

Admicom

Seurannan aloitus

2/2018

**inde
res.**

SaaS-trendin edelläkävijä

Aloitamme Admicomin seurannan lisää-suosituksella ja 11,7 euron tavoitehinnalla. Admicom on onnistunut luomaan erittäin kannattavan ja voimakkaasti kasvavan SaaS-ohjelmistoliiketoiminnan vahvalla erikoistumisella ja toimialaosaamisella. Yhtiöllä on kilpailukykyiseksi todistettu tuote ja vahvat kilpailuedut voimakkaasti kasvavilla markkinoilla. Erikoistuminen tuo yhtiölle vahvaa kilpailusuoja, mutta rajoittaa markkinapotentiaalia.

Automaatioon ja toimialojen erityispiirteisiin keskittynyt SaaS-toiminnanohjausjärjestelmä

Admicom on suomalainen pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmän (ERP) toimittaja. Alusta pitäen selainpohjaisena SaaS-ratkaisuna kehitetyn tuotteen ydinajatus perustuu rutiinitöiden pitkälle vietyyn automaatioon sekä Suomen markkinan toimialakohtaiset erityispiirteet huomioivaan kokonaisratkaisuun. Talotekniikka-, rakennus- tai teollisuusalan pk-yritys saa joustavasti kaikki liiketoiminnan tarvitsemat sovellukset yhdestä ohjelmistosta. Ohjelmisto tuo pk-yrityksen liiketoimintaan johdolle reaaliaikaisen näkyvyyden sekä merkittävää tehokkuutta, jolla tarve hallintoa pyörittävälle konttorityöntekijälle voi poistua jopa kokonaan. Erikoistuminen pk-segmenttiin tekee tuotteesta hyvin monistettavan ja skaalautuvan sekä myyntisyklistä ERP-ohjelmistoksi nopean.

Markkinoilla hyvät kasvuajurit ja Admicomilla poikkeuksellisen vahvat kilpailuedut

Admicomin markkinakasvua ja -potentiaalia ohjaa yhtiön kohdesegmenttien hallinnon matala digitalisaation aste sekä kasvava tarve tuottavuutta parantaville ratkaisuille. Samaan aikaan Admicomin kasvua tukee yritysten siirtymä vanhan sukupolven pöytäkoneohjelmistoista SaaS-ratkaisuihin. Admicomin Adminet on käsityksemme mukaan ainoa SaaS-ratkaisu yhtiön kohdemarkkinoilla. Yhtiöllä on siten hyvät edellytykset paaluttaa lähivuosina sen kohdemarkkinat asiakkaiden siirtyessä SaaS-ratkaisuihin. Yhtiön kilpailuedut sen erikoistumisalueilla ovat mielestämme poikkeuksellisen vahvoja johtuen voimakkaasta toimialafokuksesta sekä SaaS-ohjelmistojen vahvasta pysyvyydestä.

Voimakasta kasvua ja vahvaa kannattavuutta

Admicom on erittäin kannattava (2017 EBITDA-% 36 %), vaikka yhtiö on vielä voimakkaassa kasvuvaiheessa ja tavoittelee yli 30 %:n liikevaihdon kasvun jatkumista. Näkemyksemme mukaan Admicom pystyy ylläpitämään vahvaa kasvua vielä lähivuodet ottamalla haltuun nykyisiä kohdemarkkinoita. Yhtiön ydintuote on skaalattavissa uusiin asiakassegmentteihin toimialakohtaisia sovelluksia kehittämällä. Pitkällä aikavälillä (2020-) arvioimme yhtiön etsivän kasvulähteitä uusista kohdesegmenteistä tai toimintamaista, jotta yli 30 %:n kasvutavoite voidaan saavuttaa.

Arvostus ja sijoittajaprofiili

Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyvät voimakas kasvu, vahva kannattavuus ja kassavirta, korkea skaalautuvuus, hyvä ja kasvava osinkovirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus ja ennustettavuus. Ennustamme yhtiön tulospohjaisen yltävän lähivuosina yli 30 %:iin vuodessa kasvavien myyntipanostusten ja vahvan kannattavuuden ajamana. Yhtiön arvostus saa selkeää tukea tulospohjaisesta arvostuksesta, tuottojen hyvästä ennustettavuudesta, sekä osinkotuotosta. Eri arvonnäyttömenetelmiin pohjautuva 12 kk:n tavoitehinnamme 11,70 euroa vastaa 16-22x P/E- ja 9-13x EV/EBITDA -kertoimia vuosille 2018-2019e, sekä noin 10 %:n nousupotentiaalia ensimmäisen kaupankäyntipäivän osakekurssiin (10,70 euroa) nähden.

Analyytikot

Petri Aho

+358 50 3402986

petri.aho@inderes.fi



Mikael Rautanen

+358 50 3460321

mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: -



11,70 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 10,7 EUR

Potentiaali: +9,3 %

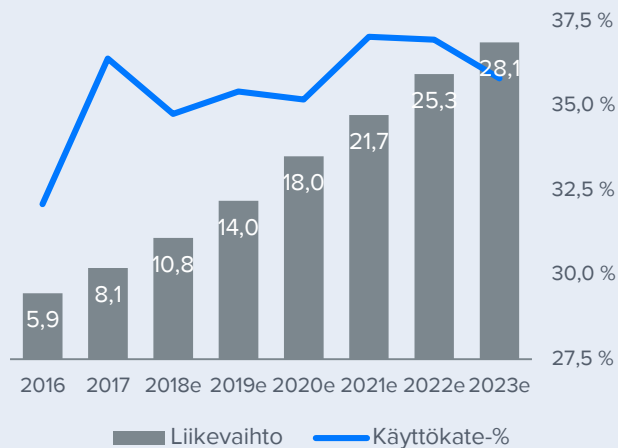
Avainluvut

	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	5,9	8,1	10,8	14,0
kasvu-%	24 %	38 %	33 %	30 %
SaaS-liikevaihto	3,8	5,3	7,4	9,9
kasvu-%		40 %	38 %	34 %
Käyttökate	1,9	2,9	3,7	5,0
Käyttökate-%	32 %	36 %	35 %	35 %
Hlö lkm. keskimäärin	57	79	104	128
Markkina-arvo		52	52	52
Yritysarvo (EV)		44	43	41
EV/Liikevaihto		5,5	4,0	2,9
EV/EBITDA		15,1	11,6	8,2
P/E		24,0	19,7	14,3
Osinkotuotto-%		2,8 %	3,7 %	5,1 %
Lähde: Inderes				

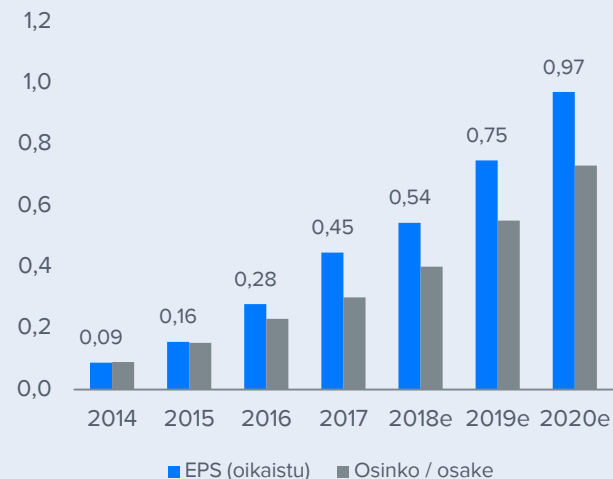
Arvonmäärityksen yhteenveto

Arvonmäärityksen yhteenveto	Paino	MEUR
Nordic ohjelmistoyhtiöt	10 %	28
Nordic IT-palveluyhtiöt	35 %	42
DCF (pre money)	20 %	73
Globaalit SaaS-verrokki	35 %	50
Painotettu yritysarvo (EV)	100 %	50
Nettokassa annin jälkeen		6,6
Painotettu markkina-arvo		57
Osakkeen tavoitehintaa (Inderes)		11,7
Osakkeen markkina-arvo		52
Osakkeen hinta (9.2.2018)		10,7
EV/S 2018e (10,70 euroa kurssilla)		4,0
EV/EBITDA 2018e (10,70 euroa kurssilla)		11,6
EV/S 2018e (Inderes 11,70 euroa tavoitehinnalla)		4,5
EV/EBITDA 2018e (Inderes 11,70 euroa tavoitehinnalla)		12,9

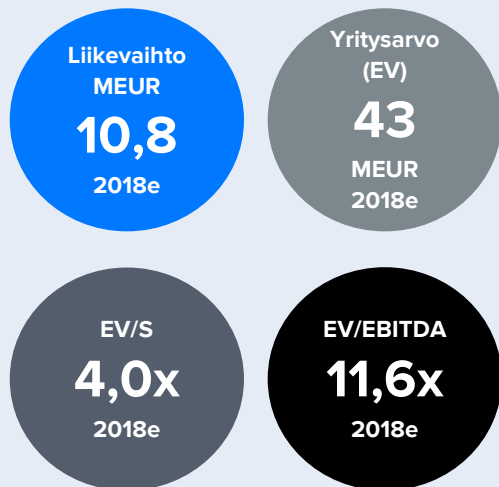
Liikevaihto ja käyttökate-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Avainluvut



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kohdetoimialojen suhdannevaihtelut voivat hidastaa kasvua
- Suuren kilpailijan mahdolliset panostukset Admicomin fokusalueille
- Uusille alueille (kansainvälistyminen, uudet toimialat) laajentumisen epäonnistuminen
- Mahdollisten yrityskauppojen epäonnistuminen



Arvostus

- Tulospohjainen arvostus antaa selkeää tukea arvonmuodostukselle
- SaaS-yhtiöiden korkea hinnoittelu tukee arvostusta
- Vahvaa liikevaihdon ja tuloksen kasvua
- Hyvä ja kasvava osinkovirta
- Osakkeen vaihdettavuus voi olla heikko, mikä nostaa tuottovaadetta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-14
Markkinat ja kilpailukenttä	s. 15-19
Strategia	s. 20-22
Historiallinen kehitys	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-27
Arvonmääritys	s. 28-37
Taulukot	s. 38-39
Vastuuvapauslauseke	s. 40

Admicom lyhyesti

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

2004

PERUSTAMISVUOSI

93 hlö

Henkilöstö, 2017

2004-2011: Tuotekehitysvaihe

2012-2013: Kaupallistaminen talotekniikkaan

2014-2016: Kasvu talotekniikassa ja rakentamisessa

2017- : Kasvu nykyisillä ja uusilla toimialoilla

8,1 MEUR (+38 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

2,9 MEUR (36 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE 2017

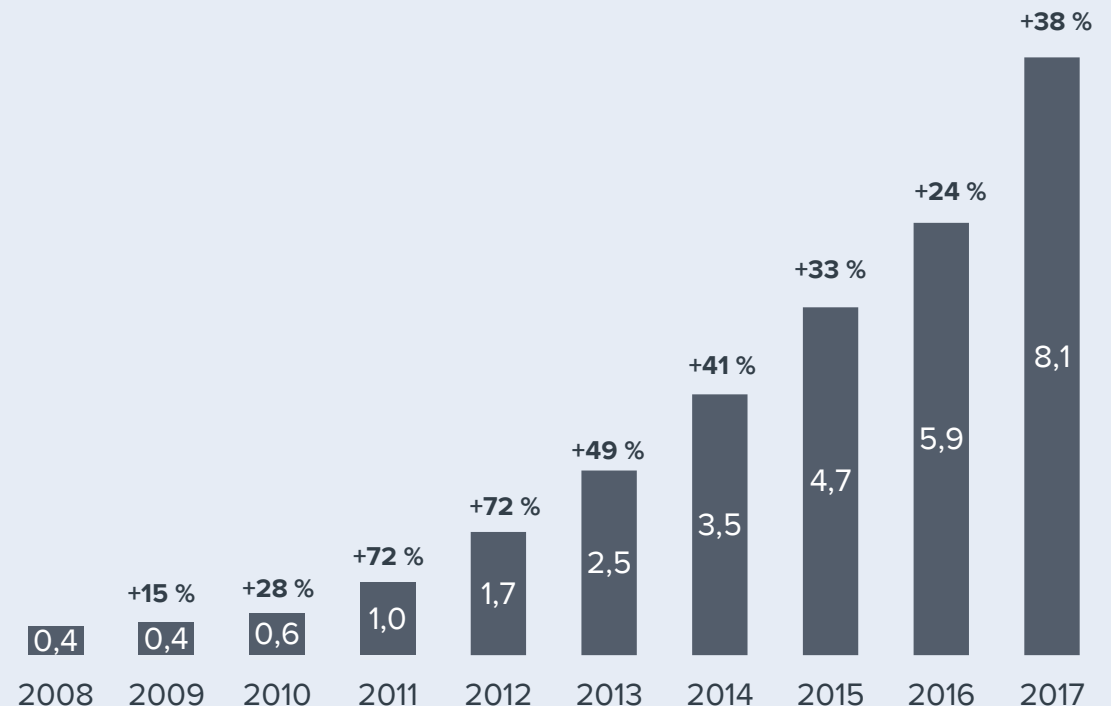
~200

Käyttöönottoa
vuonna 2017

>90 %

Toistuvais-
liikevaihdon osuus

Admicomin liikevaihto ja kasvu-% vuosina 2008-2017



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Admicomin tausta ja historia

Admicom on vuonna 2004 perustettu suomalainen SaaS-mallilla (Software-as-a-service) toimiva pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmän (ERP) toimittaja. Tuotteen alkuperäinen kehittäjätiimi oli rakentanut menestyksekkään aiemman sukupolven paikallisesti asennettavan toiminnanohjausjärjestelmän (Liinos), joka myytiin Vismalle vuonna 2002. Ydinkehittäjätiimi päätti vuonna 2004 lähteä rakentamaan uuden sukupolven toiminnanohjausjärjestelmää, joka rakennettaisiin alusta lähtien selainpohjaisena pilvipalveluna. Tämä oli yksi ratkaiseva oikea strateginen valinta, sillä pilviohjelmistojen suosio on nyt 10 vuotta myöhemmin lyönyt vahvasti läpi. Toinen tuotekehityksen menestystekijä oli kehittäjätiimin vahva toimialaosaaminen sekä voimakas fokus rutiinitöiden automaatioon.

Admicomin tuotetta kehitettiin kärsivällisesti jopa 6 vuoden ajan noin 10 henkilön tiimillä. Yhtiö ei lähtenyt kaupallistamaan tuotetta liian nopeasti, vaan kehitti sitä kärsivällisesti riittävän kypsään vaiheeseen. Kuluvan vuosikymmenen alussa yhtiön painopiste siirtyi kehittämisestä kaupallistamiseen. Alkuperäinen ydintuote räätälöitiin talotekniikkatoimialan pk-yritysten erityistarpeisiin ja yhtiö alkoi nopeasti voittamaan markkinaa vanhoilta paikallisesti Windowsille asennettavilta ohjelmistoilta. Admicomin ydintuote rakennettiin siten, että uusia sovelluksia rakentamalla se on laajennettavissa uusien rinnakkaistoimialojen tarpeisiin talotekniikan ulkopuolelle. Esimerkiksi vuonna 2013 yhtiö laajeni talotekniikasta rakentamisen segmenttiin, mikä toi kasvulle toisen tukijalan.

Admicom tänään

Admicomin siirtyminen tuotekehityksestä kaupallistamisvaiheeseen on onnistunut hyvin. Yhtiön liikevaihto on kasvanut viimeisten viiden vuoden ajan orgaanisesti keskimäärin 37 % vuodessa. Samalla yhtiö on jo saavuttanut voimakkaan skaalautumisen vaiheen, minkä ansiosta kannattavuus on erinomaisella tasolla (EBITDA-% 36 %). Vuonna 2017 Admicomin liikevaihto oli 8,1 MEUR, käyttökate 2,9 MEUR ja liikevoitto 2,5 MEUR. Admicomin voidaan sanoa kannattavuusmielessä olevan jo nyt siellä, missä monet kasvavat SaaS-yhtiöt pyrkivät olemaan 5 vuoden päästä.

Yhtiö on saavuttanut talotekniikan toimialalla vahvan markkina-aseman ja päässyt rakentamisen toimialalla hyvään kasvuvauhtiin. Lisäksi tämän vuoden aikana Admicom on laajentunut teollisuus-segmenttiin.

Admicomin ensisijaisina kohdeasiakkaina ovat valittujen toimialojen yritykset, joiden liikevaihto on 1-5 miljoonan euron luokassa. Tässä kokoluokassa asiakaskunta tarvitsee jo toiminnanohjausjärjestelmää, mutta asiakaskunta ei edellytä ohjelmistolta räätälöitävyyttä. Näin kohderyhmään voidaan tarjota hyvin monistettavaa ja siten hyvin skaalautuvaa ohjelmistotuotetta. Noin 57 % Admicomin liikevaihdosta tulee tästä ydinkohderyhmästä. Ydinkohderyhmästä saatava liikevaihto jakautuu edelleen toimialoittain seuraavasti: rakentaminen 30 %, sähkö 24 %, LVI 26 %, muut talotekniikan erikoissegmentit 12 % sekä teollisuus 2 %. Tuotteen kehityksessä on huomioitu kunkin segmentin erityispiirteet.

Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Jyväskylässä, Helsingissä ja Tampereella.

Tuote ja liiketoimintaidea

Admicomin tuotteen eli Adminetin ydinajatus perustuu vahvasti rutiinitöiden automaatioon ohjelmistolla. Ohjelmisto on kokonaisratkaisu, josta pk-yritys saa kaikki toiminnanohjaukseen tarvittavat sovellukset ilman, että useita järjestelmiä tarvitsee integroida tai tietoja tarvitsee siirrellä järjestelmistä toiseen. Admicomin mukaan se pystyy pudottamaan enimmillään kymmenen erillisjärjestelmää asiakkaalta pois. Järjestelmä perustuu myös täysin paperittomaan hallintoon.

