin organisaatiossa tapahtui merkittäviä muutoksia, minkä johdosta pitkäaikaisia myyjiä ja tuotekehityksen henkilöstöä lähti yhtiöstä. Tuossa vaiheessa hurjan kasvuvaiheen jäljiltä myös panostuksia organisaatorakenteisiin oli arviomme mukaan laiminlyöty. Tätä investointivelkaa on tämän jälkeen kiritty kiinni, kun perustaa seuraavalle kasvuvaiheelle ja kansainvälistymiselle on luotu. Vuodesta 2021 alkaen panostuksia tuotekehitykseen, myyntiin ja asiakaskokemukseen sekä organisaatorakenteisiin on lisätty huomattavasti. Kaiken kaikkiaan Admicomissa on tapahtunut viimeisen viiden vuoden aikana iso

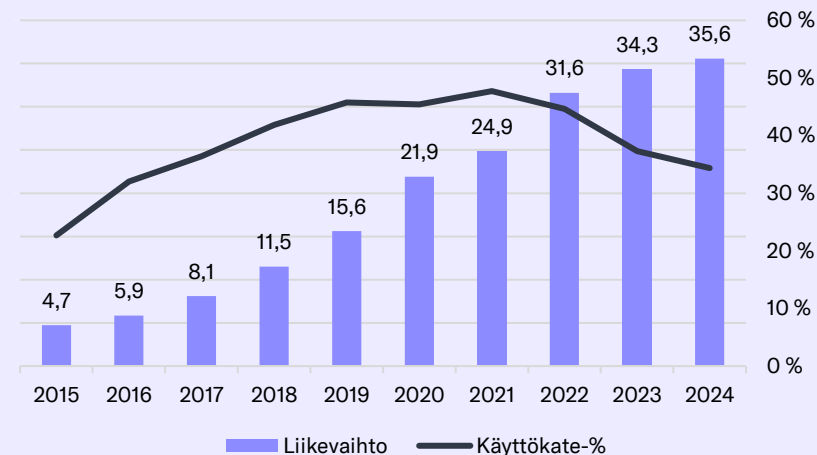
uudistuminen ja uutta henkilöstöä on tullut taloon niin rekrytointien kuin yritysostojen myötä. Samaan aikaan heikentynyt rakennussykli on jarruttanut orgaanisen kasvun kehitystä ja luo edelleen lyhyen aikavälin kasvun suhteen epävarmuutta. Olosuhteisiin nähden Admicom on kuitenkin selvinnyt mielestämme melko hyvin ja orgaaninen kasvu on pysytellyt lievästi positiivisena. Jo tehtyjen panostusten ansiosta yhtiö on arviomme mukaan hyvissä asemissa kasvun kiihdyttämiseen, kun markkinatilanteen pirstyminen vauhdittaa myyntiä ja pienentää asiakaspoistumaa.

Kasvuperustan rakentaminen syönyt kannattavuutta viime vuosina

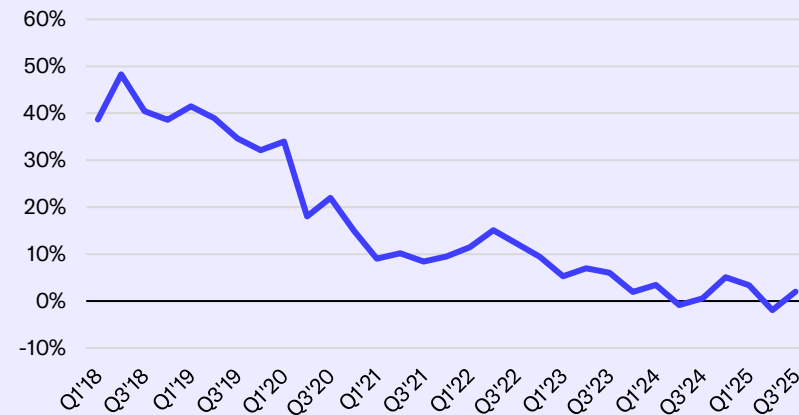
Admicomilla on taustallaan erittäin vakuuttava skaalautuvan kasvun historia, ja vuosina 2019-2022 yhtiön käyttökate oli hurjalla 45-48 %:n tasolla. Admicomin käyttökate heijastelee vielä melko hyvin liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa, sillä monista ohjelmistoyhtiöistä poiketen yhtiön tuotekehitysinvestoinnit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

Viime vuosina strategian mukainen kasvuperustan rakentaminen on näkynyt käyttökateen (2023-2024: 37-34 %) heikentymisessä ja trendi on myös vielä vuonna 2025 (ohjeistus 31-33 %) alaspäin. Merkittävimmät investoinnit on kuitenkin nyt jo tehty ja arvioimme kannattavuuden alkavan jälleen asteittain parantua yhtiön tavoitteiden mukaisesti tulevien vuosien aikana. Tämä vaatii kuitenkin paluuta vahvemmalle kasvu-uralle.

Liikevaihto ja kannattavuus



Liikevaihdon orgaaninen kasvu-% kvartaaleittain



Taloudellinen tilanne 2/2

Kulurakenne

Admicom myy ja tuottaa palvelunsa oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 4-6 %:n tasolla liikevaihdosta. Pääosa kuluerän kuluista syntyy arviomme mukaan palvelinkuluista, ulkopuolisista palveluista sekä transaktiomaksujen ja laitemyynnin kuluista.

Yhtiön kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut vastasivat vuonna 2024 noin 47 % liikevaihdosta. Historiassa henkilöstökulut ovat kasvaneet pääsääntöisesti liikevaihtoa hitaammin, mutta viime vuosina tehdyt kasvupanostukset ja yritysostot ovat kasvattaneet kustannuksia selvästi liikevaihtoa nopeammin.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Admicomin toiseksi suurin kuluerä, jotka ovat liikkuneet noin 11-12 %:n välillä liikevaihdosta, mutta lisätyt panostukset näkyvät vuosien 2023-2024 luvuissa (15 %). Nämä kulut ovat jossain määrin henkilömäärän ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa. Lähivuosina odotamme muiden kulujen osuuden pysyvän koholla, jonka jälkeen pitkällä aikavälillä niissä on jonkin verran skaalautumispotentiaalia. Admicomin henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat merkittävilta osin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä on selittänyt kulujen historiallisesti maltillista tasoa.

FAS-kirjanpidossa olevan Admicomin poistot koostuvat pääosin yhtiön viime vuosina tehtyjen yrityskauppojen liikearvon poistoista (n. 4,3 MEUR/v). Muuten yhtiön poistotaso on hyvin matala. Admicom ei ole viime vuosina aktivoinut merkittävässä määrin tuotekehitysmenoja (kehittämismenot taseessa Q3'25: 2,0 MEUR) ja liikearvon

poistot eivät ole kassavirtavaikutteisia. Siten Admicomin käyttökatte toimii hyvänä mittarina yhtiön liiketoiminnan tuottamasta rahavirrasta ennen rahoituskuluja ja veroja.

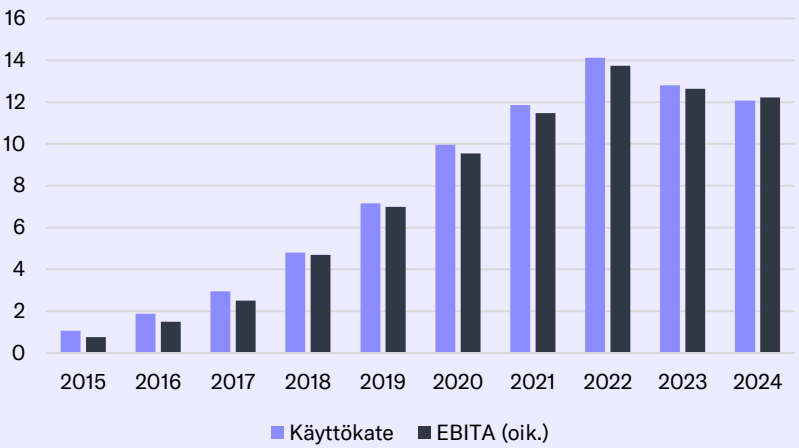
Tase ja rahoitusasema

Kiitos vuolaan rahavirran, Admicomin tase on tehdyistä yritysostoista ja viime vuosien melko vuolaasta osingonjaosta huolimatta vahva. Omavaraisuusaste oli Q3'25 lopussa 84 % ja nettovelkaantumisaste -21 %.

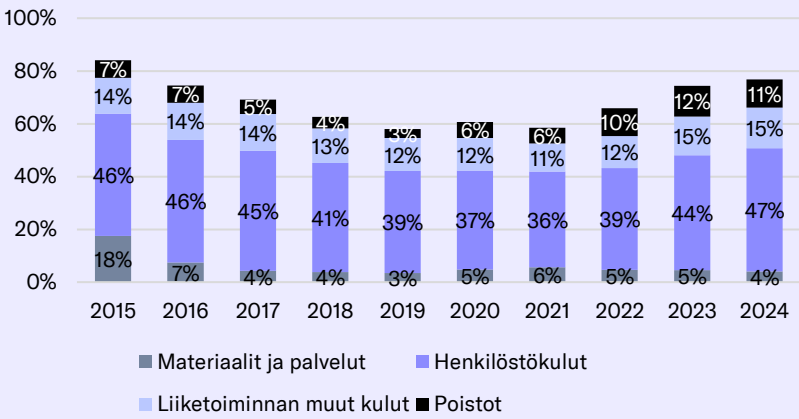
Taserakenne on myös hyvin yksinkertainen. Vuoden Q3'25 lopussa taseen loppusumma oli noin 40,2 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin yrityskaupoista syntyneestä liikearvosta (28,1 MEUR), rahavaroista (7,3 MEUR) ja lyhytaikaisista saamisista (2,3 MEUR). Vastattavien puolella Admicomin oma pääoma oli 33,7 MEUR ja korollista velkaa ei käytännössä ole ollenkaan. Pääosin siirtoveloista ja jaksotetusta liikevaihdosta muodostuvia korottomia velkoja oli 5,9 MEUR.

Arviomme mukaan Admicomilla on hyvät edellytykset kasvaa orgaanisesti ja toteuttaa yritysostoja vahvan taseen turvin. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta myös vieraan pääoman hyödyntäminen yritysostojen rahoituksessa on näkemyksemme mukaan järkevää. Mikäli yhtiö ottaisi velkaa 2,5x nettovelka/käyttökate, olisi yhtiöllä mahdollisuus lisätä velan määrää taseessa lähivuosina jopa yli 40 MEUR.