Nämä tekijät tuovat pk-yrityksen toimintaan merkittävää tehokkuutta, jolla tarve hallintoa pyörittävälle konttorityöntekijälle voi poistua jopa kokonaan. Yhtiön mukaan sen ohjelmiston tehokkuusvaikutus on ollut monille asiakkaille useita henkilötyövuosia. Toinen hyöty asiakkaalle on jatkuva ja reaaliaikainen näkyvyys yrityksen toimintaan, mikä helpottaa johtamista. Yhden järjestelmän automatisoidun laskennan ansiosta operatiivinen laskenta ja kirjanpidon laskenta täsmäävät jatkuvasti ja virheiden määrä vähenee.

Adminetin sisältämiä toiminnallisuuksia ovat muun muassa tarjouslaskenta, tuotannonohjaus, projektihallinta, kuluvalvonta, raportointi, tuotetiedon hallinta, kirjanpito, laskutus, projektilaskenta, dokumentinhallinta ja palkkahallinto. Pilvipohjainen ohjelmisto sisältää myös valmiit integraatiot pankkiyhteyksiin, viranomaisilmoituksiin, verkkolaskuoperaattoriin sekä rakennustuotteiden hintatietojen rajapintoihin. Yhtiön kohdesegmentteissä Adminet on ainoa selainpohjaisesti toimiva ajasta ja paikasta riippumaton ohjelmisto, mikä on merkittävä kilpailuetu laitteeseen sidottuihin tai etäyhteydellä käytettäviin ohjelmistoihin nähden.

Kumppanit ja integraatiot



Pankkiyhteydet



Verkkolaskuyhteydet



Tuote- ja hintatiedot
materiaalitoimittajilta



Viranomaisyhteydet



Web service -rajapinnat

Toiminnot

Tuotekehitys
(n. 23 % *)



Palvelut &
koulutus
(n. 55 % *)



Myynti
(n. 20 % *)



Hallinto
(n. 2 % *)



* Osuus henkilöstöstä 2017

Osaamisalueet

Ohjelmistot ja
automaatio



Toimiala-
tuntemus



Ohjelmistoon
liitännäiset
palvelut



Liiketoimintaidea

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

Pilvipohjainen ajasta ja
paikasta riippumaton
ohjelmisto (SaaS)

Automatisoi
manuaaliset prosessit



Kaikki sovellukset
yhdessä
järjestelmässä

Kirjanpidon ja
operatiivisen
kehityksen data
täsmää aina

Tuotteet

Adminet

Kokonaisvaltainen
toiminnanohjausjärjestelmä:

- Laskutyöt
- Projektit
- Tuotannonohjaus
- Hinnastot
- Taloushallinto
- Reaaliaikainen seuranta
- Tiedonhallinta
- Palkkahallinto

Tilitoimistopalvelut

Roolina tukea
ohjelmistokehitystä ja
asiakkaita

Myyntikanavat

Uusiasiakashankinta
(oma myynti)



Laajennusten myynti
olemassa olevaan
asiakaskuntaan



Kilpailu

ERP-yleisohjelmistot

Toimialakohtaiset
kilpailijat

"Tee-se-itse"
ohjelmistoratkaisut

Asiakkaat



Talotekniikka
(62 %)



Teollisuus
1 % *)



Rakentaminen
(30 % *)

Kustannus- rakenne

93 hlö (2017)

-5,6 MEUR (2017)



Henkilöstökulut
(66 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot
(6 %)



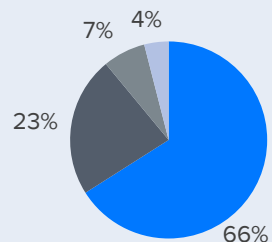
Liiketoiminnan muut kulut
(20 %)



Poistot
(8 %)

Tulovirrat

Toistuvien tuottojen osuus yli 90 %



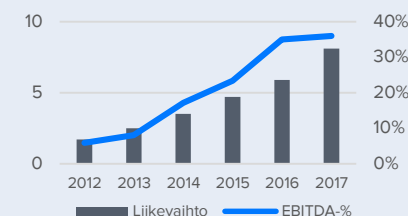
■ SaaS-palvelut

■ Tilitoimistopalvelut

■ Koulutus- ja konsultointipalvelut

■ Muut

**Liikevaihto 8,1 MEUR
EBITDA 2,9 MEUR (2017)**



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Admicom on puhdas tuoteyhtiö, mutta tuotteeseen liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Yhtiö tarjoaa esimerkiksi ohjelmiston käyttöönottoprojektin ja koulutuksen palveluna, sillä ohjelmiston hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Koulutus- ja konsultointipalveluiden osuus liikevaihdosta oli noin 11 % vuonna 2016. Normaalin asiakastuen yhtiö tarjoaa osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja.

Admicom tarjoaa asiakkailleen myös tilitoimistopalvelua (osuus liikevaihdosta noin 23 % vuonna 2016). Yhtiö ei tavoittele kasvua tilitoimistopalveluiden myynnistä, vaan tämän toiminnon rooli on tukea ohjelmiston tuotekehitystä etenkin prosessiautomaatiossa. Lisäksi tilitoimistopalvelut tukevat ohjelmistopalveluiden myyntiä, kun asiakkaat haluavat kokonaisvaltaisen palvelukokonaisuuden. Kun tilitoimistotyötä tehdään saman katon alla, Admicomin tuotekehityksellä on jatkuva näkyvyys siihen, mitä manuaalisia työvaiheita prosesseissa kannattaa seuraavaksi ryhtyä automatisoimaan. Yhtiön tuotekehitys perustuu vahvasti automaatioon, mihin oma tilitoimisto tarjoaa eräänlaisen kehityslaboratorion.

Asiakas voi käyttää Admicomin ohjelmistoa itse, hyödyntäen omaa tilitoimistoaan tai Admicomin tilitoimistoa. Admicom ei kuitenkaan pyri kilpailemaan tilitoimistopalveluissa pitkällä aikavälillä, vaan tarjoamaan Adminet-ohjelmiston tilitoimiston ja yritysasiakkaan työkaluksi. Kyky tarjota ohjelmistot ja tilitoimistopalvelut yhdessä on kuitenkin yksi kilpailutekijä yhtiölle.

Admicomin asiakkaista noin reilu kolmannes käyttää myös yhtiön tilitoimistopalveluita.

Asiakaskohderyhmät

Admicom fokusoituu asiakaskokoluokkaan, jossa tuotetta pystytään monistamaan mahdollisimman paljon. Yhtiö tekee asiakaskohtaisia räätälöintejä ainoastaan silloin, jos uudet ominaisuudet on monistettavissa siten, että ne hyödyttävät laajaa asiakaskuntaa. Jokaisella asiakkaalla on kuitenkin aina omat toimintamallit ja prosessit. Siten ohjelmiston toimintojen kattavuus on tärkeää, kun pyritään saavuttamaan asemaa, jossa asiakas tarvitsee vain yhden ohjelmiston. Suuryhtiöt eivät ole Admicomin fokuksessa, koska niiden lukumäärä on vähäinen ja ne edellyttävät usein mittavaa räätälöintiä. Yhtiön suurimmat asiakkaat ovat 25-75 MEUR liikevaihtoluokassa.

Admicom ei tee yleisohjelmistoa, vaan sen strategiana on ollut toteuttaa yhteen toimialaan räätälöity ohjelmisto, jota voidaan laajentaa rinnakkaisille toimialoille tuotekehityksellä.

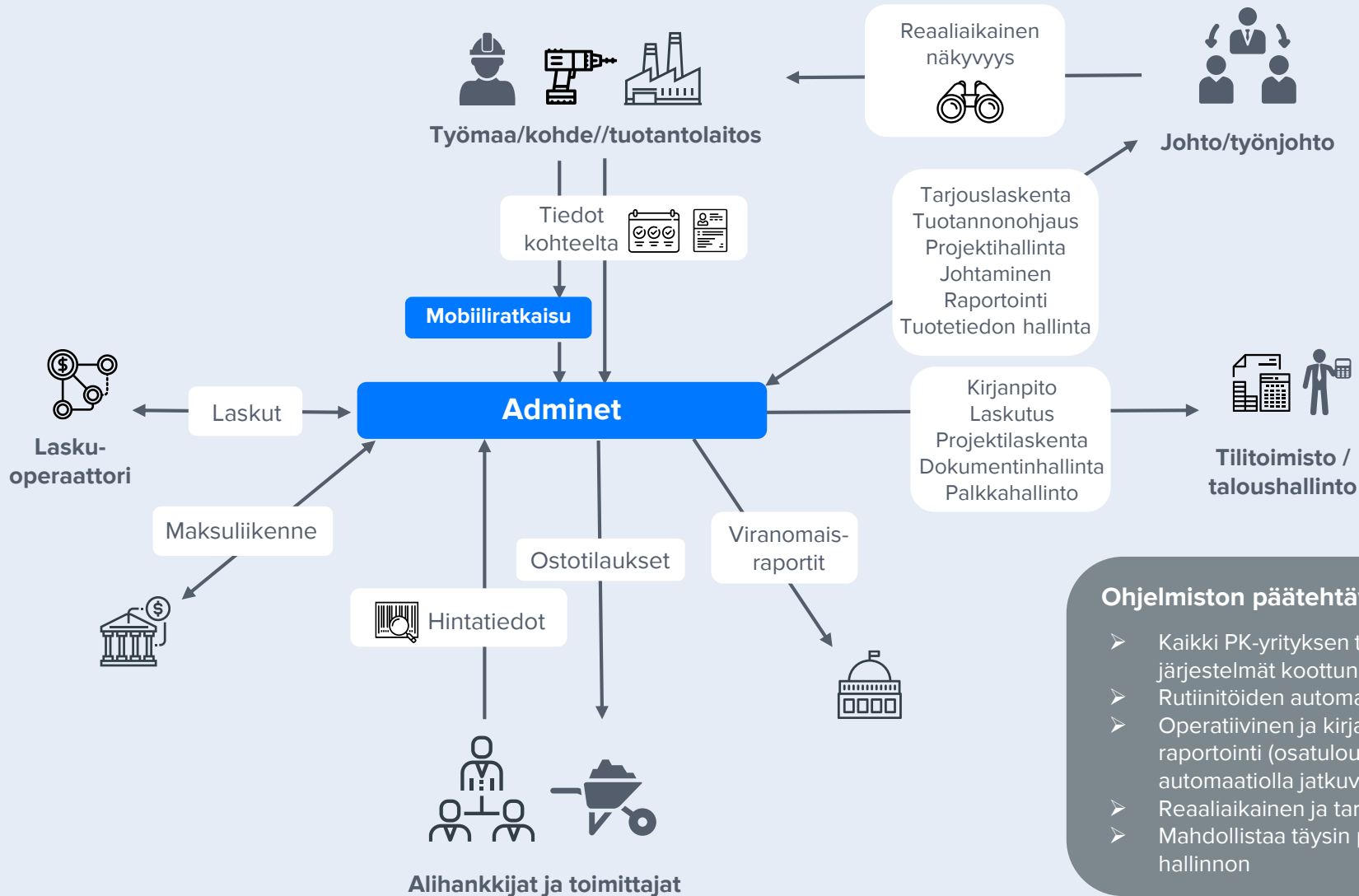
Talotekniikan alueella ohjelmistossa on esimerkiksi huomioitu LVI-, sähkö- ja muun talotekniikka-alan erityispiirteet. Rakentamisen ohjelmistossa on huomioitu alan erityispiirteet, kuten kalustonhallinta, kustannuslaskenta ja tiedonantovelvollisuus. Mobiiliratkaisulla tiedot siirretään reaaliaikaisesti työmaan ja toimiston välillä. Ohjelmistoon on myös integroitu yleinen hinnasto, josta tuotehaun avulla löytyy talotekniikka- ja rakennusalan tuotteiden toimittajat ja ajantasaiset hinnat sekä voidaan tehdä ostotilaukset. Teollisuuden ratkaisussa on huomioitu muun muassa työjonojen hallinta, tuotannonohjaus, työvaiheiden käsittely ja

seuranta sekä dokumentinhallinta.

Admicomille merkittävä kilpailuetu talotekniikan ja rakentamisen alalla on projektien automatisoitu osatuloutus, mitä muut kilpailijat eivät yhtiön mukaan pysty tarjoamaan. Automaation ansiosta asiakkaan kirjanpito täsmäytyy operatiivisen toiminnan mukaan heti kuukauden päätyttyä, kun normaalisti tämä edellyttää useita aikaa vieviä sekä virheille alttiita manuaalisia työvaiheita, minkä takia yrityksen johdolla ei välttämättä ole luotettavaa ja ajantasaista näkyvyyttä liiketoiminnan kehitykseen.

Admicom keskittyy tällä hetkellä Suomen markkinassa valittuihin segmentteihin, sillä ohjelmiston yksi vahvuus on kotimarkkinan tiettyjen toimialojen erityispiirteet huomioiva kokonaisuus. Ohjelmistosta on saatavissa kieliversiot englanniksi ja ruotsiksi.

Admicomin tuotteen kuvaus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Admicomin liiketoimintamalli

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Admicomin tuote on hyvin standardoitu sen kohderyhmiin ja se on nopea ottaa käyttöön, minkä takia sen myyntiprosessi on toiminnanohjausjärjestelmäksi varsin lyhyt. Tuotteen myyntisykli on keskimäärin muutamia kuukausia. Tuotteen ostajana on tyypillisesti kohdeyhtiön toimitusjohtaja ja hallinto. Yhtiön kohderyhmät Suomessa ovat selkeitä ja tarkkaan rajattuja, mikä helpottaa myyntityötä. Yhtiön myynnissä ja markkinoinnissa työskentelee 18 henkilöä eli 20 % henkilöstöstä.

Toiminnanohjausjärjestelmän myynti on hyvin konsultoivaa myyntiä, minkä takia Admicom tekee myyntityötä ainoastaan omalla organisaatiolla. Sopimuksen syntymisen jälkeen Admicomin oma projektitiimi lähtee toteuttamaan asiakkaalle käyttöönottoprojektia, mikä sisältää koulutuksen ja asetusmäärittelyt. Admicom laskuttaa käyttöönottoprojektista lähinnä kustannusten mukaan projektien arvojen ollessa joitain tuhansia euroja, eikä se tavoittele projektityöllä korkeita katteita. Asiakas saadaan tyypillisesti vietyä tuotantoon muutamien kuukausien kuluessa. Kun asiakas on tuotannossa, alkavat SaaS-maksut juosta. Tuotantoon siirtymisen jälkeen asiakas on vielä muutaman kuukauden projektitiimin tukemana, minkä jälkeen se siirtyy normaalin asiakastuen piiriin.

Tuotekehitys

Admicomin tuotekehityksen rooli on automatisoida manuaalisia prosesseja, päivittää ohjelmistoa muun muassa viranomaisten asettamien muutosten mukaan sekä kehittää

kokonaan uusia sovelluksia. Automaatioon panostamalla ylläpidetään kilpailuetua ja uusilla sovelluksilla yhtiö pyrkii laajenemaan uusiin asiakaskohderyhmiin. Yhtiön tuotekehityksessä työskentelee 20 henkilöä eli reilut 20 % henkilöstöstä.

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdesta 66 % (2017) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan keskimääräinen asiakas tuottaa yhtiölle noin 10-15 tuhatta euroa vuodessa SaaS-tuloja. 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 liiketoimintakriittinen järjestelmä, Admicom on vahvasti kiinni asiakkaan prosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen olisi asiakkaalle työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta.

Toisin kuin monet taloushallinnon ohjelmistot, Admicom ei käytä transaktiopohjaista hinnoittelua. Yhtiö pyrkii asiakkaalle mahdollisimman selkeään hinnoitteluun, joka perustuu yhteen kuukausimaksuun. Hinnoittelun lähtökohtana on joustavuus asiakkaan mukaan. Ohjelmiston kuukausihinta tarkistetaan asiakkaan käyttäjämääriin joka kuussa ja liikevaihtoon vuosittain. Tasauskasvu voi olla siis kasvuyrityksessä ylöspäin ja laskevassa alaspäin, perustuen asiakkaan vuosisopimukseen.

Kokonaisuutta myydään asiakaslähtöisesti, eli kullekin asiakkaalle rakennetaan oma ohjelmistokokonaisuus valmiista moduuleista.

Palvelutuotot

Admicomin palvelutuotot perustuvat koulutus- ja projektikonsultointiin sekä tilitoimistopalveluihin. Arviomme mukaan yhtiön tilitoimistopalvelut ovat yhtiölle korkeasta automatisaation asteesta johtuen hyvin kannattavaa liiketoimintaa, kun taas projektimyynnillä yhtiö ei tavoittele korkeita katteita. Tilitoimistopalvelut ovat pääosin luonteeltaan jatkuvalaskutteisista. Tilitoimistopalveluissa työskentelee 23 henkilöä.

Skaalautuvuus ja ennustettavuus

Admicomin liiketoimintamallin vahvuuksia ovat jatkuvuus (toistuvat tuotot yli 90 %) ja voimakas skaalautuvuus. Yhtiön liikevaihto ja kannattavuus pysyvät siten todennäköisesti vakaana heikentyvässäkin kysynnässä SaaS-tuottojen ansiosta. SaaS-mallissa myynnin kustannukset ovat etupainotteisia, joten kasvuvaiheessa yhtiön kannattavuus ei näytä vielä täyttävän potentiaaliaan.