Käyttökate ja EBITA (MEUR)

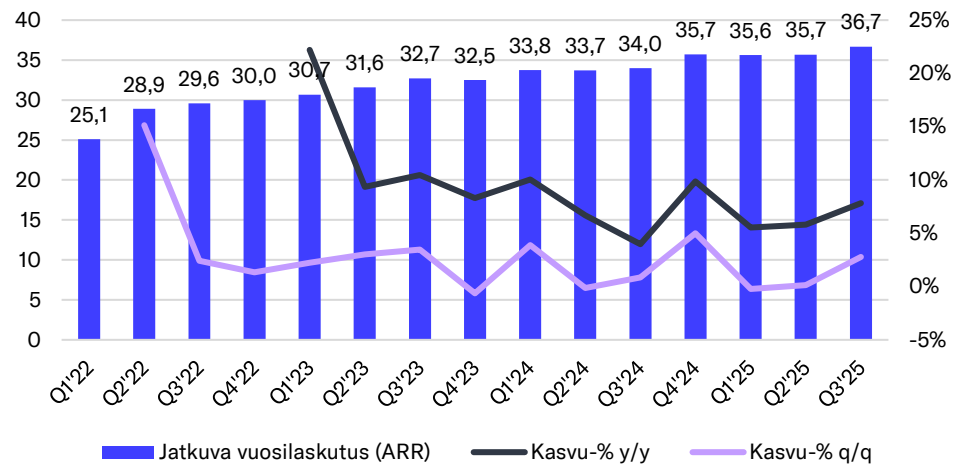


Kulurakenne %-liikevaihdosta

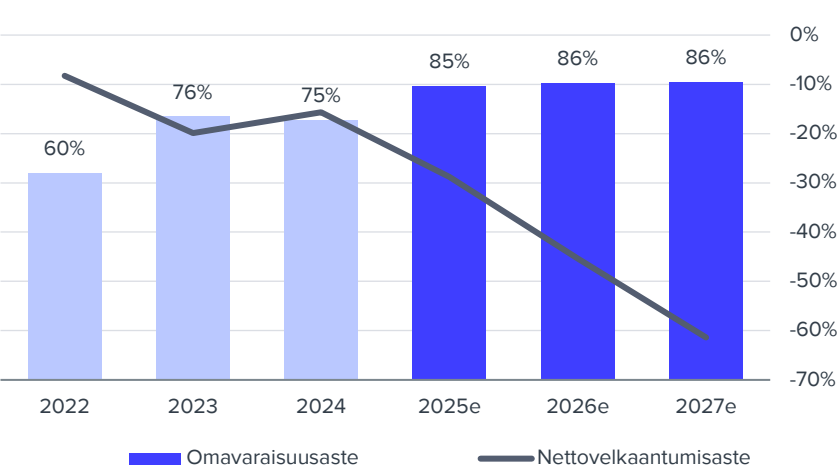


Taloudellinen tilanne

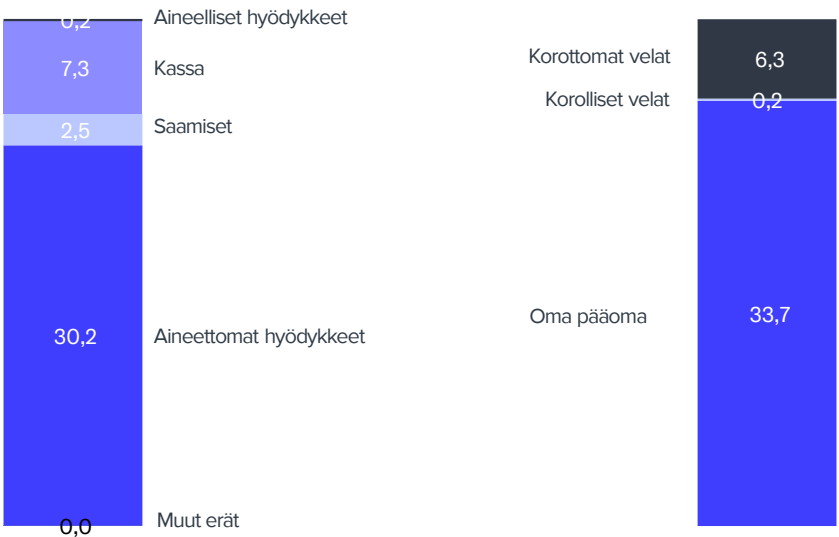
Jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Tase Q3'25



Lähde: Inderes, Admicom

Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Arvioimme Admicomin liikevaihdon kehitystä pääasiassa kolmen liikevaihtoerän kautta:

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

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

Ennustemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun, sillä tulevien yritysjärjestelyjen mallintaminen ilman tietoa niiden kokoluokasta tai kauppahinnasta ei ole mielekäästä. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa. Orgaanisen kasvun osalta oletamme liikevaihdon tulevan keskipitkällä aikavälillä nykyisiltä kohdemarkkinoilta, ja kansainvälisen kasvun rooli korostuu vasta pidemmällä aikavälillä. Olemme tämän raportin yhteydessä ainoastaan tarkistaneet osinkoennusteitamme vastaamaan Admicomin päivitettyä osinkopolitiikkaa.

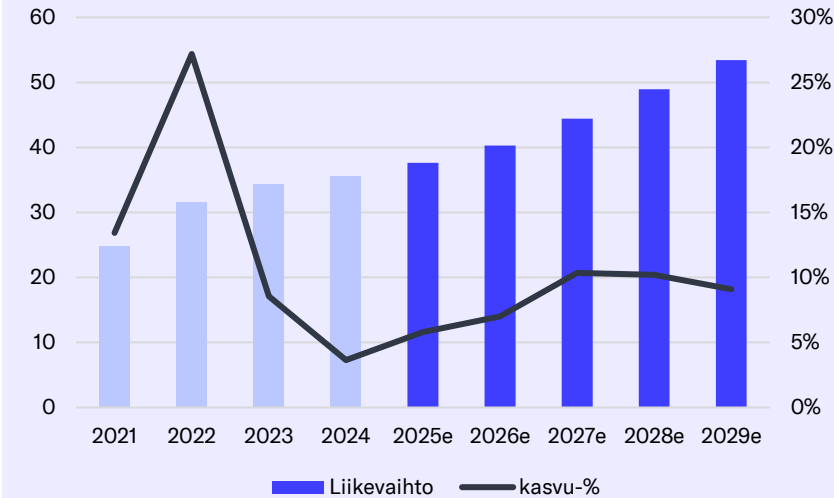
Admicomin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Admicomin pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin noin 96 %:n tasolla. Muuten operatiiviset kustannukset ovat lyhyellä aikavälillä koholla suhteessa liikevaihtoon, kun yhtiö on panostanut kasvuperustansa vahvistamiseen ja kansainvälisen kasvun mahdollistamiseen. Isoimmat panostukset ovat kuitenkin jo

kulurakenteessa sisällä ja tulevina vuosina odotamme kannattavuuden alkavan asteittain parantua kasvun myötä. Tästä yhtiöllä on myös jo vahvat näytöt historiasta.

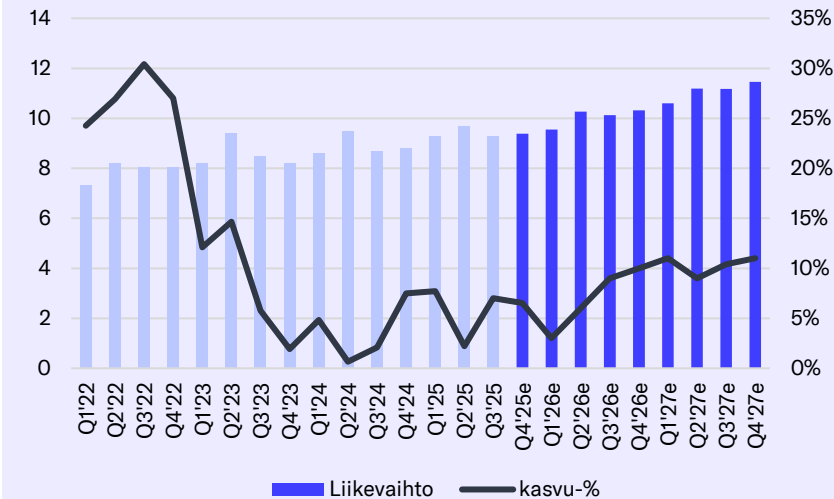
Yleisesti näkyvyys Admicomin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on melko hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu yli 95 %:sti toistuviin SaaS-palvelutuottoihin ja niihin liittyviin tilitoimistopalveluihin. Lyhyellä aikavälillä edelleen heikkona pysyttelevä rakennussuhdanne luo kuitenkin epävarmuutta orgaanisen kasvuvauhdin suhteen sen vaikeuttaessa uusmyyntiä, vähentäessä ohjelmistojen käyttöä tietyissä asiakkaissa ja lisätessä konkurssien kautta asiakaspoistumaa. Rakennusmarkkinan elpyessä orgaanisen kasvun kiihtymiselle pitäisi olla hyvät lähtökohdat uusmyynnin pirstymisen sekä laajentuneen tuoteportfolion tarjoamien lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien kautta. Admicomin liikevaihto saa nousumarkkinassa myös tukea siitä, että ohjelmistojen laskutukseen sisältyy liikevaihtosidonnaisia komponentteja. Lisäksi ohjelmistojen käyttäjämäärät kasvavat paremmassa markkinassa. Bauhubin myötä Admicomilla on myös projektisidonnaista laskutusta, jolloin projektien kasvava määrä heijastuu luonnollisesti liikevaihdon kasvuun.

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

Liikevaihto ja kasvu-%



Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin (MEUR)



Ennusteet 2/3

Vuoden 2025 ennusteet

Admicom laski näkymiään lokakuussa ennen Q3-raporttia. Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2025 jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) kasvavan 6-10 % (aik. 8–14 %) ja kokonaisliikevaihdon puolestaan 5-8 % (aik. 6-11 %). Oikaistun käyttökateen arvioidaan olevan 31-33 % liikevaihdosta (aik. 31-36 %). Heikon markkinatilanteen pitkittymisen lisäksi yhtiön vuonna 2025 tekemät organisaatiomuutokset ovat aiheuttaneet hidasteita myynnin kehityksessä. Myöskään Ultimaan ja tilitoimistopalveluihin tehtävä laskutusmallin muutos ei ehdi vielä vaikuttaa vuoden lopun ARR-kertymään olennaisesti, vaikka siirtymä etenee suunnitelmien mukaisesti. Ensimmäiset 400 noin 1500 Ultima-asiakkaasta siirtyi uuteen malliin lokakuussa ja loput seuraavan 12kk sisällä.