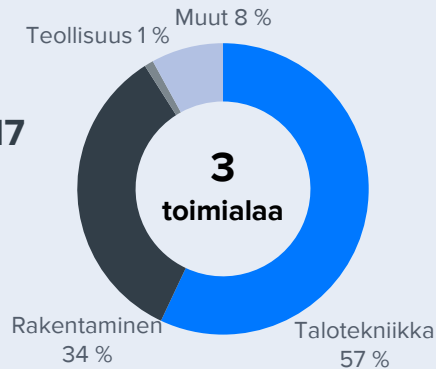
Osittain asiakkaan liikevaihtoon sidottu hinnoittelumalli tukee skaalautuvuutta, koska tuotteen hinta joustaa asiakkaan maksukyvyn mukaan ja hinta nousee asiakkaan kasvun mukana. Asiakkaan liikevaihtotieto saadaan Admicomin järjestelmästä ja tasauskasvu on automatisoitu. Näin yhtiö pystyy tarjoamaan ohjelmistoa pienemmillekin asiakkaille, joille kokonaisvaltainen ERP olisi liian kallis.

Admicomin hallinto- ja kustannusrakenne on erittäin kevyt, mikä arviomme mukaan selittää myös yhtiön erinomaista kannattavuutta.

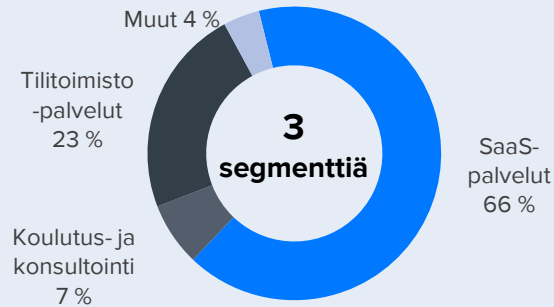
Admicomin liiketoimintamalli lukuina, 2017

Toimialoittain

Liikevaihto 2017
8,1 MEUR
+38 % v/v

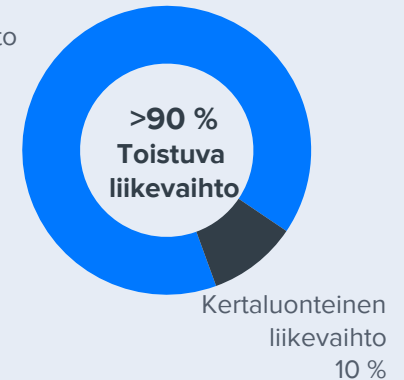


Tuottolajittain

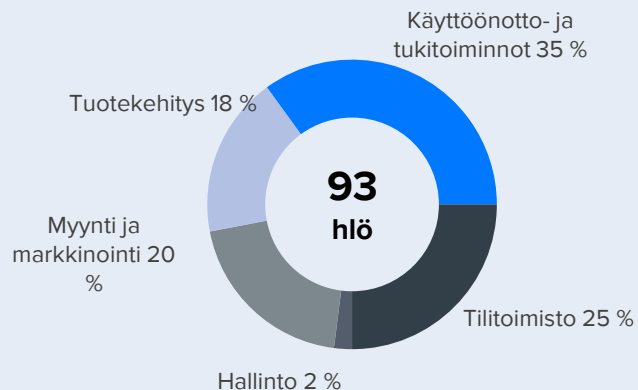


Toistuvat tuotot

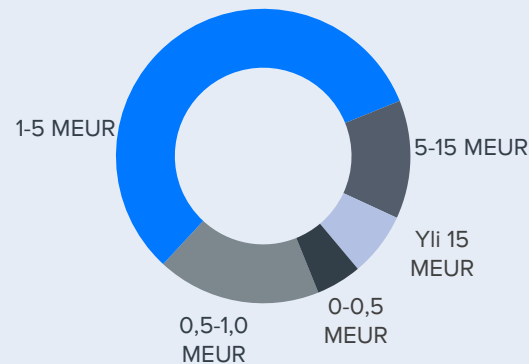
Toistuva
liikevaihto
90 %



Henkilöstön jakauma (2017)



Asiakkaan koon mukaan



Liikevaihtotyypit

SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalvelujen (SaaS) tuotot

Koulutus- ja konsultointipalvelut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönotto-konsultointi-, koulutuspalvelut

Tilitoimistopalvelut

Ydintuotetta tukevat tilitoimistopalvelut, pääosin jatkuvalaskutteista

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

SaaS-malli ohjelmistoalalla

Admicomin liiketoiminta perustuu SaaS-malliin

Adminet on syntyperältään täysverinen selainpohjainen SaaS-ohjelmisto, mikä on merkittävä etu. Yhtiön ei ole tarvinnut eikä tarvitse toteuttaa liiketoimintamallin ja teknologian usein vaikeaa siirtymää SaaS-aikaan, mikä sen monilla kilpailijoilla on edessä. Siirtymä SaaS-malliin on ohjelmistoyhtiölle usein erittäin vaikea ja taloudellisesti kivulias, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi kulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan ja liikevaihdon tuloutumiseen.

SaaS-malli poikkeaa merkittävästi perinteisestä kertalisenssimallista 1) liiketoimintamallin (esim. jatkuvat vs. kertatuotot), 2) ohjelmistojen toimitus- ja ylläpitomallin (pilvipohjaisesti vs. paikallinen infra) ja 3) yhtiön operatiivisen toimintamallin kautta (esim. skaalautuvuus). Näin ollen SaaS-mallilla toimivat yhtiöt eroavat perinteisistä ohjelmistoyhtiöistä sekä tuotto-, kassavirta- ja riskiprofiililtaan, mikä on hyvä tiedostaa analysoitaessa ja vertailtaessa Admicomin liiketoimintamallia, strategiaa ja sijoitusprofiilia.

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen markkinat ovat kasvaneet viime vuosina voimakkaasti. Gartner ennustaa SaaS-markkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän siten merkittävästi taantuvien, perinteisten kertalisenssiohjelmistoratkaisujen markkinakasvun. SaaS-markkinoiden voimakasta kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, SaaS-ratkaisujen kehittyminen ja SaaS-mallin tarjoamat merkittävät hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle perinteiseen

lisenssimalliin verrattuna. Globaali SaaS-markkinan kasvu ei kuvasta suoraan Admicomin markkinakasvua, mutta se heijastelee yleisesti Admicomin näkökulmasta suotuisaa megatrendiä.

SaaS-mallissa on sijoittajanäkökulmasta vahvan kasvunäkymän lisäksi myös muita merkittäviä etuja ja eroavaisuuksia perinteiseen ohjelmistoyhtiön liiketoimintamalliin nähden, mistä johtuen SaaS-yhtiöitä hinnoitellaan tyypillisesti erilaisilla mekanismeilla verrattuna perinteisiin ohjelmistotoimittajiin.

SaaS-mallin hyödyt asiakkaan näkökulmasta

- Matala käyttöönottokynns ja -kustannus: SaaS-ohjelmiston käyttöönotto ja ylläpito on nopeampaa ja tehokkaampaa, eikä vaadi investointeja tai muutoksia IT-järjestelmiin ja -resursseihin, koska ohjelmisto toimitetaan suoraan käyttäjien päätelaitteille ohjelmistotoimittajan pilvipalvelusta.
- SaaS-lisenssimaksut jakautuvat käytön mukaan tasaisesti sopimuskaudelle, kun taas kertalisenssi-ohjelmisto on investointi, joka yleensä maksetaan kokonaan käytön alkaessa.
- Skaalautuvammat käyttökustannukset: SaaS-lisenssimaksut on tyypillisesti sidottu käyttö-/käyttäjämääriin, ja ovat siten luonteeltaan käyttötarpeen mukaan skaalautuvia ja ennustettavia.
- Jatkuva kehitys ja ylläpito: SaaS-ohjelmistoa ylläpidetään ja päivitetään keskitetysti ohjelmistotoimittajan toimesta, mikä laskee asiakkaan järjestelmien ylläpitoon ja tukeen liittyviä kustannuksia sekä pitää järjestelmät jatkuvasti ajan tasalla ja päivitettyinä.

SaaS-mallin hyödyt ohjelmistotoimittajan näkökulmasta

- Pilvestä keskitetysti tarjottava ohjelmistoratkaisu alentaa käyttöönotto-, myynti-, tuki- ja ylläpitopalvelu- ja T&K-kustannuksia per asiakkuus.
- Alemman osto- ja käyttöönottokynnyksen myötä nopeammat myyntisyklit ja potentiaalisesti laajempi asiakaskunta.
- Kustannusrakenne skaalautuu voimakkaasti asiakkaan koon ja asiakasmäärän kasvun myötä, sekä mahdollistaa laajentumisen uusille markkinoille matalin kustannuksin.
- Uudet ohjelmistopäivitykset pystytään viemään nopeasti ja helposti asiakkaille, jotta kilpailukyky säilyy jatkuvasti hyvänä.
- Tuottojen toistuvuus ja pitkät sopimuskaudet kasvattavat liiketoiminnan ja kassavirtojen ennustettavuutta.

SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- Korkea kasvupotentiaali, joka syntyy ohjelmistomarkkinan kiihtyvistä siirtymästä SaaS-malliin.
- SaaS-yhtiöiden kannattavuuspotentiaali on korkea pitkällä aikavälillä skaalautuvuuden myötä.
- Korkea tuottojen jatkuvuus ja ennustettavuus alentaa kassavirtojen riskiprofiilia.
- Tasaisesti kertyvät lisenssituotot ja etupainoiset kustannukset heikentävät kannattavuutta ja kassavirtaa voimakkaan kasvun vaiheessa. SaaS-malli vaatii siten sijoittajalta pitkäjänteisyyttä.

SaaS-mallin suosion ajureita

Sijoittaja

- Korkea kasvupotentiaali ohjelmistojen siirtyessä pilveen
- Kassavirrat jatkuvia ja ennustettavia
- Skaalautuvuus mahdollistaa korkean kannattavuuden

➤ Korkeammat arvostustasot

Asiakas

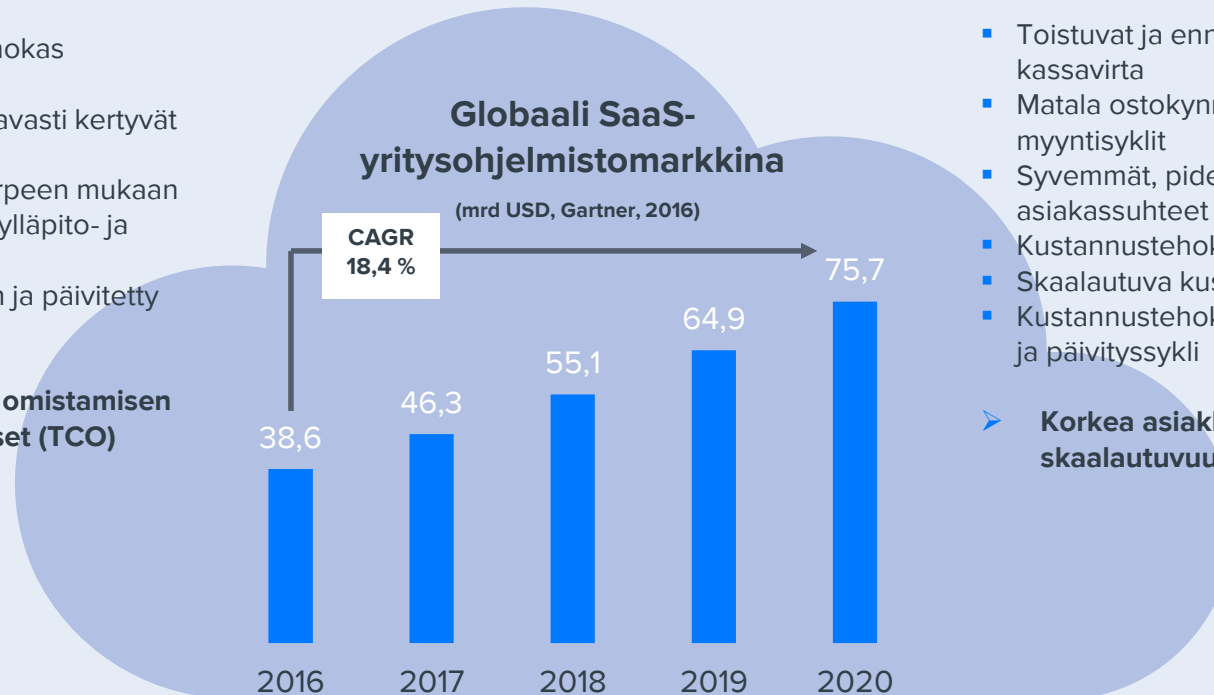
- Nopea ja kustannustehokas käyttöönotto
- Tasaisesti ja ennustettavasti kertyvät kulut
- Ratkaisu skaalautuu tarpeen mukaan
- Ei erillisiä järjestelmän ylläpito- ja päivityskustannuksia
- Jatkuvasti ajantasainen ja päivitetty ohjelmisto

➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

Ohjelmistotoimittaja

- Toistuvat ja ennustettavat tuotot sekä kassavirta
- Matala ostokynnys ja nopeammat myyntisyklit
- Syvemmät, pidemmät ja arvokkaammat asiakassuhteet
- Kustannustehokkaampi operatiivinen malli
- Skaalautuva kustannusrakenne
- Kustannustehokas ja nopea tuotekehitys- ja päivityssykli

➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

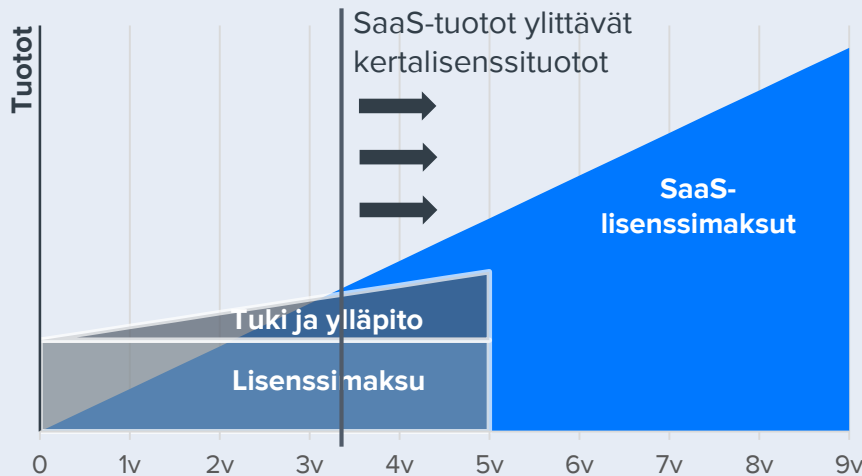


➤ Markkinan globaali kasvu heijastelee trendiä, jossa ohjelmistot siirtyvät SaaS-malliin. Yleinen globaali markkinakasvu ei tarkoita suoraan Admicomin ohjelmistojen markkinoiden kasvua.

SaaS-mallin tuotto- ja kassaprofiilit

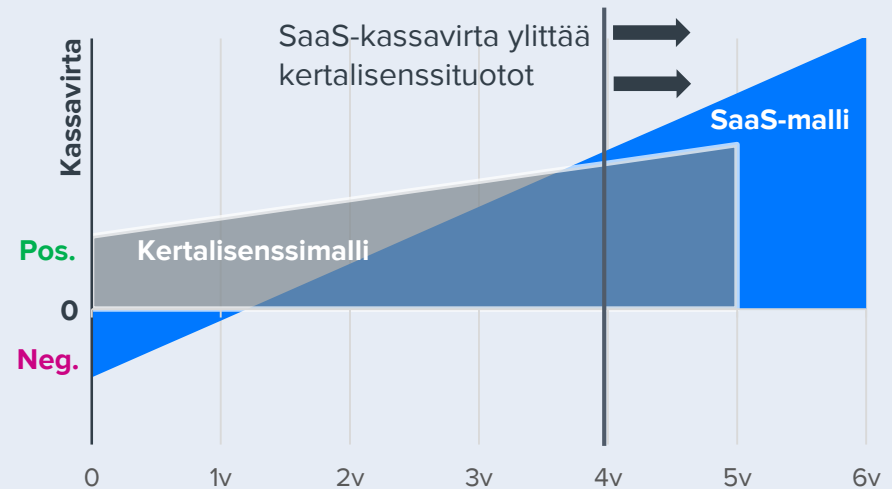
Havainnollistava esimerkki

Kumulatiiviset
SaaS-lisenssituotot vs. kertalisenssituotot



SaaS-mallissa lisenssimaksut kertyvät tasaisesti yli ajan, ja ylittävät siten kertalisenssimallista saatavat kumulatiiviset tuotot (lisenssimaksu + ylläpitomaksut) usein vasta usean sopimusvuoden jälkeen. Kertalisenssimallilla toimitetut ohjelmistot vaativat usein kalliin elinkaaripäivityksen noin 3-6 vuoden käytön jälkeen, mikä muodostaa epäjatkuvuuskohdan tuottojen kertymiselle.

Kumulatiiviset kassavirrat per lisenssi
SaaS-malli vs. kertalisenssimalli



SaaS-mallissa kumulatiivinen kassavirta per lisenssi on tyypillisesti negatiivinen ensimmäisen vuoden ajan, johtuen etupainotteisista myynti- ja markkinointikuluista ja tasaisesti yli ajan kertyvistä lisenssimaksuista. Pitkällä aikavälillä SaaS-mallin kassavirrat ovat kuitenkin jatkuvasta luonteestaan johtuen suuremmat kuin kertalisenssimallissa. Esimerkissä oletettu molemmissa malleissa 40 % myyntikulut lisenssimaksuille (SaaS-mallissa 3 vuoden lisenssimaksulle).

Markkinat

Kohdemarkkina rakentamisen ja teollisuuden pk-yhtiöiden toiminnanohjausohjelmistot

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

Kohdemarkkinoiden koosta ei ole saatavilla tarkkoja lukuja, mutta karkean arviomme mukaan yhtiön ydinkohderyhmän (noin 2500 yritystä) EPR-ohjelmistomarkkinan potentiaali on noin 25-35 MEUR. Jos ydinkohdemarkkinan arvoon sisällytetään myös palvelut, kuten konsultointi- ja tilitoimistopalvelut, voisi markkinan potentiaalinen koko olla arviomme mukaan 40-60 MEUR. Lisäksi Admicomilla on merkittävää markkinapotentiaalia myös ydinkohderyhmän (1-5 MEUR liikevaihdon yritykset) ulkopuolella, josta tulee nykyisin yli 40 % yhtiön liikevaihdosta.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

Arvioimme viimeaikaisiin tutkimuksiin¹, toimialan ja kohdemarkkinan yhtiöiden liikevaihdon kehitykseen, sekä markkinan ajureihin perustuen, että Admicomin kohdemarkkinat ovat tällä hetkellä selvässä kasvussa.