Ennustamme Admicomin vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan 5,8 % 37,6 MEUR:oon, missä Bauhubin vaikutus on 4,4 %-yksikköä. Oikaistun käyttökatemarginaalin ennustamme asettuvan 31,5 %:iin. Ennusteemme vaatii Q4:ltä 9,4 MEUR:n liikevaihtoa (+6,5 %) ja 29 %:n käyttökateä, mitkä pitäisi olla hyvin tehtävissä.

Vuoden 2026 ennusteet

Rakennusmarkkinan kehitys vaikuttaa nykyisellä näkymällä olevan vuonna 2026 vielä vaisua, mutta kehityksen ennakoidaan silti hieman paranevan. Admicomin asiakkaat ovat läpi historian kasvaneet markkinaa nopeammin, joten yhtiön asiakaskannan liikevaihto oletettavasti kasvaa tämänhetkistä markkinaennustetta (2026e 3,5 %) nopeammin. Ultima- ja tilitoimistopalvelujen laskutusmallin uudistuksen jälkeen aiemmin kerran vuodessa laskutettu tasa-laskutus on tarkoitus tuoda sisään rullaavasti asiakkaiden kuukausimaksuihin historialliseen liikevaihtoon pohjautuen. Tämän pitäisi arviomme mukaan jossain määrin

tukea vuoden 2026 kasvulukuja. Lisäksi yhtiö on vienyt hinnankorotuksia läpi Q3'25:lla tiettyjen tuotteiden osalta ja lopuissa korotuksia on tarkoitus tehdä Q4:llä. Arviomme mukaan tavoite korotuksille on n. 5 %, mutta toteuma jää jonkin verran alle. Hinnankorotukset silti tukevat osaltaan vuoden 2026 kasvua asteittain eteenpäin menevän uusmyynnin lisäksi. Myös tehdyt muutokset myyntitiimissä ja tuoteportfolion yhtenäistämisen saralla luovat lisää mahdollisuuksia lisä- ja ristiinmyynnille lähivuosina. Ainekset asteittain kiihtyvälle kasvulle ovat siis hyvät markkinatilanteen samalla asteittain parantuessa.

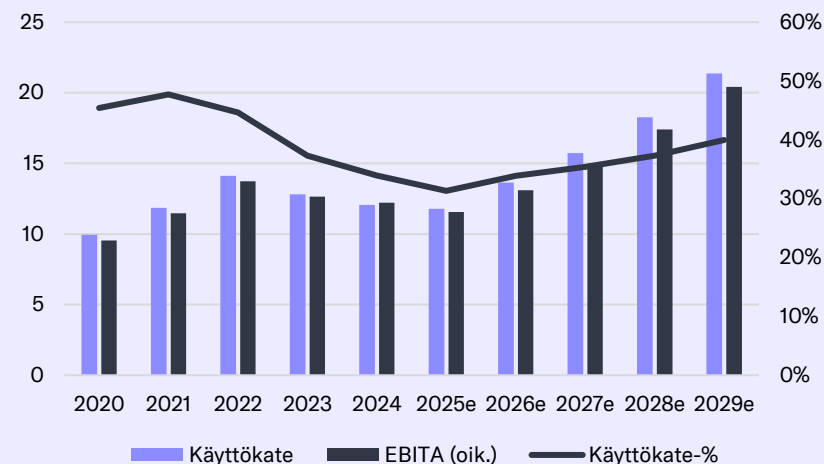
Vuodelle 2026 ennustamme 7 %:n kasvua, joka painottuu toiselle puoliskolle (Q3-Q4: 9-10 %) ja vaatii jo markkinan elpymistä. Admicomin kulurakenteen kehitys näyttää myös rauhoittuneen ja siten kannattavuuden pitäisi asteittain parantua kasvun mukana. Ennustamme siten käyttökateen paranevan 33,9 %:iin liikevaihdosta.

Vuosien 2027-2028 ennusteet

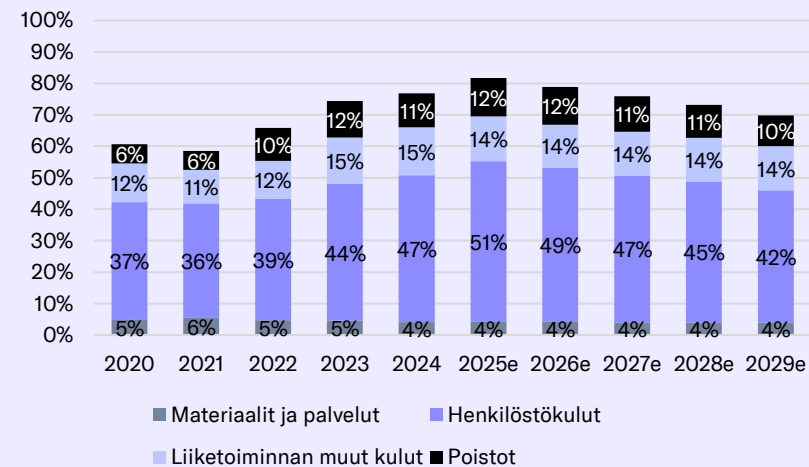
Vuosina 2027-2028 oletamme markkinatilanteen olevan jälleen parempi ja Admicomin kasvuinvestointien alkavan näkyä kiihtyvässä kasvussa ja asteittain paranevassa kannattavuudessa. Ennustamme tuolloin noin 10 %:n vuosikasvua ja 35-37 %:n käyttökateä.

Kokonaisuutena odotamme Admicomin oikaistun osakekohtaisen tuloksen laskevan vuonna 2025 noin 5 % ja tämän jälkeen kasvavan vuosina 2026-2028 noin 15 % vuodessa. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoja noin 30 %:n osingonjakosuhteella oikaistusta tuloksesta laskettuna. Admicomin liiketoiminnan vahvan kassavirran ansiosta yhtiön nettokassa alkaa ennusteillamme paisua nopeasti lähivuosina, jota todellisuudessa yhtiö tulee hyvin todennäköisesti käyttämään yritysostoihin.

Käyttökate ja EBITA



Kulurakenne %-liikevaihdosta

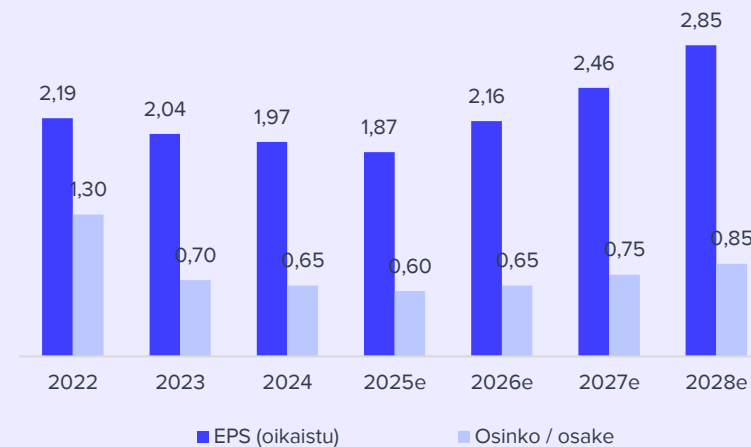


Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain vuosina 2029-2032 noin 9-6 %:iin ja sen jälkeen 5-3 %:iin vuosina 2033-2035. Ikuisuuskasvuoletuksemme on 2,7 % vuodesta 2036 lähtien. Pitkän aikavälin kasvuennusteemme ovat selvästi yhtiön tavoitetason alapuolella, joten strategian hyvällä toteuttamisella niissä olisi vielä selvää nousuvaraa. Kannattavuuden odotamme jatkavan asteittain nousevalla uralla ja käyttökate-%:n olevan vuosikymmenen lopussa noin 40-41 %:n tasolla, mihin odotamme sen myös tämän jälkeen tasaantuvan. Ikuisuusoletuksessa olemme asettaneet liikevoittomarginaalin 37,5 %:iin, mikä vastaa noin 39 %:n käyttökateä.

EPS ja osinko



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	34,3	8,6	9,5	8,7	8,8	35,6	9,3	9,7	9,3	9,4	37,6	40,3	44,4	49,0
Käyttökate	12,8	2,6	3,6	3,6	2,3	12,1	2,3	3,1	3,7	2,7	11,8	13,6	15,7	18,3
Poistot ja arvonalennukset	-4,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-3,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-4,6	-4,8	-5,0	-5,1
EBITA (oik.)	12,7	2,6	3,6	3,6	2,5	12,2	2,3	3,0	3,6	2,7	11,6	13,1	15,0	17,4
Liikevoitto	8,8	1,6	2,7	2,6	1,3	8,2	1,1	1,9	2,5	1,6	7,2	8,8	10,7	13,1
Nettorahoituskulut	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	8,6	1,6	2,6	2,6	1,3	8,2	1,1	1,9	2,5	1,6	7,1	8,8	10,7	13,1
Verot	-2,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,3	-2,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,4	-2,1	-2,2	-2,6	-3,1
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,02	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,01	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,3	1,1	1,9	1,9	1,0	5,9	0,7	1,3	1,9	1,2	5,0	6,5	8,1	10,0
EPS (oikaistu)	2,04	0,40	0,57	0,57	0,44	1,97	0,37	0,48	0,59	0,45	1,87	2,16	2,46	2,85
EPS (raportoitu)	1,27	0,21	0,38	0,38	0,20	1,18	0,13	0,26	0,37	0,23	1,00	1,30	1,61	2,00