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

Esimerkiksi vuonna 2016 tehdystä suomalaisesta

rakennusalan digiselvityksestä selviää, että asenneilmapiiri digitaalisuuden kehittämisen suhteen on muuttunut myönteisemmäksi ja 71% alan yrityksistä arvioi investoivansa enemmän toimintansa kehittämiseen digitaalisin keinoin.

Lisäksi arviomme mukaan kohdemarkkinoiden kasvunäkymiin vaikuttaa positiivisesti se, että kiinteistö-, rakennus-, metalli- ja konepajateollisuuden digitalisaation taso on edelleen kokonaisuutena selvästi muita toimialoja heikompi (1). Esimerkiksi rakennus- ja kiinteistöalan yrityksistä vain 41 % on vuonna 2016 kertonut käyttävänsä toiminnanohjausjärjestelmää paljon tai jonkin verran ja sitä ei ollut lainkaan käytössä 42 %:lla yrityksistä.

Siirtymä pilvipalveluihin on kohdemarkkinoilla vasta alussa, mikä hyödyttää Admicomia

Rakennusalan ja teollisuuden yhtiöt käyttävät edelleen valtaosin vanhan sukupolven (Windows-pohjaisia) ohjelmistoja ja ohjelmistoalaa yleisesti voimakkaasti muokkaava siirtymä pilvipalveluihin on Admicomin kohdemarkkinoilla vielä alkutekijöissään. Suomessa esimerkiksi pilvipalveluna tarjottava kirjanpito-ohjelmisto on käytössä vain 35 %:lla teollisuuden ja 55 %:lla rakentamisen yrityksistä. Halukkuus ja valmius pilvipalveluiden käyttöönottoon on kuitenkin Suomessa korkea ja pääasiasiallinen pilvipalveluiden käyttöönoton este on tutkimusten mukaan tietämyksen puute.

Arvioimme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, kustannustehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin (SaaS) tulee jatkumaan voimakkaana myös Admicomin

kohdetoimialoilla. SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen globaalit markkinat ovat kasvaneet viime vuosina voimakkaasti. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-markkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän siten merkittävästi taantuvien perinteisten kertalisenssiohjelmistoratkaisujen markkinakavun.

Admicomilla on puhtaasti pilvipalveluksi kehitetty ja tarjottava tuote, minkä vuoksi arvioimme, että markkinan siirtymä pilvipalveluihin nostaa yhtiön kasvupotentiaalia.

Asiakastoimialojen suhdannenäkymät

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

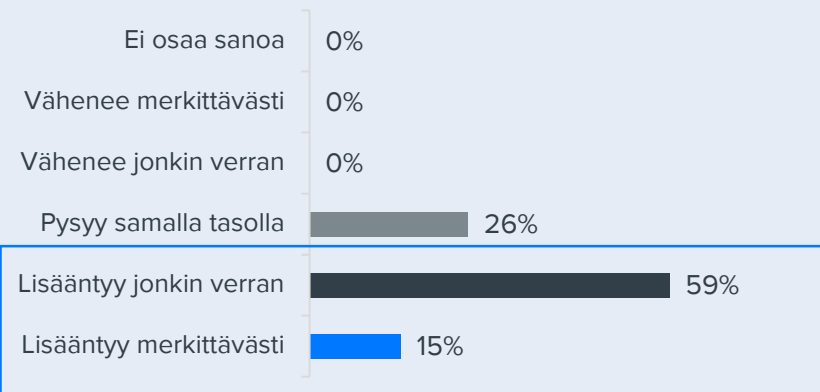
Yhtiön asiakastoimialoilla talotekniikassa, rakentamisessa ja teollisuudessa on tällä hetkellä Suomessa hyvin positiiviset suhdannenäkymät vuodelle 2018. Esimerkiksi EK:n tuottamien teollisuuden ja rakentamisen luottamusindikaattoreiden pisteluvut ovat selvästi pitkän aikavälin keskiarvojen yläpuolella. Odotamme positiivisen suhdanteen heijastuvan vahvaksi liikevaihdon kasvuksi Admicomin kohdeyhtiöissä.

Vuonna 2019 rakentamisen volyymien odotetaan taittuvan kuitenkin laskuun huipputasoiltaan ja myös kokonaistuotannon kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan nykyiseltä tasoltaan.

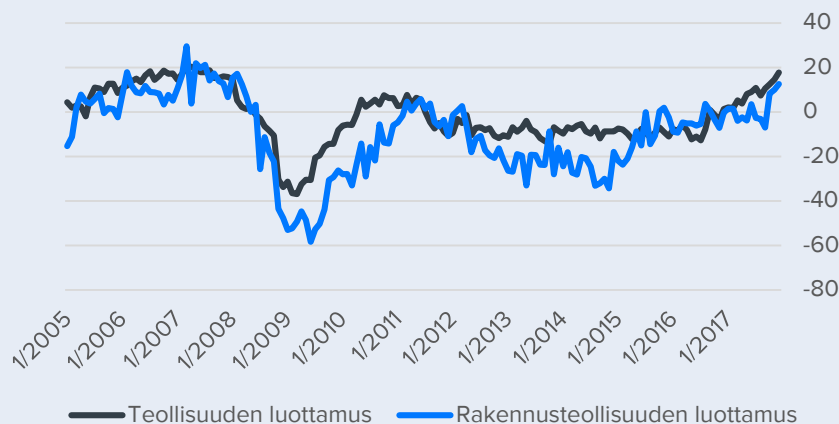
Markkinan kehitysnäkymät

Markkinan kasvuajureita

Rakennusalan digitalisaatioinvestoinnit seuraavan 3v aikana



Rakentamisen ja teollisuuden luottamusindeksit



Lähde: 1 Digitaalisuuden nykytila ja kehityssuunnat kiinteistö- ja rakennusallalla (2016), EK, Inderes

Markkinoiden trendit

Kokonaiskysynnän kasvu

Rakennusalan heikko tuottavuus

Matala digitalisaation aste

Vahva suhdanne asiakas-toimialoilla

SaaS-ohjelmistojen kysynnän kasvu

Mobiliteetti ja käytettävyys

Joustavuus, skaalautuvuus ja jatkuva kehitys

Ohjelmiston kokonais-kustannukset

Automaatiot ja integraatiot

Itsepalvelut

Tietoturva- ja suoja-vaatimukset

Aiemman sukupolven ohjelmistojen kysynnän lasku

Kilpailukenttä 1/2

Markkinan kilpailutekijät

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan järjestelmiltä vaadittavan laajuuden mukaan ja sitä kautta asiakaskoon mukaan. Suurimmat yhtiöt tarvitsevat usein omiin toimintatapoihin räätälöityjä ratkaisuja. Pienimmille mikroyrityksille riittää yleisohjelmistojen (esim. Office, kirjanpito-ohjelma) tarjoamat perusominaisuudet. Admicom asemoituu näiden väliin pk-yritysten segmenttiin, jossa asiakkailla on tarve laaja-alaiselle järjestelmälle, mutta ohjelmistoa voidaan tuottaa hyvin monistettavana (ei asiakaskohtaista räätälöintiä).

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinoiden arvoltaan suurinta markkinasegmenttiä edustaa arviomme mukaan suurten yhtiöiden (yli 25 MEUR liikevaihto) järjestelmätoimitukset. Tämä on Admicomin kaltaisten keskisuurten ja erikoistuneiden ohjelmistoyhtiöiden näkökulmasta kuitenkin pääosin epäkiinnostava markkina, sillä segmentin asiakkailla on jo tyypillisesti käytössä pitkälti asiakaskohtaisiin toimintamalleihin ja prosesseihin räätälöity laaja toiminnanohjausjärjestelmä ja muita tarpeen mukaan räätälöityjä ratkaisuja.

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

myötä, mutta asiakkaiden tarpeet voidaan kattaa hyvin standardoidulla, laaja-alaisesti eri toiminallisuuksia tarjoavalla ohjelmistolla.

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

Pääkilpailijat

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

Admicomin mukaan tilitoimistojen tarjoamat taloushallinnon ratkaisut eivät ole suoraan toiminnanohjausjärjestelmän kilpailijoita, koska ne tarvitsevat aina rinnalle jonkin/joitakin toimialan erityisohjelmia. Toimialojen osaratkaisuja tarjoavat toimijat eivät myöskään ole suoria kilpailijoita siitä näkökulmasta, että ne tarvitsevat aina rinnalleen jonkin taloushallintajärjestelmän. Admicomin pääkilpailijoita ovatkin käytännössä vain sellaiset ERP:t, joissa on sisään integroituja taloushallinnon toimintoja osittain tai kokonaan.

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

Suurimmat kilpailijat löytyvät Admicomin kanssa samoihin kohderyhmiin panostavista toimijoista, jotka tarjoavat toimialakohtaisia ohjelmistokokonaisuuksia. Merkittävimmät kilpailijat ovat LVI-alalla Pajadata, sähköalalla Ecom ja rakentamisessa EVRY Jydacom. Teollisuudessa vahvimpia kilpailijoita ovat esimerkiksi Oscar Software ja CGI, jonka perinteikästä C9000-toiminnanohjausjärjestelmää käytetään teollisuusyrityksissä.

Admicomin markkina-asema

Admicom on markkinajohtaja talotekniikan ydinkohderyhmässään (asiakasyritysten liikevaihto 1-5 MEUR), missä yhtiöllä on pisin toimintahistoria. Yhtiöllä on myös kasvava markkina-asema rakentamisessa, johon laajentuminen alkoi 2013. Teollisuuden alalla Admicomin markkinaosuus on vielä pieni, sillä tälle toimialueelle laajentuminen käynnistettiin vasta vuoden 2017 aikana.

Yhtiön johdon arvion mukaan Admicom on Suomen markkinoilla ainut laaja-alaista pilvipalvelupohjaista (SaaS) ohjelmistoratkaisua talotekniikan ja rakentamisen toimialoille tarjoava yhtiö. Admicomin mukaan kaikki edellä mainitut vakiintuneet kilpailijat ovat Windows-asennettavia työpöytäohjelmia, joiden etäkäyttömahdollisuudet ja joustavuus ovat rajalliset. Moni Admicomin kilpailevista ohjelmistoista on jo elinkaarensa vakiintuneessa vaiheessa, eikä niiden kehitykseen tai kasvuun investoida merkittävästi.

Kilpailukenttä 2/2

Pääkilpailuetuina puhdas SaaS-malli, korkea automaatioaste ja erikoistuminen

Admicomin keskeiset kilpailuedut syntyvät arviomme mukaan 1) SaaS-malliin pohjautuvasta, laaja-alaisesta ohjelmistoratkaisusta, 2) korkeasta järjestelmän automaatioasteesta, 3) pitkälle integroiduista toimialakohtaisista erityisominaisuuksista, 4) vahvasta markkina-asemasta, sekä 5) omista konsultointi- ja asiantuntijapalveluista.

Toimialan murroksen vuoksi suurin osa aiemman sukupolven tuotteiden toimittajista ei ole pystynyt muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on luonut merkittävää kilpailuetua Admicomin kaltaiselle SaaS-yhtiölle. Admicomin mukaan tämä etu näkyy siten, että aiemman sukupolven tuotteiden toimittajat eivät enää kehitä aktiivisesti omia tuotteitaan, eivätkä ne pysty tarjoamaan SaaS-ohjelmistoja vastaavia etäkäyttö-, tiedonhallinta-, reaaliaikaisuus-, kehitys- ja joustavuusominaisuuksia.

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

Admicom on panostanut tuotekehityksessään paljon talotekniikka- ja rakennustoimialojen erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen rakenteeseen, mikä antaa sille merkittävää kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Yhtiön mukaan tämä alentaa selvästi Admicomin

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

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

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

Erikoistuminen kaventaa markkinapotentiaalia

Admicomin monistettavaan, pitkälle automatisoituun sekä valikoiduille toimialoille ja asiakaskuntaan räätälöityyn ohjelmistotuotteeseen keskittynyt liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle tällä hetkellä ja lähivuosiksi nopean kasvun sekä korkean kannattavuuden, mutta samalla se nähdäksemme kaventaa yhtiön markkinapotentiaalia.

Tiukka erikoistuminen sulkee arviomme mukaan käytännössä esimerkiksi pois kaikkein suurimmat ja monikansalliset yhtiöt asiakaskunnasta. Myös aivan pienimmät yhtiöt eivät välttämättä pysty saamaan riittävää lisäarvoa Admicomin tuotteista. Yhtiön mukaan sen tuote ei sovellu hyvin suurten asiakkaiden tyypillisesti vaatimiin räätälöinteihin. Pienten yhtiöiden tarpeisiin yhtiö puolestaan vastaa ohjelmiston modulaarisella rakenteella, joka mahdollistaa asiakkaille tarpeen mukaan yksittäisten tuotteen osien käytön.

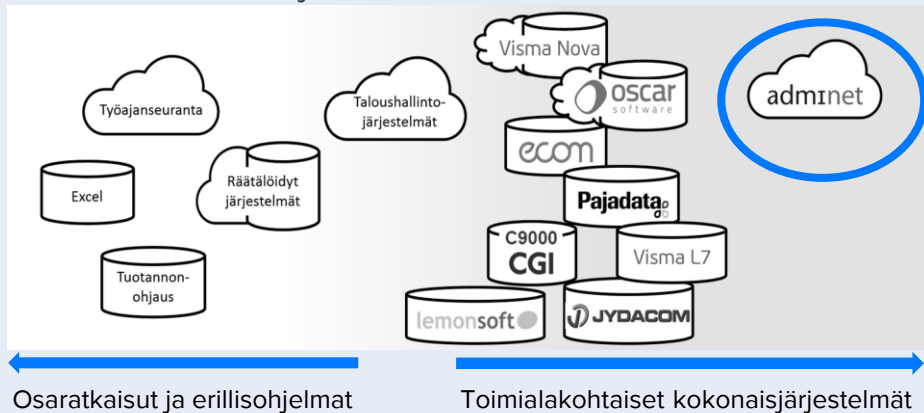
Admicomin tuote on räätälöity ja lokalisoitu pitkälti Suomen markkinoiden tarpeita silmällä pitäen. Käsityksemme mukaan laajentuminen kansainvälisesti voisi vaatia merkittäviä investointeja tuotteen lokalisointiin. Sama haaste koskee jossain määrin myös Suomen sisällä uusille toimialoille laajentumista, sillä eri toimialoilla vaaditaan tyypillisesti hieman erilaisia toiminnallisuuksia. Yhtiö hallitsee tätä kasvupotentiaaliin liittyvää haastetta kartoittamalla ja tutkimalla jatkuvasti uusia ydinohjelmiston kanssa synergisiä toimialoja.

Admicomin ohjelmiston käyttäjäkokemus ja käyttöliittymä eivät arviomme mukaan täysin vastaa moderneilta yritysohjelmistoilta nykypäivänä odotettua ”kuluttajamaista” käyttäjäkokemusta. Tämä on hyvin tyypillistä yritysohjelmistoissa, mutta käyttäjäkokemus kilpailuetuna erityisesti myyntitilanteessa tulee arviomme mukaan korostumaan tulevana vuosina yritysohjelmistoissa merkittävästi, erityisesti kun kyseisten ohjelmistojen ostajana ei ole tekninen henkilö. Siten näemme mahdollisena, että käyttäjäkokemukseen merkittävästi panostava kilpailija voisi haastaa Admicomin tästä kulmasta, vaikka sen alla oleva ydinteknologia ei olisi yhtä kilpailukykyistä kuin Admicomilla.

Kilpailukenttä ja -tekijät

Admicomin asemoituminen markkinalla

Ratkaisun kattavuus ja toimitusmalli



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

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

Admicomin kilpailutekijät

- + Markkinoiden ainoa SaaS-malliin pohjautuva rakennusalan pk-yritysten ERP
- + Syvälinen toimialaosaaminen ja laaja-alaisesti kohdetoimialojen erityispiirteet huomioiva ohjelmisto
- + Pitkälle automatisoidut prosessit
- + Omat konsultointi- ja tilitoimistopalvelut
- + Vahva markkina-asema ja kilpailukyky
- Ei sovellu hyvin asiakkaille, jotka vaativat räätälöitävyyttä (suuret yritykset) tai joilla ei valmiutta automatisoituihin prosesseihin
- Ohjelmistomyyntin laajentaminen ulkomaille vaatisi merkittäviä lokalisointi-investointeja
- ”Kuluttajamainen” ohjelmiston käyttäjäkokemus erottavana kilpailutekijänä puuttuu

Strategia

Strategia

Vahva toimialafokus strategian ytimessä

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

Yhtiön tavoitteena on nousta jokaisessa segmentissä selkeän markkinajohtajan asemaan. Asemaan pyritään nousemaan mahdollisimman nopeasti, jotta markkinoiden houkuttelevuus potentiaalisten kilpailijoiden näkökulmasta laskee. SaaS-pohjaisessa liiketoimintamallissa yksittäiset markkinat ovat usein ns. "winner takes it all" -markkinoita, sillä asiakkaat ovat jatkuvasti ajantasaisen ohjelmiston piirissä ja kynnys jatkuvasti kehittyvän ja omiin prosesseihin integroituneen ohjelmiston vaihtamiseen on korkea. Siten yhtiön vallihauta uudelle kilpailulle on hyvin syvä, kun yksittäisellä markkinalla on saavutettu vahva asema (50 %:n osuus). Kilpailuetu vahvistuu, mikäli skaalaetuja hyödynnetään tuotekehitykseen ja automaation vahvistamiseen, mikä kasvattaa kaulaa kilpailijoihin. Kun markkina on riittävän vahvasti paalutettu, ei kansainväliselle kilpailijalle tai yleisohjelmistojen kehittäjälle ole enää kiinnostavaa lähteä investoimaan pienen yksittäiseen segmenttiin räätälöitävään tuotteeseen pienellä Suomen markkinalla. Suurin pitkän ajan riski olisi Admicomin tuotekehityksen siirtyminen ohjelmistojen lypsytilaan, koska tämä toisi väistämättä uutta kilpailua toimialoille.

Vanhassa lisenssipohjaisessa mallissa asiakkaat harkitsevat ohjelmistovaihtoehtoja tyyppisesti paikallisesti asennettujen ohjelmistoversioiden

tullessa elinkaaren päähän, mikä tuo epäjatkuvuuskohdan markkinoille ja avaa kilpailun. Admicomin SaaS-mallissa tätä ei ole, koska ohjelmisto on jatkuvasti ajantasainen. Admicom voittaakin nyt erityisesti sellaisia asiakkaita, jotka siirtyvät pilviratkaisuun elinkaarensa päähän tulleesta Windows-asennettavasta ratkaisusta.

Tulevaisuuden kasvuvaihtoehdot

Näkemyksemme mukaan Admicomilla on hyvät edellytykset jatkaa vuosien 2018-2019 aikana vielä strategian tavoitetason mukaista yli 30 %:n kasvunopeutta voittamalla markkinaosuutta talotekniikassa sekä erityisesti rakentamisessa ja teollisuudessa. Teollisuussegmentti on yhtiölle hyvin neitseellistä markkinaa ja laajentuminen on käynnistynyt vasta tämän vuoden aikana.

Pitkällä aikavälillä (2020-) yhtiön on kuitenkin jälleen etsittävä uusia kasvulähteitä, jotta yli 30 %:n kasvutavoite voidaan saavuttaa. Nykyinen erittäin kannattava ja vahvaa rahavirtaa tekevä liiketoiminta sekä suunniteltu listautuminen antavat kuitenkin yhtiölle tähän erinomaiset edellytykset.

Näkemyksemme mukaan yhtiön strategiset laajentumisvaihtoehdot ovat seuraavat:

- Vertikaalinen laajentuminen ylöspäin suurempiin asiakkaisiin nykyisillä toimialoilla. Tämä ei kuitenkaan ole yhtiön strategiassa relevanttina vaihtoehtona, koska suurissa yhtiöissä tuotteen monistettavuus heikkenee. Kasvu suuryritysten segmenttiin tapahtuu siten lähinnä nykyisten asiakkaiden kasvun myötä.
- Vertikaalinen laajentuminen alaspäin mikroyrityksiin nykyisillä toimialoilla. Admicomin nykyinen ratkaisu on liian raskas pienimmille yrityksille. Laajentuminen mikrosegmenttiin on käsityksemme mukaan yhtiölle vaihtoehto, joka

voitaisiin toteuttaa yritysoston tai oman tuotekehityksen kautta. Pienyrityssegmentissä tuote on hyvin monistettava, mikä sopisi Admicomin toimintafilosofiaan.

- Horisontaalinen laajentuminen uusille toimialoille. Tämä on näkemyksemme mukaan todennäköisin ja kiinnostavin kasvun vaihtoehto yhtiölle, koska se on tehtävissä yhtiön nykyistä ydintuotetta skaalaamalla uusien sovellusten tuotekehityksellä. Kiinnostavia toimialoja voisivat olla esimerkiksi turva-ala, lukitus- ja kiinteistöpalvelusektorit.
- Horisontaalinen laajentuminen uusiin toimintamaihin nykyisillä toimialoilla. Tämä on näkemyksemme mukaan myös kiinnostava vaihtoehto, koska se voitaisiin toteuttaa Admicomin ydintuotetta skaalaamalla. Tämä kuitenkin edellyttäisi tuotekehitykseltä merkittäviä maakohtaisia lokalisointeja sekä maakohtaista toimialatuntemusta. Yksi vaihtoehto voisi olla yritysosto, jolla Admicom saisi valmista maakohtaista asiantuntemusta sekä asiakaskuntaa. Yksittäisistä markkinoista Ruotsi olisi luontevin laajentumiskohde.

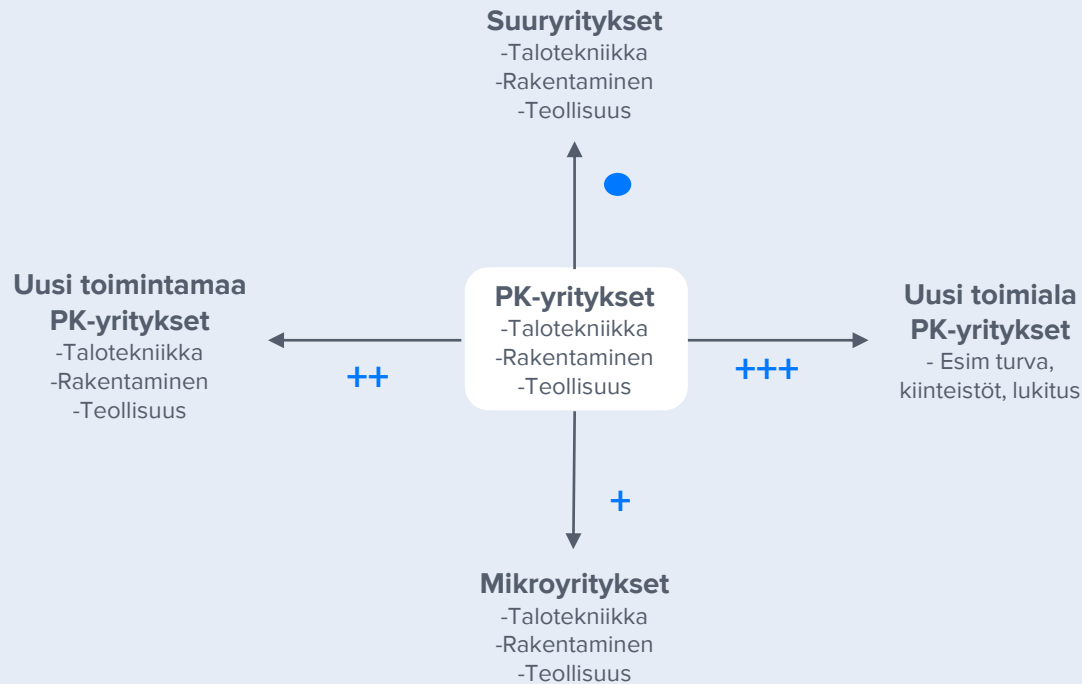
Tavoitteena voimakkaan kasvun jatkaminen

Admicomin strategisena tavoitteena on kasvaa keskimäärin yli 30 % vuodessa, siten että yhtiön kannattavuus säilyy hyvänä. Admicom on jo nyt erittäin kannattava, mutta arviomme mukaan yhtiön voimakkaan kasvuvaiheen jälkeen sillä on edellytykset vielä merkittävästi nykyistäkin parempaan kannattavuuteen.

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

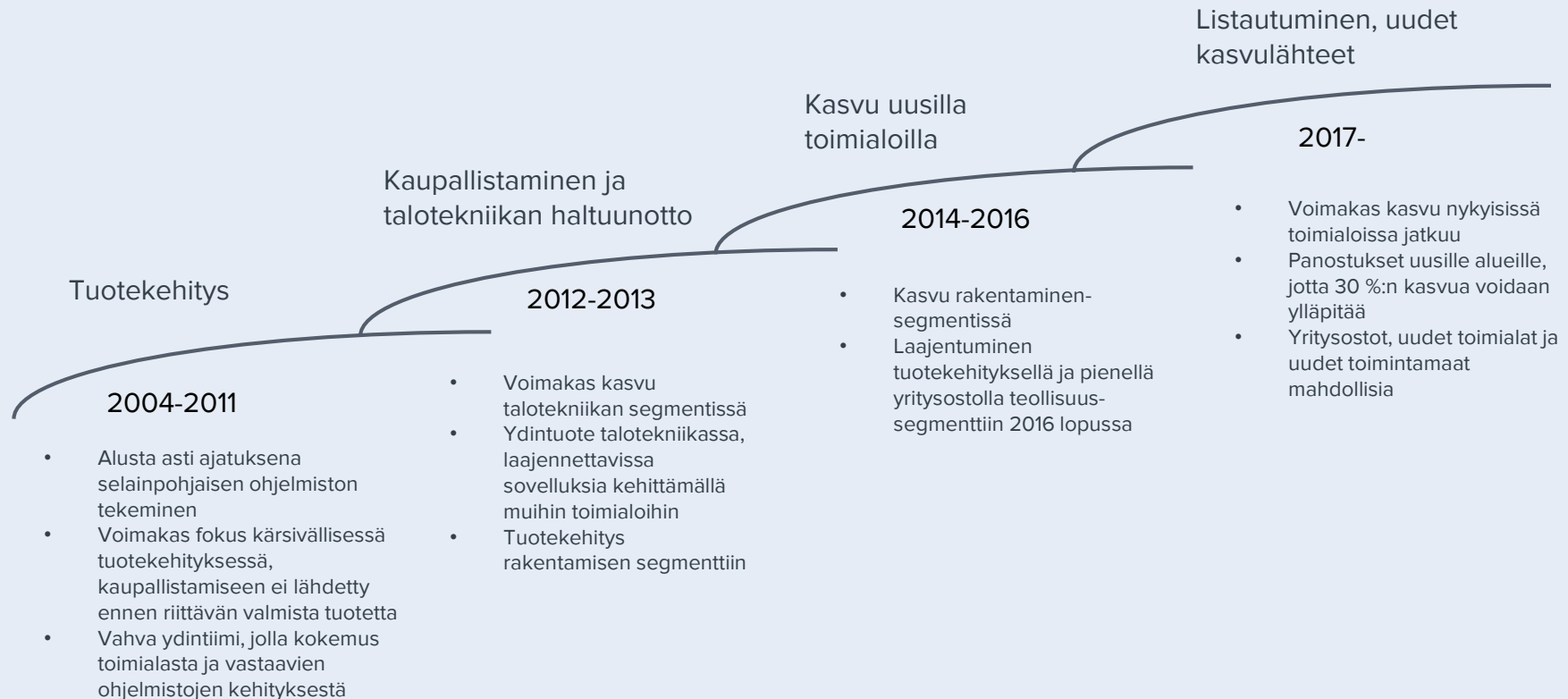
Admicomin strategia

Yhtiön pitkän aikavälin strategisten kasvupolkujen vaihtoehdot



- Admicomin nykyiset markkinat, kasvu toimialojen sisällä.
- Ei kiinnostava (vaatii asiakasräätälöintiä), kasvu vain nykyisten asiakkaiden mukana.
- + Mahdollinen, vaatii segmenttiin sopivan tuotteen kehittämisen tai yritysoston.
- ++ Kiinnostava ja selvityksen alla. Vaatii paikallista räätälöintiä (tuotekehitys) ja vahvaa paikallista tuntemusta (esim. yritysosto).
- +++ Houkutteleva, vaatii ohjelmiston toimialakohtaista räätälöintiä tuotekehitykseltä.

Admicomin strategian vaiheet



Historiallinen kehitys

Tuloskehitys 2012-2017

Admicomin liikevaihto on kasvanut voimakkaasti sen jälkeen, kun yhtiö sai pitkän kehitysvaiheen jälkeen tuotteensa kaupallistamisvaiheeseen 2010-luvun alussa. Yhtiön liikevaihto kasvoi vuoden 2012 1,7 MEUR:sta 8,1 MEUR:oon vuonna 2017, ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosina 2013-2017 oli noin 37 %. Kasvua ajoi erityisesti SaaS-myyntin voimakas kasvu, mutta myös muiden palveluiden kasvu on ollut käsityksemme mukaan vahvaa. Kasvu on ollut käytännössä täysin orgaanista, sillä vuoden 2017 alussa tehdyn pienen yritystoston (Necom) myötä yhtiöön ei siirtynyt juurikaan liikevaihtoa. Maantieteellisesti katsottuna Admicomin kasvu on syntynyt 100 %:sti Suomesta.

Yhtiön tulos ja kannattavuus on ollut skaalautuvuuden myötä vuosina 2012-2017 voimakkaan nousujohteinen. Yhtiön liiketulos kasvoi vuoden 2012 0,2 MEUR:n tasolta 2,5 MEUR:oon (EBIT-% 31 %) vuonna 2017, ja käyttökate 0,2 MEUR:sta (EBITDA-% 11 %) 2,9 MEUR:oon (EBITDA-% 35 %). Admicomin myyntikate-% on ollut myös nousujohteinen ja kasvanut 96 %:iin liikevaihdon vuonna 2017 (2012: 70 %). Liiketulosta rasittaa edelleen vuoteen 2012 saakka tehdyt tuotekehityskustannusten aktivoinnit, joiden poistot jatkuvat aina vuoteen 2022 saakka.

Yhtiö ei ole historiassaan hankkinut merkittävää ulkopuolista rahoitusta, vaan edennyt investoimalla tulorahoitusta takaisin kasvuun. Yhtiön kannattavuus on ollut hyvä ja käyttöpääoma negatiivinen, jolloin liikevaihdon kasvu on rahoittanut itse itseään.

Kulurakenne

Admicon myy ja tuottaa palvelunsa nykyisin pääosin oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 4-7 %:n tasolla liikevaihdon.

Admicomin kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2017 3,7 MEUR ja vastasivat noin 46 % liikevaihdon. Admicomin henkilöstöstä noin 35 % työskentelee käyttöönotto- ja tukitoiminnoissa, viidennes tilitoimistossa ja loput puoliksi tuotekehityksen sekä myynnin & markkinoinnin kesken (hallinnossa kaksi henkilöä). Vuonna 2017 henkilöstön lukumäärä nousi 93 henkilöön (Q4'16: 65 hlö) ja henkilöstökulut kasvoivat 37 %. Henkilöstökulut ovat kasvaneet historiassa suunnilleen liikevaihdon kasvun suhteessa myynti- ja palveluhenkilöstön rekrytointien vuoksi. Tuotekehityksen ja hallinnon osalta henkilöstökulujen kasvu on ollut kuitenkin viime vuosina liikevaihtoa hitaampaa. Admicomin tuote on pääosin kaupallisesti valmis ja teknisesti kypsä, joten merkittävään investointien kiihdyttämiseen ei ole viime vuosina ollut tarvetta. Muutkin henkilöstökulut (tukipalvelut) skaalautuvat varsin hyvin, sillä SaaS-palveluiden hallinta ylläpito ja asiakkuuksien hallinta edellyttää yhtiöltä varsin vähän työvoimaa.

Liiketoiminnan muut kulut ovat Admicomin toiseksi suurin kuluerä. Liiketoiminnan muut kulut ovat viime vuosina liikkuneet tasaisesti noin 10-15 %:n välillä liikevaihdon. Nämä kulut ovat pitkälti henkilömäärän ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa. Odotamme, että

liiketoiminnan muut kulut kuitenkin skaalautuvat jonkin verran liiketoiminnan kokoluokan edelleen kasvaessa.

Admicomin poistot koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista ja yrityskaupan liikearvon poistoista. Poistot olivat noin 0,4 MEUR vuonna 2017. Vaikka aktivointeja ei ole viime vuosina enää tehty, on poistoja kasvattanut yritystoston syntynyt liikearvo.

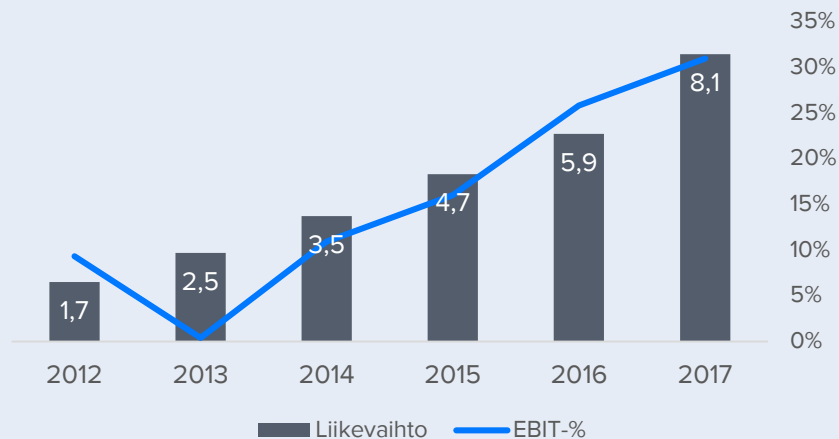
Tase ja rahoitusasema

Admicomin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Q4'17 lopussa taseen loppusumma oli noin 4,2 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (0,4 MEUR), rahavaroista (1,9 MEUR) ja aktivoiduista tuotekehitysmenoista pääosin syntyneistä aineettomista hyödykkeistä 1,5 MEUR, sekä 0,36 MEUR:n määrästä liikearvoa. Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin edellisten tilikausien tappioista ja SVOP-rahastosta. Näiden summana yhtiön oma pääoma oli Q4'17 3,1 MEUR. Yhtiöllä ei ollut Q4'17 lopussa lainkaan rahoitusvelkaa, mutta osto- ja siirtovelkoista johtuen yhtiön korottomat velat olivat noin 1,1 MEUR.