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	8,6 %	4,8 %	0,7 %	2,1 %	7,5 %	3,6 %	7,7 %	2,2 %	7,0 %	6,5 %	5,8 %	7,0 %	10,3 %	10,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-7,7 %	-14,4 %	1,0 %	-4,7 %	4,7 %	-3,6 %	-9,7 %	-15,8 %	0,9 %	5,3 %	-5,3 %	13,2 %	14,4 %	16,2 %
Käyttökate-%	37,3 %	29,9 %	38,4 %	41,4 %	25,6 %	33,9 %	24,5 %	31,9 %	39,6 %	29,3 %	31,3 %	33,9 %	35,4 %	37,3 %
EBITA-% (oik.)	36,9 %	29,7 %	37,9 %	40,9 %	28,6 %	34,3 %	24,9 %	31,2 %	38,6 %	28,3 %	30,7 %	32,5 %	33,7 %	35,6 %
Nettotulos-%	18,4 %	12,4 %	20,2 %	22,0 %	11,0 %	16,5 %	7,3 %	13,3 %	20,2 %	12,4 %	13,3 %	16,2 %	18,1 %	20,5 %

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	37,6	37,6	0 %	40,3	40,3	0 %	44,4	44,4	0 %
Käyttökate	11,8	11,8	0 %	13,6	13,6	0 %	15,7	15,7	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,6	11,6	0 %	13,1	13,1	0 %	15,0	15,0	0 %
Liikevoitto	7,2	7,2	0 %	8,8	8,8	0 %	10,7	10,7	0 %
Tulos ennen veroja	7,1	7,1	0 %	8,8	8,8	0 %	10,7	10,7	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,87	1,87	0 %	2,16	2,16	0 %	2,46	2,46	0 %
Osakekohtainen osinko	0,65	0,60	-8 %	0,75	0,65	-13 %	0,90	0,75	-17 %

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	27,4	32,4	28,8	25,1	21,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	27,3	32,0	28,4	24,7	20,9
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
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	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	11,2	11,1	11,8	19,2	28,4
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	1,3	1,8	1,9	2,0	2,2
Likvidit varat	9,9	9,3	9,9	17,2	26,2
Taseen loppusumma	38,7	43,5	40,6	44,3	49,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	29,3	32,6	34,3	37,8	42,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,8	16,2	18,0	21,5	26,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	15,3	16,2	16,2	16,2	16,2
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	4,6	0,6	0,3	0,1	0,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	4,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	4,8	10,3	6,0	6,3	6,9
Korolliset velat	0,0	4,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,8	6,3	6,0	6,3	6,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	38,7	43,5	40,6	44,3	49,7

Sijoitusprofiili

- 1 Paljon kasvupotentiaalia niin orgaanisesti kuin yritysostoin
- 2 Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli
- 3 Kilpailukykyinen tuoteportfolio ja vahva markkina-asema Suomessa
- 4 Vahva tase ja erinomainen rahavirta antavat liikkumavaraa yritysostoihin
- 5 Rakennusalan matala digitalisaation aste pitkän aikavälin kasvuajurina

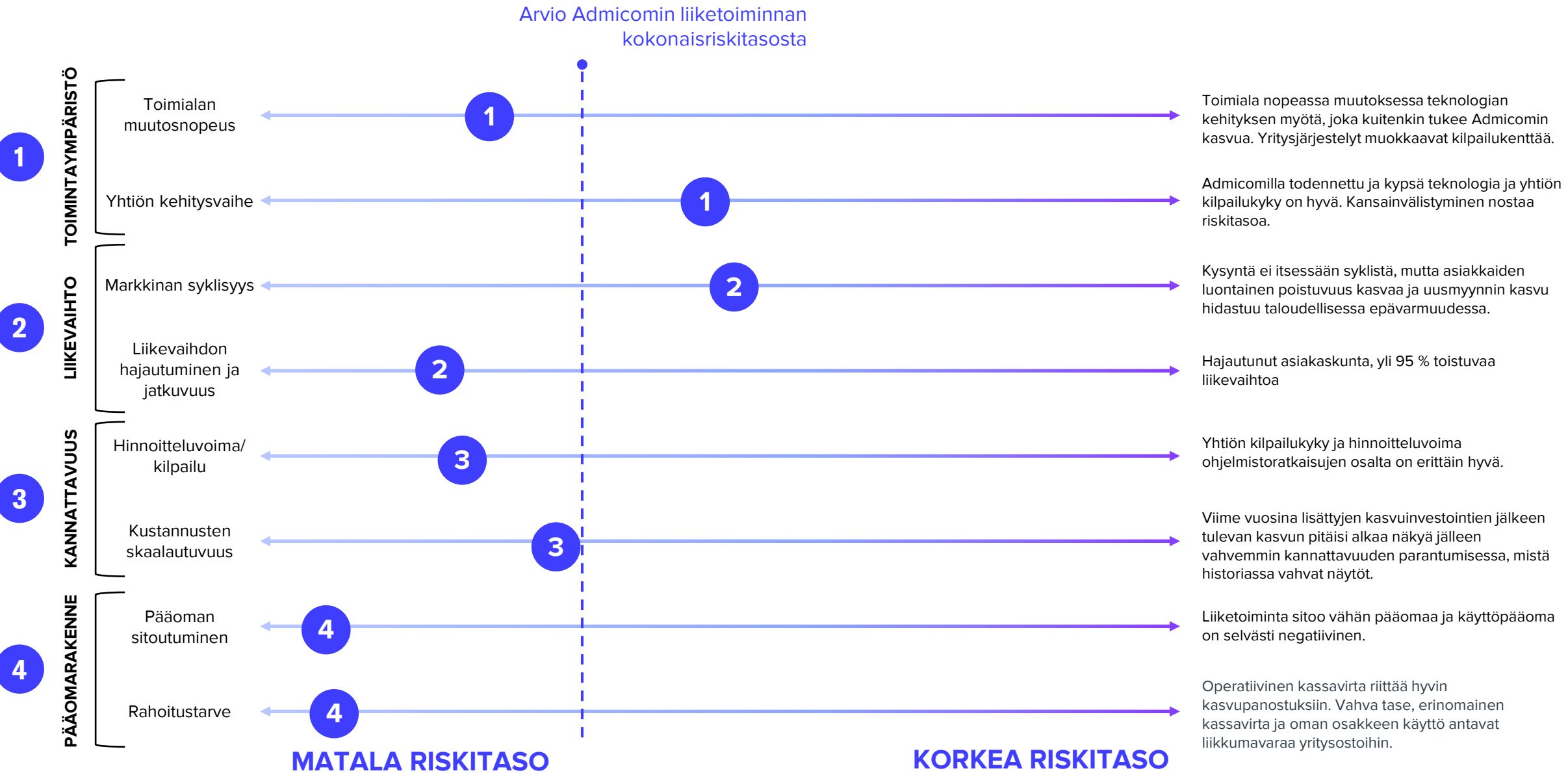
Potentiaali

- Entuudestaan vahvan markkina-aseman paaluttaminen Suomessa
- Lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien hyödyntäminen
- Kasvuinvestoinneista huolimatta vahva kannattavuus, jossa parannusvaraa tulevana vuosina
- Laajentuminen uusiin toimintamaihin yritysostoilla
- Suomen rakennusmarkkinan käänne kasvuun tulevana vuosina

Riskit

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

Liiketoiminnan riskiprofiili



Arvonmääritys 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

Admicomin liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden suosimme arvostuksen tarkastelussa erityisesti tulos pohjaisia arvostuskertoimia, kuten liikearvopoistoista oikaistu EV/EBIT. Isossa kuvassa vakaiden ja ennustettavien kassavirtojen ansiosta myös DCF-malli on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä.

Arvostus näyttää houkuttelevalta lähivuosina kiihtyvän kasvun valossa

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

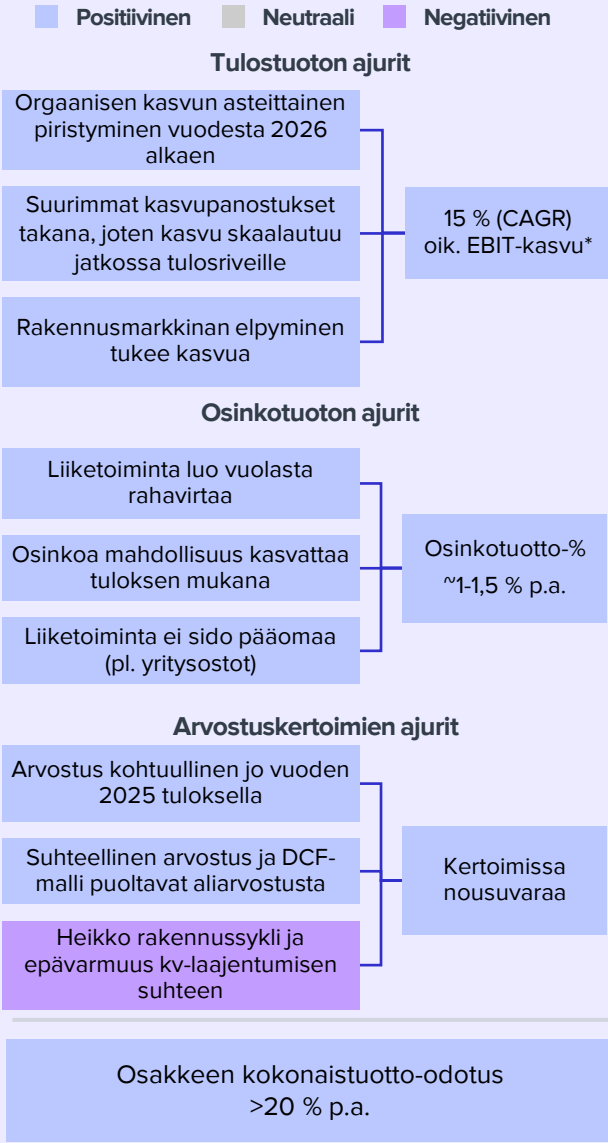
Admicomin orgaaninen kasvu jää vuonna 2025 vielä vaatimattomaksi rakennusmarkkinan heikkouden jatkuessa. Viime aikoina laskeneen osakekurssin myötä arvostus (2025e EV/EBIT 17x) ei ole erityisen vaativa edes tällä tuloksella. Kasvu tulee kuitenkin asteittain pirstymään ja arviomme mukaan kiihtyy keskipitkällä aikavälillä rakennussyklin elpyessä. Tähän suhteutettuna ensi vuodelle arvostus (EV/EBIT 15x) on jo maltillinen, ja

tuloskasvun kiihtyessä arvostus (2027-2028e EV/EBIT 12x-10x) painuu keskipitkällä aikavälillä hyvin houkuttelevaksi. Yhtiön omat tavoitteet ovat vielä selvästi ennusteitamme korkeammalla.