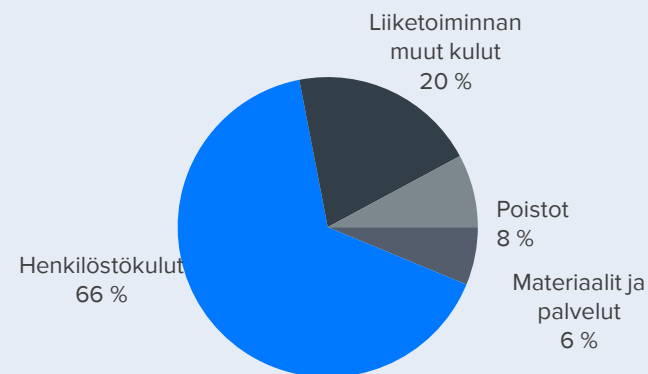
Yhtiön omavaraisuusaste oli Q4'17 lopussa 73 % ja nettovelkaantumisaste -61 %. Yhtiöllä oli vuoden lopussa noin 1,9 MEUR:n nettokassa. Arvioimme, että Admicomilla on kyky kasvaa lähivuosina voimakkaasti pelkän tulorahoituksen ja nykyisten kassavarojen turvin, mutta annista kerätyllä noin 5,0 MEUR:n bruttovaroilla yhtiö kasvattaa strategista liikkumavaraa esimerkiksi mahdollisten yritystosten ja uusien markkinoiden suhteen.

Taloudellinen tilanne

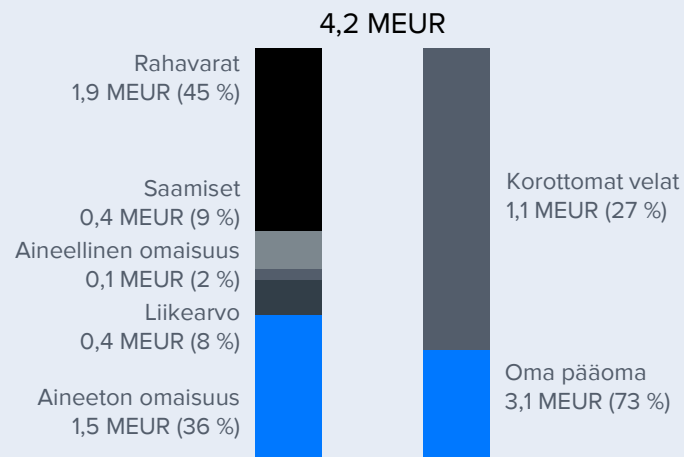
Liikevaihdon ja EBIT-% kehitys, 2012-2017



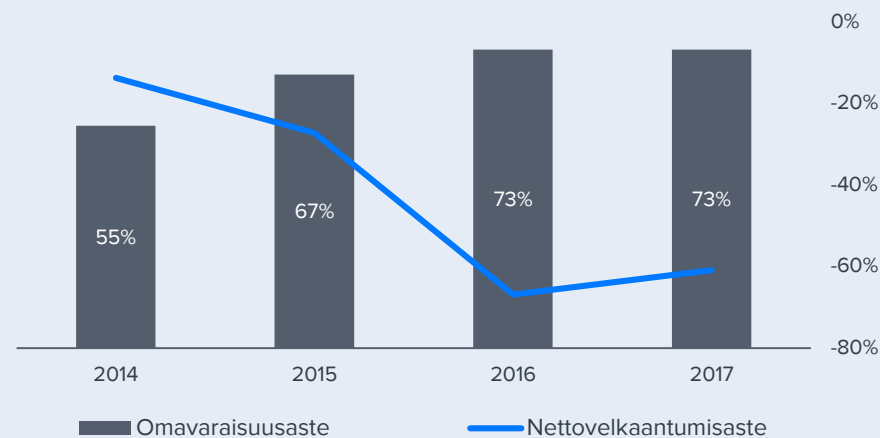
Kulurakenne 2017



Taserakenne, Q4'2017



Omavaraisuus- ja nettovelkaisuusaste (oik.)



Ennusteet 1/2

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Admicomin liikevaihdon kehitystä kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-palvelut
- Tilitoimistopalvelut
- Koulutus- ja konsultointipalvelut

Kaikkien Admicomin liikevaihtoerien kehitystä ohjaa käytännössä SaaS-palveluiden myynnin kehitys, sillä yhtiö ei ilman ohjelmistopalvelusopimusta myy asiakkailleen tilitoimisto-, koulutus- tai konsultointipalveluita.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä pääasiassa seuraavien parametrien kautta.

- 1) (myynti)henkilöstön arvioidun määrän,
- 2) arvioidun keskimääräisen liikevaihdon per työntekijä,
- 3) vanhan sopimuskannan arvioidun kasvun kautta (laajennukset, hinnankorotukset, asiakaspoistuma).

Oletamme ennustemallissamme, että myyntihenkilöstön määrän kasvun heijastuu uusien työntekijöiden perehdytystarpeesta ja muutamia kuukausia tyypillisesti kestävästä myyntisykleistä johtuen koulutus- ja konsultointipalveluiden liikevaihdon kehitykseen tyypillisesti noin neljänneksen viiveellä ja edelleen jatkuvien lisenssien myynnin kasvuun noin hieman yli neljänneksen viiveellä. Oletamme ennustemallissamme, että kaikki asiakkaat eivät ota käyttöön tilitoimistopalveluita, minkä vuoksi liikevaihdon

kasvun tärkein ajuri on SaaS-tuottojen kasvu.

Admicomin tuloksen määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Admicomin pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin yli 90 %:n tasolla. Myyntikate voisi laskea selvästi, jos yhtiö ulkoistaisi osan palveluistaan, mutta liikevoittotasolla vaikutus jäisi arvioimme mukaan lähes neutraaliksi, sillä yhtiö voisi vastaavasti vähentää oman palveluhenkilöstön määrää.

Vaikka Admicom tulee investoimaan lähivuosinakin voimakkaasti kasvuun, arvioimme että kasvupanostukset eivät tule yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa heikentämään kannattavuutta ja kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta tulee laskemaan hieman suhteessa liikevaihtoon. Näin ollen arvioimme, että yhtiö pystyy säilyttämään nykyisen noin 35 %:n käyttökate-%:n lähivuosina ja keskipitkällä aikavälillä.

Näkyvyys Admicomin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on erittäin hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu yli 90 %:sti toistuviin SaaS-palvelutuottoihin ja niihin liittyviin tilitoimistopalvelutuottoihin. Onnistumiset rekrytoinneissa, uusien myyjien sisäänajossa ja markkinoiden haltuunotossa määrittävät kuitenkin pitkälti lähivuosien kasvuvauhdin. Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys tulevien sopimusten määrään, sillä Admicom on vasta alkutaipaleella erityisesti teollisuuden toiminnanohjausohjelmistojen kasvun suhteen. Näkyvyyttä heikentää jossain määrin myös asiakastoimialalle tyypilliset suuret suhdannevaihtelut, jolla voi olla vaikutusta Admicomin myynnin kasvuvauhtiin.

Keskeiset ennusteparametrit

- Henkilöstön määrä
- Myynti per henkilö
- Vanhan sopimuskannan kasvu
- Myyntikatemarginaali
- Kiinteiden kulujen kasvu per henkilö

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/2

Vuosi 2018

Admicom on arvioinut vuoden 2018 liikevaihdon kasvavan yli 10 MEUR:oon (2017: 8,1 MEUR) ja käyttökatte-%:n olevan yli 30 %.

Pidämme korkeasta toistuvien tuottojen osuudesta syntyvän hyvän näkyvyyden vuoksi yhtiön ohjeistusta hyvin luotettavana ja ennustamme Admicomin vuoden 2018 liikevaihdon kasvavan ohjeistuksen mukaisesti 33 % 10,8 MEUR:oon ja käyttökatteen olevan 3,7 MEUR (EBITDA-% 34,7 %). Liikevaihdon kasvua tukee kasvavat myyntipanostukset, teollisuuden ohjelmiston myynnin kasvun vahvistuminen ja vanhojen sopimusten laajentuminen, jotka heijastuvat mallissamme SaaS-palveluiden +38 %:n ennustettuna kasvuna. Myös tilitoimistopalveluiden ja koulutus- ja käyttöönottopalveluiden odotamme kasvavan voimakkaasti (30 % ja 32 %).

Vuodet 2019-2020

Vuosien 2019-2020 osalta Admicomin tavoitteena on jatkaa yli 30 %:n kasvua (tavoitteena keskimääräinen vuosikasvu 2017-2020 yli 30 %), mikä tarkoittaa käytännössä liikevaihdon yli 2-kertaistamista vuoden 2017 liikevaihtoon nähden. Kasvupanostuksista (rekrytoinnit ja markkinointi) huolimatta Admicomin kannattavuuden odotetaan säilyvän hyvällä tasolla (tavoite 30-40 %:n välillä), erinomaisesti skaalautuvan liiketoimintamallin tukemana.

Ennustemme kaudelle ovat kasvun osalta yhtiön aavistuksen yhtiön tavoitetason alla, sillä odottamamme rakennusmarkkinoiden kasvun heikentyminen hidastaa mallissamme Admicomin myynnin kasvun kulmakerrointa ja

johtaa lievään luontaisen asiakaspoistuman kasvuun jakson lopulla. Odotamme yhtiön kasvattavan henkilöstön määrää kaksinkertaiseksi jakson aikana.

Kasvupanostukset nostavat ennustemallissamme vuosien 2019-2020 keskimääräisen liikevaihdon kasvun noin 29 %:iin vuodessa. Käyttökate-%:n odotamme säilyvän kasvupanostuksista huolimatta noin 35-36 %:n tasolla.

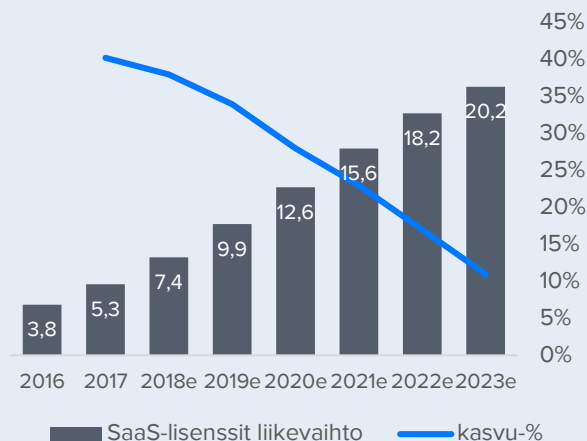
Ennustamme vuonna 2019 liikevaihdon kasvavan 30 % 14,0 MEUR:oon ja käyttökatteen 5,0 MEUR:oon (EBITDA-% 35,4 %). Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteissamme vahva uusmyynti, kun taas vanhan asiakaskannan kasvun oletamme loiventuvan. Kesällä 2017 aloitetun teollisuuden ohjelmistoratkaisujen myynnin myötä odotamme kasvun painottuvan erityisesti teollisuuden asiakkaisiin.

Vuonna 2020 ennustamme Admicomin liikevaihdon kasvavan 27 % 17,8 MEUR:oon. Arvioimme vuoden 2020 käyttökatteen olevan 6,3 MEUR (EBITDA-% 35,5 %).

Pitkän aikavälin ennusteet

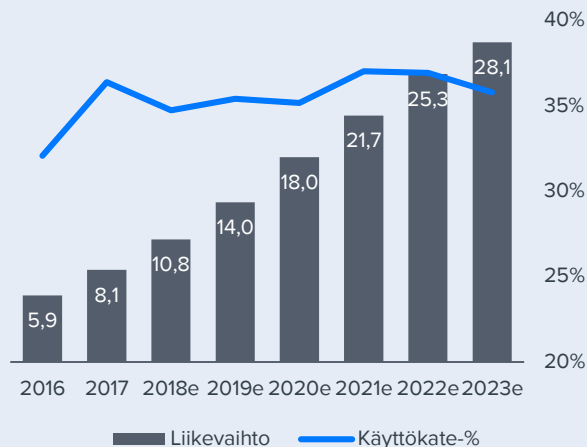
Vuoden 2020 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ikuisuuskasvun ollessa 3 % 2029 lähtien. Kasvua hidastaa uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä hidastuva olemassa olevien asiakkuuksien laajentuminen. Käyttökate-% asettuu perusskenaariossamme noin 32 %:n tasolle vuodesta 2027 eteenpäin.

SaaS-liikevaihto ja kasvu



Lähde: Inderes

Liikevaihto ja käyttökate-%



Lähde: Inderes

Tulosennusteet

Ennustemalli, MEUR	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
SaaS-palvelut	3,8	5,3	7,4	9,9	12,6	15,6	18,2	20,2	21,7	22,8	23,9
kasvu-%	-	40 %	38 %	34 %	28 %	23 %	17 %	11 %	8 %	5 %	5 %
Tilitoimistopalvelut	1,2	1,9	2,4	3,0	3,8	4,5	5,2	5,7	6,0	6,3	6,6
kasvu-%	-	59 %	30 %	25 %	25 %	20 %	15 %	10 %	5 %	5 %	5 %
Koulutus- ja konsultointipalvelut	0,5	0,6	0,7	1,0	1,3	1,6	1,9	2,2	2,5	2,7	3,0
kasvu-%	-	7 %	32 %	30 %	30 %	25 %	20 %	15 %	13 %	10 %	10 %
Muut	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
kasvu-%	-	-8 %	-30 %	-25 %	-20 %	-100 %	-	-	-	-	-
Liikevaihto	5,9	8,1	10,8	14,0	17,8	21,7	25,3	28,1	30,2	31,8	33,6
kasvu-%	24 %	38 %	33 %	30 %	27 %	22 %	17 %	11 %	7 %	5 %	5 %
Materiaalit ja palvelut	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3
%-liikevaihdosta	-7 %	-4 %	-4 %	-4 %	-4 %	-4 %	-4 %	-4 %	-4 %	-4 %	-4 %
Myyntikate	5,4	7,7	10,3	13,5	17,1	20,8	24,3	27,0	29,0	30,6	32,2
myyntikate-%	93 %	96 %	96 %	96 %	96 %	96 %	96 %	96 %	96 %	96 %	96 %
Henkilöstökulut	-2,7	-3,7	-5,0	-6,4	-8,0	-9,5	-11,1	-12,6	-13,7	-14,8	-15,5
%-liikevaihdosta	-46 %	-45 %	-46 %	-45 %	-45 %	-44 %	-44 %	-45 %	-45 %	-46 %	-46 %
Liiketoiminnan muut kulut	-0,8	-1,1	-1,6	-2,1	-2,7	-3,3	-3,8	-4,4	-4,7	-5,1	-5,4
%-liikevaihdosta	-14 %	-14 %	-15 %	-15 %	-15 %	-15 %	-15 %	-15 %	-16 %	-16 %	-16 %
Käyttökate	1,9	2,9	3,7	5,0	6,3	8,0	9,4	10,1	10,5	10,7	11,3
käyttökate-%	32 %	36 %	35 %	35 %	36 %	37 %	37 %	36 %	35 %	33 %	34 %
%-muutos	76 %	57 %	27 %	33 %	27 %	27 %	17 %	8 %	5 %	1 %	6 %
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
%-liikevaihdosta	-7 %	-5 %	-4 %	-3 %	-3 %	-2 %	-1 %	-1 %	-1 %	-1 %	-1 %
Liikevoitto ennen aineettomia poistoja	1,5	2,5	3,6	4,9	6,2	7,9	9,2	9,9	10,3	10,5	11,1
liikevoitto-%	26 %	31 %	34 %	35 %	35 %	36 %	36 %	35 %	34 %	33 %	33 %
%-muutos	98 %	68 %	45 %	33 %	28 %	27 %	17 %	8 %	5 %	1 %	6 %
Liikevoitto	1,5	2,5	3,3	4,5	5,9	7,5	9,0	9,8	10,3	10,4	11,1
liikevoitto-%	26 %	31 %	31 %	32 %	33 %	35 %	36 %	35 %	34 %	33 %	33 %
%-muutos	98 %	68 %	31 %	37 %	30 %	29 %	20 %	9 %	5 %	1 %	7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Sijoittajaprofiili

Vahvaa kasvua, korkealla kannattavuudella

Admicom on myös sijoittajanäkökulmasta kokonaisratkaisu, sillä yhtiössä yhdistyvät vahva kannattavuus ja kassavirta, voimakas kasvu, korkea skaalautuvuus, hyvä ja kasvava osinko sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus ja ennustettavuus. Omistajien ei tarvitse kantaa olennaisia riskejä tuotekehityspanostusten tai aggressiivisten myyntipanostusten onnistumisesta, sillä tuote on jo todistanut kilpailukykyä ja yhtiön monistettavan tuotteen ja pk-yrityksiin painottuvan asiakaskunnan ansiosta myyntisykli on suhteellisen nopea. Siten nykyisen kasvuvahdin ylläpitäminen ei edellytä niin aggressiivisia etupainotteisia investointeja myyntiin ja markkinointiin, kuin monissa muissa teknologiayhtiöissä.

Admicomilla on hyvät edellytykset jatkaa voimakasta kasvua paaluttamalla nykyisiä markkinoita luoden niihin entistäkin korkeamman kynnyn kilpailijoille. Erittäin kannattava liiketoiminta sekä listautuminen luovat vastaavasti edellytykset investoida uusille kasvualueille (uudet segmentit tai toimintamaat) nykyistä hyvää kannattavuutta vaarantamatta. Listautumisen myötä yhtiö voi käyttää myös omaa osaketta mahdollisten yritysostojen rahoittamiseen.

Yhtiön arvonmuodostuksen kannalta vahvojen kilpailuetujen kääntöpuolena on markkinapotentiaalin rajallisuus. Admicom on ylivertainen omissa segmenteissään Suomen markkinalla, mutta tuote ei ole helposti skaalattavissa esimerkiksi uusiin markkinoihin tai

suuryrityksiin. Siten yhtiön markkinapotentiaali on isossa kuvassa suhteellisen rajattu, mutta toisaalta erikoistumisen tuoma kilpailuetu sitäkin vahvempi.