Mielestämme Admicomin tuloskasvunäkymästä riippuen neutraali kerroinhaarukka keskipitkällä aikavälillä on noin 15x-20x, ja kaksinumeroisella orgaanisen kasvun näkymällä arvostus voisi olla jonkin verran tätä korkeampikin. Tavoitehinnallamme osaketta hinnoiteltaisiin vuodelle 2026 noin 20x EV/EBIT-kertoimella.

Admicomin viime vuosina tekemien yritysostojen ja lisättyjen kasvupanostusten myötä yhtiö on kylvänyt maahan useita kasvun siemeniä, joiden potentiaalia ei ole päästy vielä kunnolla näkemään heikossa markkinassa. Näin ollen strategian edetessä yhtiöllä on mahdollisuus ylläpitää vahvaa tuloskasvua vielä pitkään, mikä tarjoaa pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Keskeisimmät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yritysostoihin ja tuleviin vahvempiin kansainvälistymispanostuksiin rakennusalan suhdanneriskien lisäksi.

Osaketuoton ajurit 2025e-2028e



Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmän arvostus

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

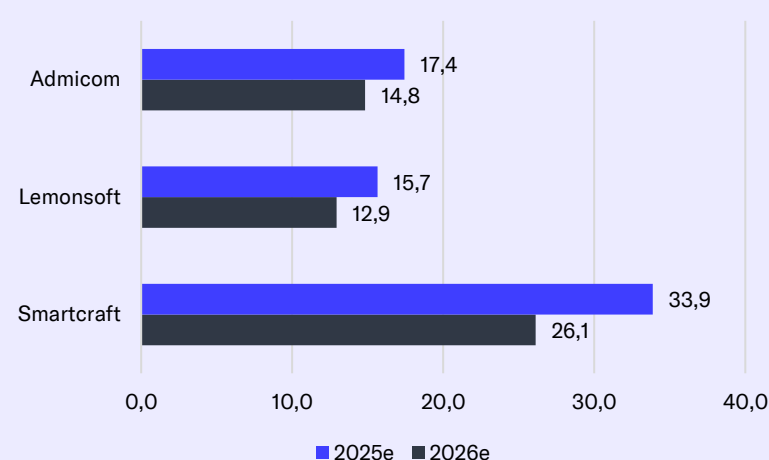
Suhteessa lähimpiin verrokkeihin vuoden 2025 EV/EBIT-kertoimella Admicomin arvostus on lievällä preemiolla maltillisesti hinnoiteltuun Lemonsoftiin (16x) nähden. Admicomin oikaistusta liikevoitosta on viime vuosina konvertoitunut kassavirraksi kuitenkin huomattavasti Lemonsoftia suurempi osuus, mikä on hyvä huomioida kertoimia vertailtaessa. Admicomin orgaaninen kasvuprofiili on myös tällä hetkellä hieman parempi. Pohjoismaissa toimivaan ja korkeilla kertoimilla hinnoiteltuun Smartcraftiin (2025e-2026e 34x-26x) nähden Admicomin arvostus on huomattavalla alennuksella. Smartcraftin orgaaninen kasvuvauhti on tällä hetkellä Admicomia nopeampaa, ja yhtiö on laajentunut markkinapotentiaaliaan useammalla kansainvälisellä yritysostolla, mikä myös puoltaa korkeampia kertoimia. Kassavirtamielessä Admicomin tuloksen laatu on taas Smartcraftia parempi. Kokonaisuutena Admicomin osakkeen arvostus näyttää mielestämme maltilliselta verrokkeihin nähden.

Rakennusalaan keskittyneistä ohjelmistoyhtiöistä yhdysvaltalainen Procore toimii myös yhtenä verrokkina Admicomille. Liikevaihdon kokoluokalta (2025e 1,3 miljardia dollaria) yhtiö on kuitenkin aivan eri skaalassa. Yhtiö on

myös historiassaan investoinut kasvuun voimakkaasti kannattavuuden kustannuksella, mutta käyttökatteen ennustetaan lähivuosina nousevan kohtuulliselle 21-25 %:n tasolle. Tällä tulostasolla Procoren tulokertoimet (2025e EV/EBITDA 38x) ovat vielä hyvin korkeita, mutta arviomme mukaan kypsän vaiheen kannattavuus on vielä selvästi tätä korkeammalla. Procoren ennustetaan kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 13 %:n vuosivauhtia.

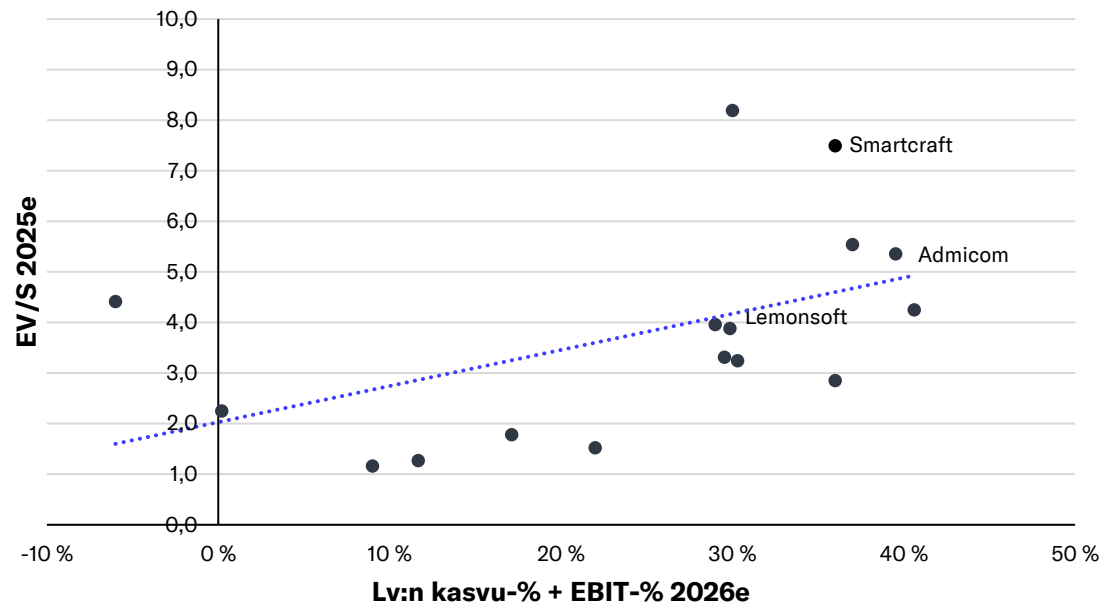
Liikevaihtokertoimella Admicomia (2025e 5,4x) hinnoitellaan preemiolla Lemonsoftiin (3,9x) ja puolestaan selvällä alennuksella Smartcraftiin (7,5x) nähden. Eroja liikevaihtokertoimissa selittävät nähdäksemme pitkälti samat tekijät kuin mitä juuri kävimme läpi tulokertoimia tarkastellessa. Procoren liikevaihtokerroin (8,2x) on myös selvästi Admicomia korkeampi.

Admicomin ja lähimpien verrokkien EV/EBIT

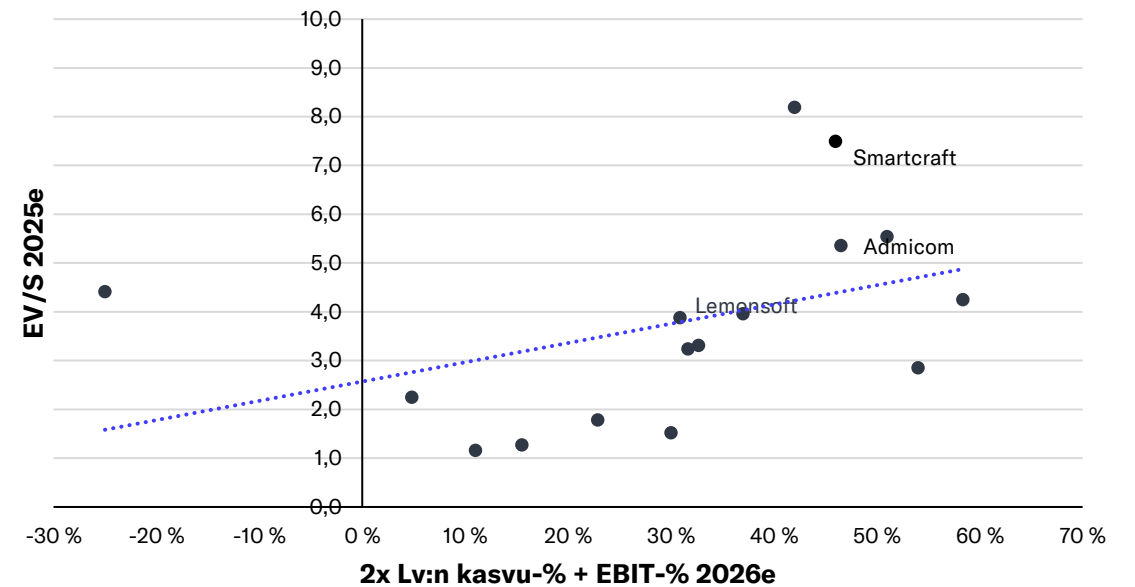


Liikevaihtopohjainen arvostus suhteessa verrokkeihin

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

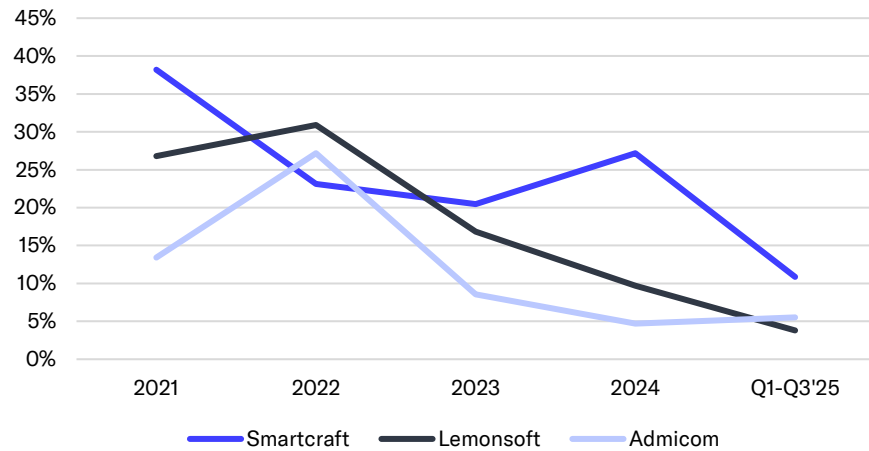


Verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään (Rule of X)

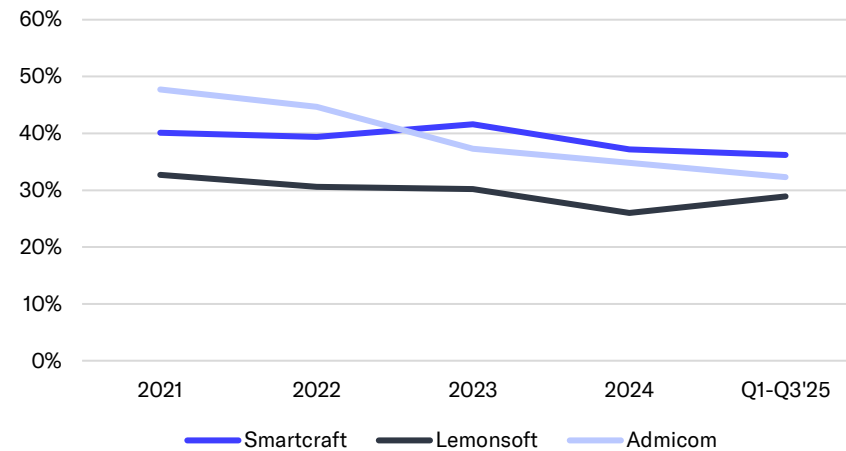


Admicomin ja verrokkien tunnuslukuja

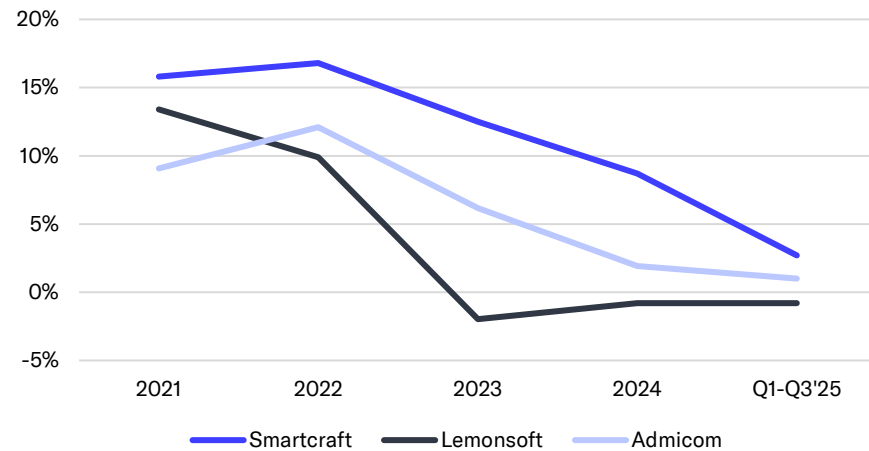
Liikevaihdon kasvu-%



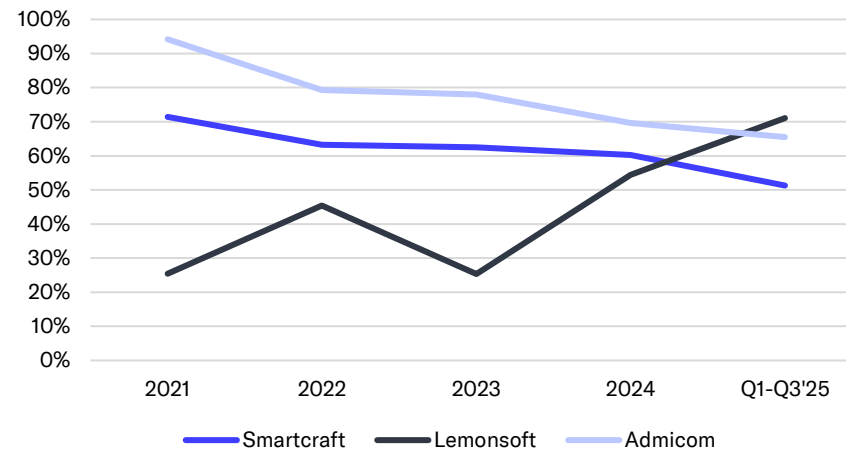
Käyttökate-% (oik.)



Liikevaihdon orgaaninen kasvu-%



Kassakonversio (vapaa kassavirta / oik. EBITDA)



Arvonmääritys 3/4

Skenaariot vuoteen 2028

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

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Admicomin liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 8 % vuodessa ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) paranevan 36 %:iin vuoteen 2028 mennessä. Oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin vuoden 2027 lopussa / 2028 alussa 17,5x EV/EBIT-kertoimella noin vuoden eteenpäin katsovaan ennusteeseen peilaten. Admicomin strategian edetessä yhtiön kasvunäkymien pitäisi tuolloin olla edelleen hyvät, joten suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen hyvin perusteltavissa. Ennusteidemme kautta laskettu Admicomin yritysarvo olisi näillä oletuksilla 305 MEUR. Lisäämällä tähän vuoden 2027 ennustettu

nettokassa sekä vuosien 2026-2027 osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 341 MEUR tai 68 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 26 %:n vuotuista tuotto-odotusta nykyisellä osakekurssilla. Mielestämme skenaario kuvastaa hyvin Admicomin osakkeessa keskipitkällä aikavälillä piilevää potentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu lähivuosina kiihdyttämään kasvuaan lähemmäs kaksinumeroisia tasoja.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun jäävän 3 %:iin ja kannattavuuden paranevan vain lievästi 32 %:iin. Tässä skenaariossa oletetulla 15x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 221 MEUR tai 44 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi osakkeen polkevan paikoillaan tulevat vuodet. Pessimistinen skenaario kertoo mielestämme osaltaan osakkeeseen tällä hetkellä ladatuista melko maltillisista kasvuodotuksista, sillä pehmeälläkin suorituksella tuotto-

odotus ei olisi juurikaan negatiivinen, mikäli hyväksyttävä arvostustaso ei kasvuvauhdin hyytyessä laskisi merkittävästi.

Optimistisessa skenaariossa oletamme Admicomin liikevaihdon kasvavan vuosittain 13 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 40 %:iin. Vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin valossa sovelamme 20x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 498 MEUR tai 99 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 52 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario vaatisi lähivuosilta erinomaista onnistumista yhtiön strategiassa ja orgaanisen kasvun merkittävää kiihtymistä nykytasoilta. Tässä skenaariossa myös tuotto-odotus olisi erittäin hyvällä tasolla.

Skenaariot vuoteen 2028	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	40,0	49,0	57,0
Lv:n kasvu-% (CAGR 25-28)	3 %	8 %	13 %
EBIT-% (oik.)	32 %	36 %	40 %
EBIT (oik.)	12,8	17,4	22,8
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	15,0	17,5	20,0
= Yritysarvo 2028e (MEUR)	192	305	456
Nettokassa + osingot 2026-2027	29	36	42
= Osakekannan arvo (MEUR)	221	341	498
Per osake (EUR)	44	68	99
Potentiaali	4 %	61 %	135 %
Vuotuinen tuotto-odotus	2 %	26 %	52 %

Arvonmääritys 4/4

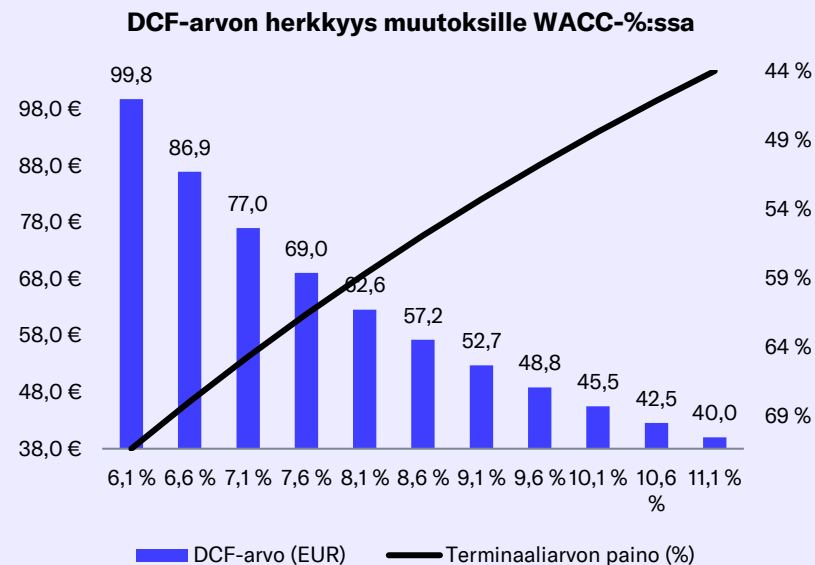
DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Admicomin osakkeelle nykyisillä, yhtiön tavoitteisiin nähden maltillisilla oletuksillamme noin 57 euron arvon. Olemme asettaneet terminaaliarvon (2036-) kasvuodotuksen 2,7 %:iin ja liikevoittomarginaalin 37,5 %:n tasolle. Terminaaliarvon painoarvo DCF-laskelmassa on 56 %, mikä on melko maltillinen taso.

Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 8,6 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 9,2 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme tuottovaateen taso on kohtuullinen ja hyvin perusteltavissa nykyisessä korkoympäristössä Admicomin liiketoiminnan matalalla riskiprofiililla. Tuottovaateessa voisi olla vielä jonkin verran laskuvaraa, kun Admicomin strategiassa tavoittelemasta kiihtyvistä kasvusta saadaan tulevana vuosina näyttöjä. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa.