Admicom on mielestämme pitkällä aikavälillä myös potentiaalinen yritysostokohde suuremmalle toimijalle, joka haluaa päästä kiinni Admicomin kohdemarkkinoihin. Kilpailijan on tällöin arvioitava, lähteäkö markkinaan epävarmojen vuosia kestävien tuotekehitys- ja kaupallistamisinvestointien kautta vai suoran yrityskaupan kautta.

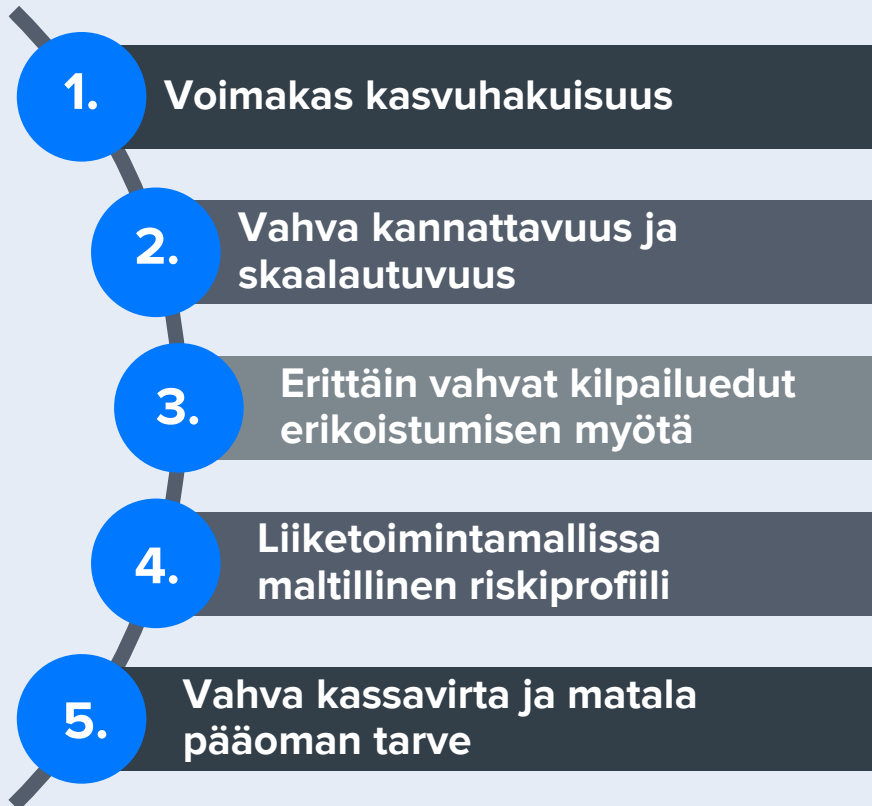
Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Admicomin arvonmuodostuksen kannalta keskeiset positiiviset ajurit ovat seuraavat:

- **Nykyisten toimialojen haltuunotto ja laajentuminen uusiin segmentteihin:** Admicomilla on vielä merkittävää kasvupotentiaalia nykyisissä segmenteissä, kun asiakkaat siirtyvät hallinnossa uuden sukupolven digitaalisiin ratkaisuihin. Kasvua ajaa paitsi hallinnon digitalisoituminen, myös siirtyminen pilvipohjaisiin SaaS-ratkaisuihin Windowsille asennettavista vanhoista ohjelmistoista.
- **Kypsä tuote eikä suoraa SaaS-kilpailijaa:** Admicom on omilla erikoistumisalueillaan käsityksemme mukaan ainoa toimija, joka tarjoaa puhdasta selainpohjaista SaaS-ohjelmistoa, mikä tarjoaa yhtiölle merkittävän kilpailuedun. Yhtiöllä on myös ainoana toteutettu osatuloutuksen automaatio, mikä on rakentamisessa tärkeä kilpailutekijä.

- **Korkea kynnys kilpailijoille:** Vastaavan ohjelmistotuotteen kehittäminen vaatisi vuosien kehitystyötä. Admicomin erikoistumisalueet eivät ole markkinapotentiaailtaan niin suuria, että niihin kannattaisi välttämättä enää lähteä investoimaan merkittävillä kehityspanostuksilla.
- **Skaalautuvuus ja automaatio:** Admicomin SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta on hyvin skaalautuvaa. Yhtiö investoi jatkuvasti oman tilitoimiston tukemana automaatioon, jolla arvontuottoa saadaan siirrettyä henkilöstöstä ohjelmistoon, vahvistaen ohjelmiston arvoa asiakkaalle.
- **Jatkuvuus ja asiakaspito:** Toiminnanohjausjärjestelmän vaihtamisen kynnys on asiakkaille melko korkea, koska ohjelmisto on niin tärkeä osa asiakkaan prosesseja. Jatkuvat SaaS-tuotot tuovat myös ennustettavuutta liiketoimintaan.
- **Vahva kassavirta ja kannattavuus:** Yhtiön nykyinen liiketoiminta turvaa hyvän osinkovirran sekä kyvyn investoida kilpailuedun kasvattamiseen sekä uuteen kasvuun.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

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

Riskit

- Uuden SaaS-kilpailijan syntyminen
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Avainhenkilöriskit
- Mahdolliset yritysostot ja kansainvälistyminen
- Kohdetoimialojen korkea suhdanneherkkyys
- Osakkeella todennäköisesti heikko likviditeetti

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Admicomin
liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Arvonmääritys 2/4

Riskit

Näkemyksemme mukaan Admicomin arvonmuodostukseen negatiivisesti vaikuttavat riskit ovat seuraavat:

- **Uuden SaaS-kilpailijan syntyminen:** Admicomilla on mielestämme vahvat kilpailuedut, mutta on mahdollista, että jollain kilpailijalla on vastaava SaaS-tuote jo kehitystyön alla.
- **Teknologia- ja tietoturvariskit:** Admicom hyötyy IT-markkinan useista vahvoista ajureista tällä hetkellä (siirtymä pilveen, automaatio), mutta teknologian kiihtyvä kehitysnopeus voi muuttaa kilpailukenttää. Yhtiön asiakkaiden tiedot ovat keskitettynä Admicomin pilveen, joten tietoturvariskien tai teknologian vikojen realisoituminen voi pahimmillaan vaikuttaa kaikkiin asiakkaisiin.
- **Avainhenkilöriskit:** Admicom on käsityksemme mukaan kohtalaisen riippuvainen ohjelmiston ydinkehittäjätiimistä.
- **Yrityssostot ja kansainvälistyminen:** Yhtiön laajentuminen uusille markkinoille tai uusille alueille yritysostoin voisi nostaa riskiprofiilia verrattuna yhtiön nykyiseen varsin maltilliseen riskiprofiiliin.
- **Kohdetoimialojen suhdanneherkkyys:** Admicomin kohdetoimialat ovat hyvin suhdanneherkkiä. SaaS-malli suojaa yhtiötä liikevaihdon laskulta suhdannekäänteessä, mutta ohjelmiston osittainen liikevaihtoperusteinen hinnoittelu voi aiheuttaa tällöin liikevaihtoon painetta.

Lisäksi yhtiön kohdetoimialoilla todennäköisesti tapahtuisi taantumaoloissa konkurseista johtuvaa asiakaspoistumaa sekä luottotappioita. Taantuma hidastaisi todennäköisesti myös olennaisesti yhtiön uusiasiakasmyyntin nopeutta.

- **Osakkeen likviditeetti todennäköisesti heikko:** Admicomin omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja yhtiön suunnittelema osakeanti on kohtalaisen pieni suhteessa osakekantaan. Siten markkinoilla vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä voi suunnitellun listautumisen alkuvaiheessa aiheuttaa ylimääristä likviditeettiriskiä osakkeeseen.

Arvon muodostuminen

Admicom on osakkeen arvon muodostuksen kannalta houkuttelevassa kehitysvaiheessa, sillä yhtiöllä on mahdollisuus tarjota omistajilleen lähivuosina samanaikaisesti huomattavaa kasvua, korkeaa kannattavuustaso sekä kasvava osinkovirta. Admicom arvonmääritys voidaan yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa siten perustaa liikevaihdon kasvuodotuksien arvioimisen lisäksi myös lähivuosien tuloskasvuodotuksiin sekä kassavirtatuottoon. Huomioimme Admicomin arvonmäärityksessä liiketoiminnan toistaiseksi suhteellisen pienen skaalan sekä sen, että liiketoiminnan kasvu nojaa kokonaisarvoltaan suhteellisen kapeisiin asiakasvertikaaleihin.

Näkemyksemme mukaan Admicomin arvon muodostuminen voidaan jakaa seuraavaan kolmeen komponenttiin:

1. **SaaS-liiketoiminnan arvo:** Voimakkaasti kasvava, hyvin kannattava, toistuvaa liikevaihtoa ja skaalautuvuutta tarjoava SaaS-ydinliiketoiminta. Tämä luo vakaan perustan yhtiön arvolle ja on arvonmuodostuksen tärkein komponentti.
2. **Tilitoimistopalveluiden arvo:** Admicomin tilitoimistopalveluliiketoiminnan pääroolina on tukea SaaS-palveluliiketoiminnan kasvua, mutta se on samalla luonteeltaan vahvasti kasvavaa, hyvin kannattavaa, toistuvaa ja korkean automaatioasteen myötä kohtuullisen hyvin skaalautuvaa palveluliiketoimintaa. Tilitoimistopalvelut muodostavat siten myös osan Admicomin arvonmuodostuksessa.
3. **Admicomin strateginen arvo:** Admicom on oman erikoistumisalueensa teknologinen ja kaupallinen edelläkävijä Suomessa, mikä voi näkemyksemme mukaan tehdä yhtiöstä pitkällä aikavälillä houkuttelevan ostokohteen suuremmille toimijoille. Laajan jakeluverkon omaavien, yritysostoin voimakkaasti laajenevien kansainvälisten ohjelmistotalojen (kuten Visma, IFS) näkökulmasta Admicom voisi tarjota houkutteleva keinon laajentaa tarjoamaa uusiin asiakassegmenteihin ja olemassa oleville asiakkaille.

Arvonmääritys 3/4

Vertailuryhmä

Koostamme Admicomin vertailuryhmän kolmesta eri liiketoimintaryhmästä: SaaS-yritysohjelmistot, pohjoismaiset IT-palvelutalot ja pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt. Vertailuryhmä antaa Admicomin arvostukselle hyvät referenssiarvot ja viitekehityksen.

Vaikka Admicomin liikevaihto muodostuu pääosin SaaS-palveluista, ei Admicomia voida nähdäksemme verrata merkittävän mittakaavaeron ja erilaisen kehitysvaiheen vuoksi suoraan globaaleihin SaaS-verrokkeihin. Monet SaaS-verrokeista toimivat potentiaaaliltaan huomattavasti suuremmilla markkinoilla, ovat liikevaihdoltaan huomattavasti Admicomia suurempia ja kasvuvaiheesta johtuen kannattavuusprofiililtaan osin erilaisia. SaaS-verrokkiryhmän EV/liikevaihto -pohjaiset arvostuskertoimet asettavat kuitenkin näkemyksemme mukaan hyvän referenssiarvon yhtiön strategiselle arvolle ja SaaS-pohjaisen kasvun hinnoittelulle.

Mielestämme tulospohjaisten kertomien kautta katsottuna lähimpiä verrokkeja Admicomille ovat pienet pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt, joiden tuloskasvuvauhti ja mittakaava on monilta osin verrannollinen Admicomiin. Tämä asettaa arvolle tiettyä lattiatasoa, sillä Admicom on huomattavasti palveluyhtiötä skaalautuvampi ja yhtiön toistuvien tuottojen osuus on suurempi.

Lisäksi yhden referenssiarvon arvostukselle antaa pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän EV/Liikevaihto -kertoimet.

Arvonmääritys

Lähestymme Admicomin arvoa neljästä eri näkökulmasta: 1) arvolle yhden viitearvon antava

pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden EV/Liikevaihto -kerroin, 2) IT-palveluyhtiöiden EV/EBITDA-kerroin, 3) DCF-malli sekä 4) yhtiön strategista arvoa ja SaaS-kasvun hinnoittelua heijasteleva SaaS-verrokkiryhmän EV/Liikevaihto -kerroin. Tarkastelemme yhtiön arvoa näiden menetelmien painotettuna keskiarvona. Arvot pohjautuvat osakekannan pre-money arvoon ennen osakeantia. Yhtiöllä on annin jälkeen noin 6,7 MEUR:n nettokassa, joten osakekannan arvo on yritysarvoa (EV) korkeampi.

Arvonmääritysten tarkemmat laskelmat on esitetty tulevilla sivuilla. Arvonmäärityksen taustalla olevat ennusteet on puolestaan esitetty aiemmassa osiossa.

1. Pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden arvostus (10 %)

Admicomin arvolle tietyn viitearvon asettaa pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöverrokkien liikevaihtokertoimet, sillä ne heijastelevat kokonaisuutena pienten ohjelmistoyhtiöiden kasvun hinnoittelua pohjoismaisella markkinalla. Useimmat pohjoismaiset listatut ohjelmistoyhtiöt kasvavat tällä hetkellä selvästi Admicomia hitaammin ja ovat liiketoiminnallisesti murros-/kasvuvaiheessa, mikä painaa niiden kannattavuutta selvästi Admicomia heikommaksi. Pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöverrokkien keskimääräinen EV/Liikevaihto -kerroin vuodelle 2018 on 2,6x, mitä kautta yhtiön arvoksi (EV) muodostuu 28 MEUR. Admicomin hyväksyttävä liikevaihtokerroin on näkemyksemme mukaan selvästi korkeampi johtuen yhtiön korkeammasta kannattavuustasosta ja kasvusta. Siten annamme tälle viiteryhmiä hyvin pienen painoarvon ja toteamme sen heijastelevan lähinnä negatiivista skenaariota, jossa Admicomin kasvu pysähtyisi.

2. Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden arvostus (35 %)

Tulosennusteiden kautta Admicomin arvostusta peilattaessa hyvän referenssiarvon antaa näkemyksemme mukaan pohjoismaisten pienten IT-palveluyhtiöiden keskimääräiset EV/EBITDA-kertoimet. Näiden yhtiöiden liikevaihto koostuu kuitenkin pääsääntöisesti ei-skaalautuvasta ja ei-toistuvasta palveluliikevaihdosta, joten ne asettavat näkemyksemme mukaan ”lattian” Admicomin tulospohjaiselle arvostukselle. Monilla näistä yhtiöistä tuloskasvu on kuitenkin Admicomin tavoin nopealla tasolla. Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöverrokkien keskimääräinen EV/EBITDA -kerroin vuodelle 2018 on 11,3x, mikä kautta yhtiön arvoksi muodostuu 42 MEUR. Tämä on arvonmäärityksemme alaraja, sillä emme pidä realistisena skenaariota, jossa sijoittajat olisivat valmiita hyväksymään SaaS-liiketoimintamallilla toimivalle Admicomille palveluyhtiöitä alemmat tulospohjaiset arvostuskertoimet.

3. DCF (20 %)

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Admicomille on 68 MEUR. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 32 % ja kasvun 3 %. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo arvossa on 42 %. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 12,3 %:iin, mikä heijastelee yhtiön pienestä kokoluokasta ja osakkeen todennäköisesti matalasta vaihdettavuudesta johtuvaa riskitasoa. Näkyvyys Admicomin tulevaisuuden kassavirtoihin on kasvuyhtiölle poikkeuksellisen hyvä, minkä vuoksi annamme DCF-mallille kohtalaisen suuren painoarvon. DCF-mallin suhteellisen arvo heijastelee samalla arvonmäärityksemme ylärajaa.

Arvonmääritys 4/4

4. Globaali SaaS-verrokkiryhmä (35 %)

Kuten aiemmin todettu, näemme Admicomilla vahvan kilpailuaseman ja erikoistumisen kautta huomattavaa strategista arvoa. Heijastelemme tätä arvoa ja SaaS-liiketoiminnan vahvaa kasvua ja potentiaalia arvonmäärityksessä SaaS-verrokkien keskimääräisten EV/Liikevaihto – kertoimien kautta. Yhtiön globaalien SaaS-verrokkien keskimääräinen EV/Liikevaihto -kerroin vuodelle 2018 on 6,6x. Arvolle tietyn ylärajan asettaa myös globaalien SaaS-verrokkien liikevaihtokertoimet, sillä emme pidä todennäköisenä, että sijoittajat olisivat valmiita hyväksymään Admicomille olennaisesti globaaleja verrokkeja korkeampaa arvostusta. Admicomin pienestä koosta johtuen sovellamme verrokkiryhmään 30 %:n alennusta, jolloin yhtiön arvoksi muodostuu 50 MEUR.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Eri arvonmääritysmenetelmien painotettua keskiarvoa käyttäen olemme määrittäneet Admicomin yritysarvoksi noin 50 MEUR ja osakekannan arvoksi noin 56 MEUR, eli noin 11,6 osakkeelta ulkona olevalle osakemäärälle laskettuna (4,84 milj. osaketta).

Arvonmäärityksemme tulos vastaa vuoden 2018 ennusteillamme noin 4,5x EV/Liikevaihto-kerrointa, noin 13x EV/EBITDA-kerrointa, ja noin 21x P/E-kerrointa. Vastaavat kertoimet vuoden 2019 ennusteilla ovat noin 3,3x, 9x ja 16x. Osinkotuotto vuodelle 2018 on tavoitehinnallamme laskettuna 3,4 %. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän kurssiin (10,70 euroa) nähden tavoitehintamme indikoi noin 10

%:n arvonnousupotentiaalia.

Näkemyksemme mukaan keskeinen yhtiön arvomuodostusta ja sijoittajien luottamusta ohjaava tekijä lähivuosina tulee olemaan liikevaihdon kasvunopeus, sillä odotamme yhtiön pystyvän säilyttämään kannattavuuden hyvällä tasolla. Arvomuodostusta ja hyväksyttävää arvostustasoa painaa yhtiön pieni kokoluokka ja osakkeen mahdollisesti heikoksi jäävä vaihdettavuus.