Käypä arvo

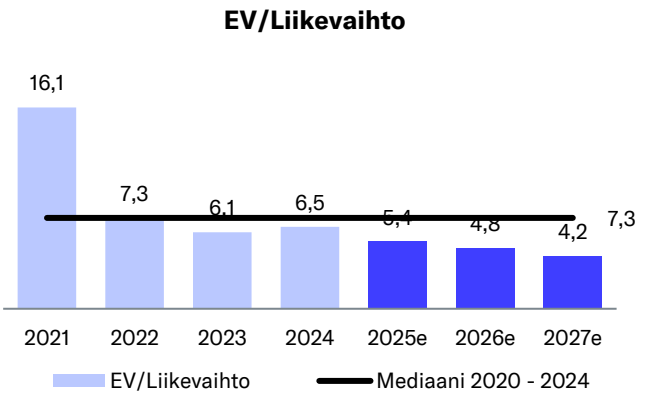
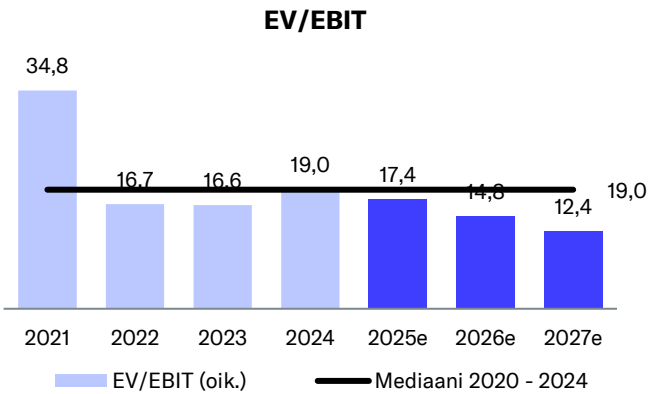
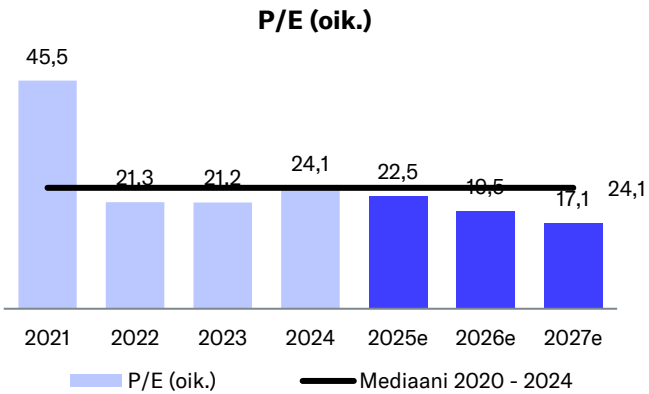
Edellä läpikäytyjen arvonmääritysmenetelmien pohjalta arviomme Admicomin käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 43-57 euron haarukassa. Tämä vastaa myös pitkälti arvioimamme hyväksyttävän 15x-20x kerroinhaarukan soveltamista vuoden 2026 oikaistuun liikeulosennusteeseen. Näemme keskipitkällä aikavälillä käyvän arvon kehityksessä potentiaalia, kunhan yhtiö pääsee takaisin piristyvälle kasvupolulle. Edellisellä sivulla läpikäydyt skenaariot osaltaan havainnollistavat tätä.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	135,0	84,5	46,5	43,3	47,5	42,2	42,2	42,2	42,2
Osakemäärä, milj. kpl	4,92	4,93	4,99	4,99	4,99	5,02	5,02	5,02	5,02
Markkina-arvo	665	416	232	216	238	211	211	211	211
Yritysarvo (EV)	651	400	229	210	232	202	194	185	175
P/E (oik.)	87,1	45,5	21,3	21,2	24,1	22,5	19,5	17,1	14,8
P/E	>100	51,7	29,1	34,1	40,3	42,2	32,4	26,2	21,1
P/B	29,5	13,3	7,9	7,4	7,3	6,2	5,6	5,0	4,3
P/S	30,3	16,7	7,3	6,3	6,7	5,6	5,3	4,8	4,3
EV/Liikevaihto	29,7	16,1	7,3	6,1	6,5	5,4	4,8	4,2	3,6
EV/EBITDA	65,4	33,7	16,3	16,4	19,3	17,1	14,2	11,8	9,6
EV/EBIT (oik.)	68,2	34,8	16,7	16,6	19,0	17,4	14,8	12,4	10,0
Osinko/tulos (%)	66,9 %	122,3 %	81,3 %	55,3 %	55,4 %	60,1 %	50,0 %	46,7 %	42,6 %
Osinkotuotto-%	0,7 %	2,4 %	2,8 %	1,6 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %	1,8 %	2,0 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40 2026e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Lemonsoft	108	114	15,7	12,9	11,9	11,9	3,9	3,7	1 %	1 %	25 %	29 %	30 %
Smartcraft	360	350	33,9	26,1	20,9	17,5	7,5	6,8	9 %	10 %	22 %	26 %	36 %
LeadDesk	40	50	18,6	15,0	7,9	6,4	1,3	1,2	25 %	4 %	7 %	8 %	12 %
Talenom	140	232	19,6	14,8	6,4	5,6	1,8	1,7	3 %	6 %	9 %	11 %	17 %
Qt Group	806	908	19,6	15,0	17,7	13,1	4,3	3,4	2 %	18 %	22 %	23 %	41 %
F-Secure	327	475	11,1	10,6	9,3	8,7	3,2	3,1	0 %	1 %	29 %	29 %	30 %
Enento	360	506	12,8	12,0	11,3	10,0	3,3	3,2	2 %	3 %	26 %	26 %	30 %
QPR Software	15	14			52,9	38,6	2,3	2,2	-6 %	5 %	-10 %	-4 %	0 %
Lime Technologies	365	378	27,5	21,6	17,9	15,0	5,5	4,9	8 %	14 %	20 %	23 %	37 %
FormPipe Software	132	130	62,9	41,6	32,9	28,3	4,4	5,4	-39 %	-19 %	7 %	13 %	-6 %
Vitec Software Group	1105	1310	20,4	17,4	10,6	9,6	4,0	3,7	11 %	8 %	19 %	21 %	29 %
Sinch	2390	2915	31,7	17,0	9,2	8,7	1,2	1,1	-4 %	2 %	4 %	7 %	9 %
Upsales Technology	46	44	16,0	13,8	11,5	10,2	2,9	2,4	11 %	18 %	18 %	18 %	36 %
Procore Technologies	9709	9152	58,4	41,7	38,5	30,0	8,2	7,3	15 %	12 %	14 %	18 %	30 %
Zalaris	164	189	11,8	10,3	7,9	7,0	1,5	1,4	13 %	8 %	13 %	14 %	22 %
Admicom (Inderes)	211	202	17,4	14,8	17,1	14,2	5,4	4,8	6 %	7 %	31 %	33 %	40 %
Keskiarvo			25,7	19,3	17,8	14,7	3,7	3,4	3 %	6 %	15 %	17 %	
Mediaani			19,6	15,0	11,5	10,2	3,3	3,2	3 %	6 %	18 %	18 %	
Erotus-% vrt. mediaani			-11 %	-1 %	49 %	39 %	62 %	52 %					

Lähde: Refinitiv / Inderes

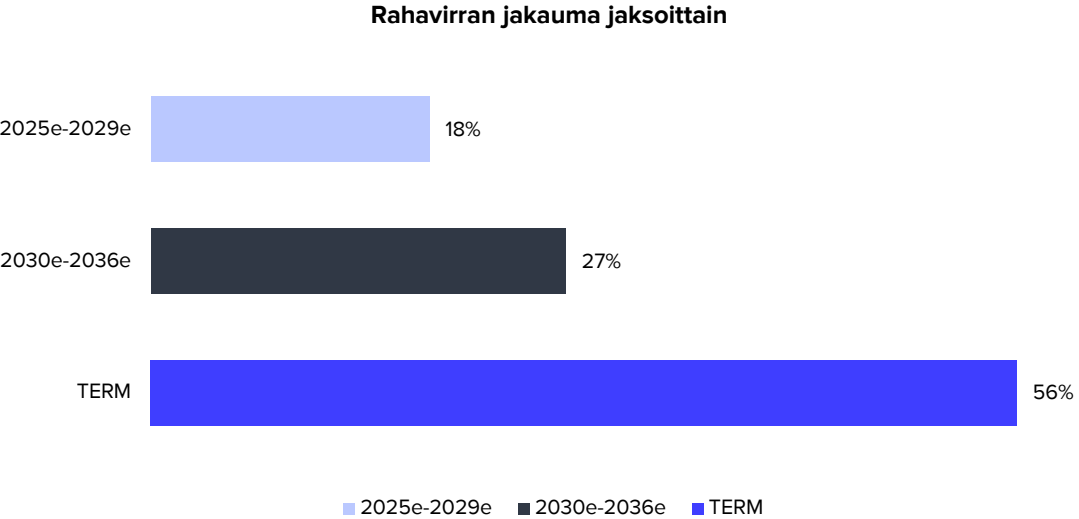
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,6 %	5,8 %	7,0 %	10,3 %	10,2 %	9,1 %	8,2 %	7,5 %	6,3 %	5,1 %	5,0 %	3,0 %	2,7 %	2,7 %
Liikevoitto-%	23,2 %	19,1 %	21,9 %	24,1 %	26,8 %	30,2 %	35,5 %	35,8 %	36,1 %	36,4 %	36,7 %	37,0 %	37,5 %	37,5 %
Liikevoitto	8,2	7,2	8,8	10,7	13,1	16,1	20,5	22,2	23,8	25,3	26,7	27,8	28,9	
+ Kokonaispoistot	3,8	4,6	4,8	5,0	5,1	5,2	3,3	3,4	3,5	2,0	2,0	2,3	1,4	
- Maksetut verot	-2,3	-2,1	-2,2	-2,6	-3,1	-3,7	-4,5	-4,7	-5,0	-5,3	-5,6	-5,8	-6,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,1	-0,4	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	10,8	9,3	11,6	13,5	15,5	18,0	19,6	21,2	22,5	22,2	23,5	24,4	24,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-8,8	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,0	8,1	10,3	12,3	14,3	16,7	18,2	19,8	21,0	20,7	21,9	22,9	22,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,0	8,1	10,3	12,3	14,3	16,7	18,2	19,8	21,0	20,7	21,9	22,9	22,8	
Diskontattu vapaa kassavirta		8,1	9,5	10,4	11,1	11,9	12,0	12,0	11,7	10,6	10,4	10,0	9,2	158
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		285	277	268	257	246	234	222	210	199	188	178	168	158
Velaton arvo DCF		285												
- Korolliset velat		-4,3												
+ Rahavarat		9,3												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		-3,3												
Oman pääoman arvo DCF		287												
Oman pääoman arvo DCF per osake		57,2												

Pääoman kustannus (WACC)

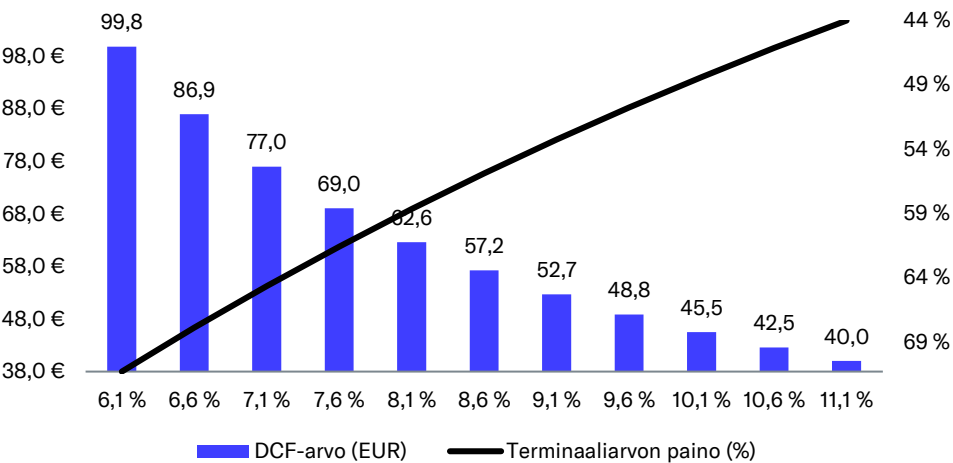
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,90 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

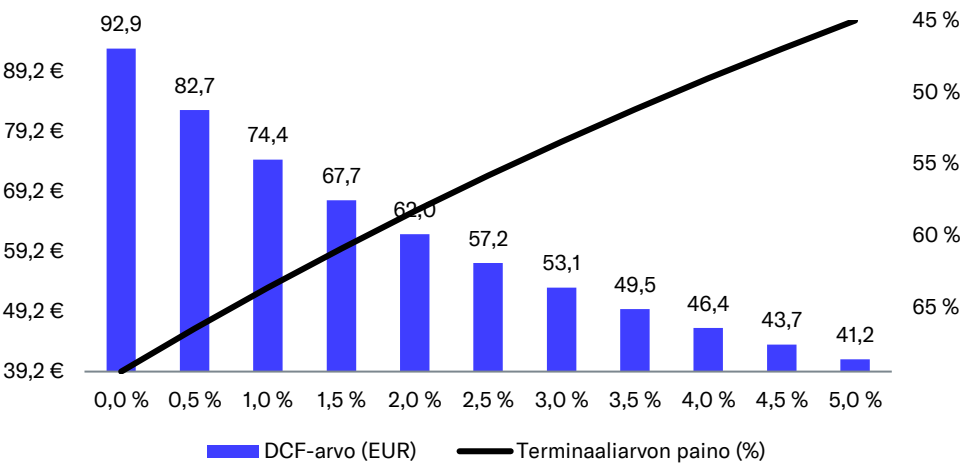


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

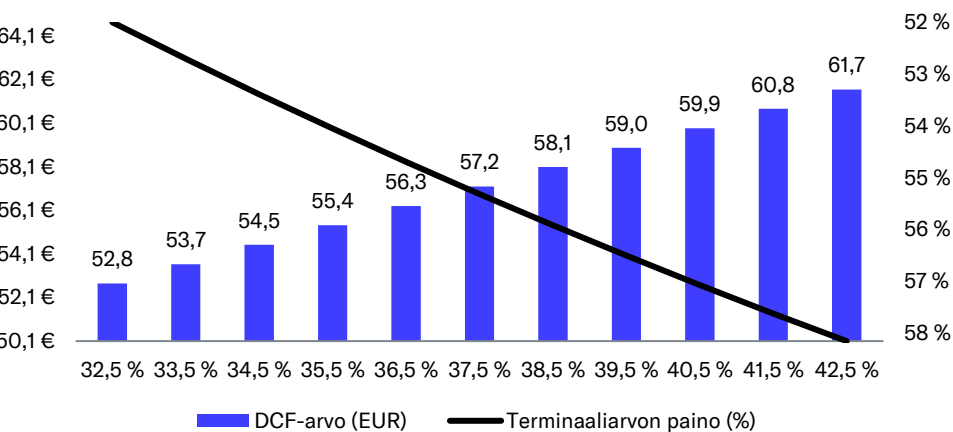
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



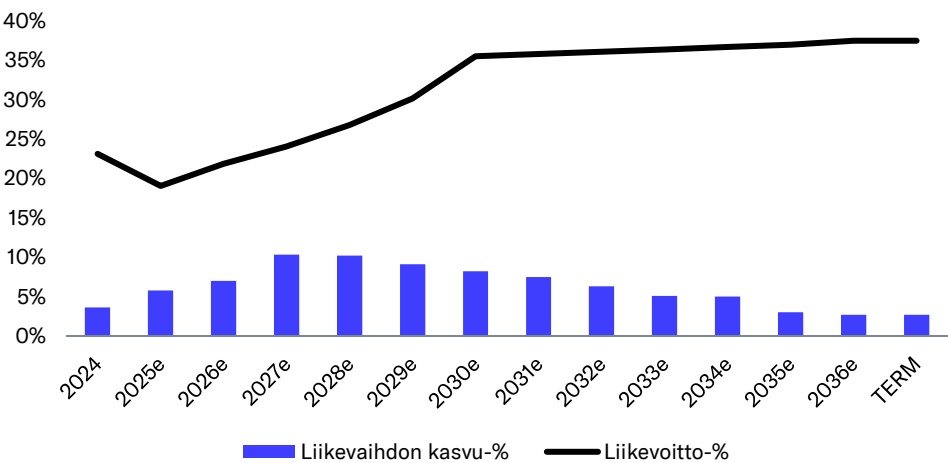
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	31,6	34,3	35,6	37,6	40,3
Käyttökate	14,1	12,8	12,1	11,8	13,6
Liikevoitto	10,8	8,8	8,2	7,2	8,8
Voitto ennen veroja	10,6	8,6	8,2	7,1	8,8
Nettovoitto	8,0	6,3	5,9	5,0	6,5
Kertaluontoiset erät	-2,9	-3,9	-4,0	-4,4	-4,3

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	49,6	38,7	43,5	40,6	44,3
Oma pääoma	29,5	29,3	32,6	34,3	37,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-2,4	-5,8	-5,1	-9,9	-17,2

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	14,1	12,8	12,1	11,8	13,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	0,0	1,1	-0,4	0,2
Operatiivinen kassavirta	11,3	10,5	10,8	9,3	11,6
Investoinnit	-17,3	-0,4	-8,8	-1,1	-1,1
Vapaa kassavirta	-5,5	10,1	2,0	8,1	10,3

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	7,3	6,1	6,5	5,4	4,8
EV/EBITDA	16,3	16,4	19,3	17,1	14,2
EV/EBIT (oik.)	16,7	16,6	19,0	17,4	14,8
P/E (oik.)	21,3	21,2	24,1	22,5	19,5
P/B	7,9	7,4	7,3	6,2	5,6
Osinkotuotto-%	2,8 %	1,6 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,60	1,27	1,18	1,00	1,30
EPS (oikaistu)	2,19	2,04	1,97	1,87	2,16
Operat. Kassavirta / osake	2,27	2,11	2,17	1,86	2,31
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-1,10	2,03	0,39	1,62	2,06
Omapääoma / osake	5,90	5,86	6,52	6,83	7,53
Osinko / osake	1,30	0,70	0,65	0,60	0,65

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	27 %	9 %	4 %	6 %	7 %
Käyttökateen kasvu-%	19 %	-9 %	-6 %	-2 %	16 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	-8 %	-4 %	-5 %	13 %
EPS oik. kasvu-%	18 %	-7 %	-4 %	-5 %	15 %
Käyttökate-%	44,6 %	37,3 %	33,9 %	31,3 %	33,9 %
Oik. Liikevoitto-%	43,4 %	36,9 %	34,3 %	30,7 %	32,5 %
Liikevoitto-%	34,2 %	25,7 %	23,2 %	19,1 %	21,9 %
ROE-%	26,2 %	21,5 %	19,0 %	15,0 %	18,1 %
ROI-%	29,2 %	23,2 %	23,5 %	20,2 %	24,4 %
Omavaraisuusaste	59,9 %	76,3 %	75,3 %	85,0 %	85,9 %
Nettovelkaantumisaste	-8,3 %	-19,9 %	-15,6 %	-28,8 %	-45,4 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.7.2020	Vähennä	83,00 €	85,20 €
10.9.2020	Vähennä	82,00 €	79,00 €
5.10.2020	Lisää	100,00 €	91,40 €
23.11.2020	Vähennä	120,00 €	126,00 €
18.1.2021	Vähennä	110,00 €	118,50 €
22.3.2021	Lisää	100,00 €	91,00 €
6.4.2021	Vähennä	95,00 €	97,00 €
5.7.2021	Vähennä	95,00 €	92,50 €
4.8.2021	Vähennä	95,00 €	92,80 €
5.10.2021	Vähennä	95,00 €	95,40 €
1.12.2021	Lisää	87,00 €	78,50 €
24.1.2022	Lisää	80,00 €	70,90 €
5.4.2022	Lisää	77,00 €	65,20 €
22.6.2022	Osta	63,00 €	49,70 €
7.7.2022	Osta	65,00 €	53,90 €
5.9.2022	Lisää	65,00 €	58,60 €
4.10.2022	Lisää	55,00 €	47,00 €
16.1.2023	Lisää	52,00 €	46,60 €
31.1.2023	Osta	52,00 €	43,10 €
17.3.2023	Osta	52,00 €	42,35 €
6.4.2023	Osta	52,00 €	40,25 €
6.7.2023	Osta	52,00 €	40,05 €
28.9.2023	Osta	45,00 €	33,00 €
6.10.2023	Osta	45,00 €	33,40 €
14.12.2023	Lisää	48,00 €	43,65 €
22.1.2024	Lisää	45,00 €	39,80 €
11.4.2024	Lisää	48,00 €	43,05 €
4.6.2024	Lisää	52,00 €	47,00 €
18.6.2024	Lisää	52,00 €	46,65 €
10.7.2024	Lisää	55,00 €	49,05 €
10.10.2024	Lisää	58,00 €	53,00 €
4.12.2024	Lisää	60,00 €	48,30 €
24.1.2025	Lisää	60,00 €	51,60 €
10.4.2025	Lisää	55,00 €	46,35 €
9.7.2025	Vähennä	55,00 €	53,40 €
5.8.2025	Lisää	55,00 €	46,95 €
10.10.2025	Lisää	55,00 €	45,95 €
25.11.2025	Osta	55,00 €	42,85 €
19.12.2025	Osta	55,00 €	42,15 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**