Verrokkiryhmän arvostus

SaaS-yritysohjelmistot

Yhtiö	Osaakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e
Adobe Systems Inc	196	78956	75733	12,8	10,6	24 %	20 %
Alteryx Inc	28	1369	1241	11,8	8,6		36 %
Amber Road Inc	8,3	185	196	3,0	2,8	8 %	10 %
AppFolio Inc	45	1249	1213	10,5	8,3	35 %	26 %
Apptio Inc	25	819	708	4,7	4,0	17 %	15 %
Atlassian Corp PLC	53	9999	9443	18,7	13,5	37 %	39 %
Benefitfocus Inc	26	652	705	3,4	3,1	10 %	9 %
Blackbaud Inc	96	3770	4033	6,2	5,6	8 %	11 %
Blackline Inc	35	1496	1407	9,9	7,7	43 %	29 %
BroadSoft Inc	55	1430	1299	4,1	3,7	14 %	13 %
CA Inc	34	11669	11639	3,5	3,4	0 %	5 %
Callidus Software Inc	31	1720	1575	7,7	6,4	21 %	20 %
Cornerstone OnDemand Inc	40	1901	1849	4,7	4,5	14 %	4 %
Coupa Software Inc	38	1698	1518	14,1	10,2		38 %
Ebix Inc	83	2131	2362	8,1	6,7	22 %	20 %
Ellie Mae Inc	98	2761	2462	7,3	6,1	17 %	19 %
Everbridge Inc	33	757	718	8,5	6,7	36 %	26 %
FireEye Inc	15	2266	2177	3,6	3,3	3 %	8 %
Five9 Inc	24	1109	1095	6,8	5,8	23 %	17 %
Guidewire Software Inc	77	4755	4296	10,5	8,2	20 %	27 %
Hortonworks Inc	20	1179	1127	5,4	4,2	42 %	27 %
HubSpot Inc	99	3029	2867	9,4	7,4	38 %	28 %
Kinaxis Inc	78	1303	1179	10,8	8,9	15 %	21 %
LivePerson Inc	12	582	536	3,0	2,8	-2 %	7 %
LogMeIn Inc	120	5150	4924	5,9	5,3	205 %	12 %
MicroStrategy Inc	141	1321	792	1,9	1,9	-3 %	0 %
MobileIron Inc	4,1	322	255	1,8	1,7	7 %	7 %
MuleSoft Inc	25	2680	2531	10,6	7,8		36 %
New Relic Inc	58	2620	2434	11,3	8,5	46 %	33 %
Okta Inc	29	2434	2251	NaN	10,9		
Paycom Software Inc	91	4417	4391	12,4	9,9	32 %	26 %
Paylocity Holding Corp	50	2148	2069	8,5	6,8	30 %	24 %
Proofpoint Inc	100	3653	3589	8,6	6,6	36 %	31 %
Q2 Holdings Inc	38	1304	1232	7,8	6,3	30 %	24 %
Qualys Inc	64	1997	1749	9,3	8,0	16 %	16 %
RealPage Inc	49	3280	3423	6,2	5,0	18 %	24 %
Salesforce.com Inc	112	66160	65317	9,5	7,6	26 %	25 %
ServiceNow Inc	142	19875	19453	12,4	9,4	39 %	31 %
Tableau Software Inc	74	4826	4054	5,7	5,2	8 %	9 %
Ultimate Software Group Inc	228	5565	5462	7,1	6,0	20 %	19 %
Upland Software Inc	24	400	432	5,4	4,3	31 %	26 %
Workday Inc	114	19423	18001	14,1	10,3	35 %	37 %
Workiva Inc	22	756	709	4,2	3,7	16 %	14 %
Xero Ltd	33	2716	2668	15,1	10,8	43 %	39 %
Zendesk Inc	37	3079	2894	8,3	6,4	37 %	30 %
Mediaani		2148	2177	7,9	6,4	22 %	22 %
Keskiarvo		6465	6222	8,1	6,6	27 %	21 %

Pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt

Yhtiö	Osaakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%		EV/EBITDA	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Acando AB	31	315	319	1,3	1,2	12 %	8 %	11,8	10,6
Bouvet ASA	198	218	213	1,3	1,2	23 %	7 %	13,3	12,1
Digia Oyj	2,42	64	68	0,7	0,7	5 %	7 %	13,5	8,5
Gofore Oyj	7,59	98	98	2,9	1,9	50 %	25 %	16,0	10,4
HiQ International AB	66	357	344	1,9	1,8	7 %	7 %	15,2	13,5
Innofactor Plc	1,02	37	51	0,8	0,7	12 %	4 %	16,4	8,7
Knowit AB (publ)	168,0	325	343	1,2	1,2	14 %	7 %	11,8	10,7
Nixu Oyj	11,8	86	87	2,6	2,1	50 %	24 %	29,1	21,8
Silli Solutions Oyj	12,4	88	82	1,4	1,2	23 %	17 %	13,5	10,7
Solteq Oyj	1,50	28	52	0,8	0,7	2 %	12 %	13,1	8,7
Vincit Group Oyj	7	79	79	1,9	1,4	31 %	31 %	11,3	8,8
Mediaani		88	87	1,3	1,2	14 %	8 %	13,5	10,6
Keskiarvo		154	158	1,5	1,3	21 %	14 %	15,0	11,3

Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt

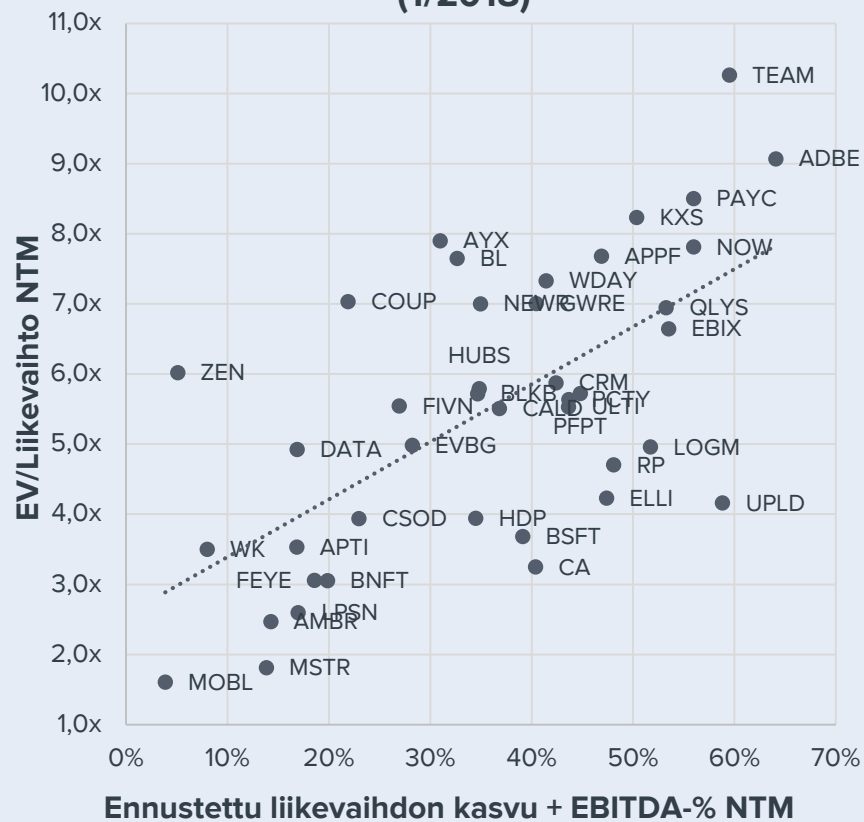
Yhtiö	Osaakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%		EV/EBITDA	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Basware Oyj	41,0	611	637	4,3	4,0	1 %	6 %	106,4	70,8
Cinnober Financial Technology AB	90,9	204	184	4,6	3,6	11 %	28 %		75,3
Comptel Oyj	3,04	344	334	2,9	2,5	14 %	17 %	16,7	12,2
Efecte Oyj	5,5	31	25	2,4	2,0	25 %	24 %	79,3	-50,2
F-Secure Oyj	4,16	654	572	3,3	3,0	9 %	10 %	33,6	20,7
Heeros Oyj	2,80	12	11	1,6	1,4	0 %	14 %		11,3
Infront ASA	23,6	68	62	2,3	2,0		14 %	12,9	9,9
QPR Software Plc *	1,63	21	20	2,2	2,0	1 %	9 %	13,8	10,4
Qt Group Oyj	5,60	134	121	3,3	2,8	14 %	21 %		
Mediaani		134	121	2,9	2,5	10 %	14 %	25,2	11,7
Keskiarvo		231	218	3,0	2,6	9 %	16 %	203,0	20,0

* QPR Software ennustetut luvut

** Arvostus laskettu 23.4.17 kursorilla 3,04 euroa

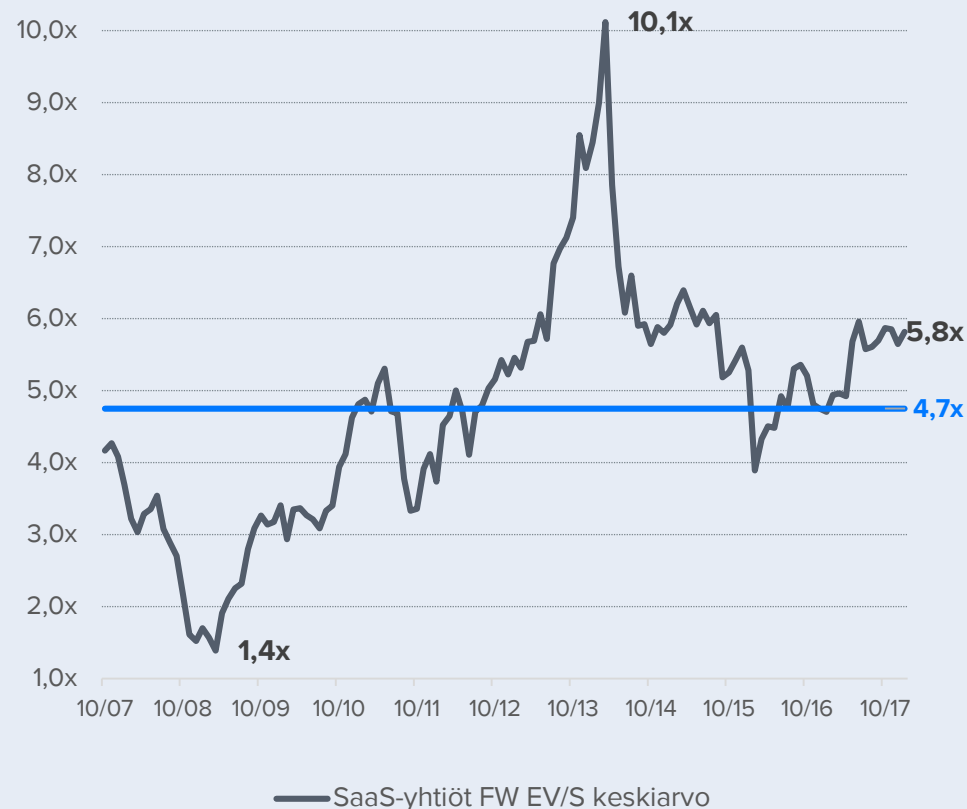
SaaS-verrokkiryhmän arvostus

SaaS-verrokkiryhmän arvostustaso
(1/2018)



Lähde: Thomson Reuters

SaaS-yhtiöt arvostustaso 10/2007-1/2018



Lähde: Thomson Reuters

Arvonmäärittelyn yhteenveto

Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt

Admicom liikevaihto 2018e, MEUR	10,8
x verrokkiryhmän EV/Liikevaihto 2018e	2,6
Yritysarvo (EV)	28

Pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt

Admicom EBITDA 2018e, MEUR	3,7
x verrokkiryhmän EV/EBITDA 2018e	11,3
Yritysarvo (EV)	42

DCF

Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	67,8
Diskontattu Yritysarvo 2017	68

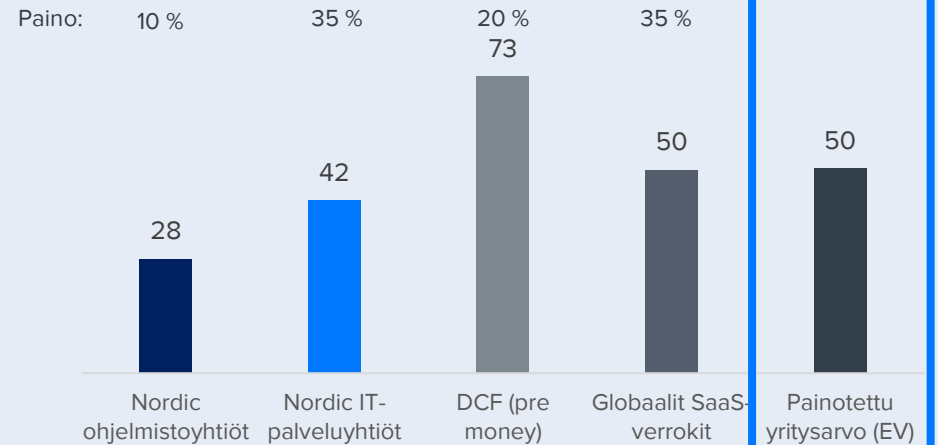
Globaalit SaaS-yhtiöt

Admicom liikevaihto 2018e, MEUR	10,8
x verrokkiryhmän EV/Liikevaihto	4,6
alennus verrokkiryhmään keskiarvoon	30 %
Yritysarvo (EV)	50

Arvonmäärittelyn yhteenveto	Paino	MEUR
Nordic ohjelmistoyhtiöt	10 %	28
Nordic IT-palveluyhtiöt	35 %	42
DCF (pre money)	20 %	73
Globaalit SaaS-verrokkit (30 % alennus)	35 %	50
Painotettu yritysarvo (EV)	100 %	50
Nettokassa annin jälkeen		6,6
Painotettu markkina-arvo		57
Osakkeen tavoitehintaa (Inderes)		11,7
Osakkeen markkina-arvo		52
Osakkeen hinta (9.2.2018)		10,7
EV/S 2018e (10,70 euroa kurssilla)		4,0
EV/EBITDA 2018e (10,70 euroa kurssilla)		11,6
EV/S 2018e (Inderes 11,70 euroa tavoitehinnalla)		4,5
EV/EBITDA 2018e (Inderes 11,70 euroa tavoitehinnalla)		12,9

Lähde: Inderes

Arvonmäärittely eri menetelmillä

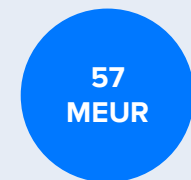


**Inderes
Tavoitehintaa
11,70 euroa**

**Yritysarvo (EV)
2018e**



**Osakekannan
markkina-arvo**



DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	2,5	3,3	4,5	5,9	7,5	9,0	9,8	10,3	10,4	11,1	11,3	11,7	12,1	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-1,5	-1,8	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,5	3,3	4,4	5,5	6,8	7,9	8,4	8,7	8,7	9,2	9,4	9,7	10,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,0	3,2	4,2	5,4	6,7	7,7	8,2	8,5	8,5	9,0	9,2	9,5	9,5	
+/- Muut	0,0	4,8	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	8,0	4,2	5,4	6,7	7,7	8,2	8,5	8,5	9,0	9,2	9,5	9,5	
Diskontattu vapaa kassavirta		7,2	3,4	3,8	4,3	4,4	4,1	3,8	3,4	3,2	2,9	2,7	2,4	26,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		72,6	65,4	62,0	58,1	53,9	49,5	45,3	41,5	38,1	34,8	31,9	29,2	26,8
Velaton arvo DCF		72,6												
- Korolliset velat		0,0												
+ Rahavarat		1,9												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		0,0												
Oman pääoman arvo DCF		74,5												
Oman pääoman arvo per osake		15,4												

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumistaso D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,3 %

Rahavirran jakauma jaksoittain

2018e-2022e	34%
2023e-2027e	26%
TERM	40%

■ 2018e-2022e ■ 2023e-2027e ■ TERM

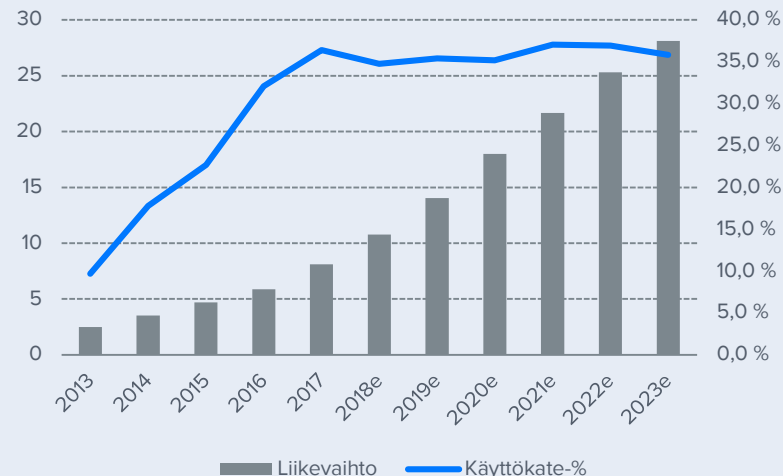
Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	8	11	14	18	22	25	28
Kulut	-5	-7	-9	-12	-14	-16	-18
EBITDA	2,9	3,7	5,0	6,3	8,0	9,4	10,1
Poistot	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2
Liikevoitto	2,5	3,3	4,5	5,9	7,5	9,0	9,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>2,5</i>	<i>3,3</i>	<i>4,5</i>	<i>5,9</i>	<i>7,5</i>	<i>9,0</i>	<i>9,8</i>
Rahoituserät	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,4	3,3	4,5	5,9	7,5	9,0	9,8
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-1,5	-1,8	-2,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,9	2,6	3,6	4,7	6,0	7,2	7,9
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>1,9</i>	<i>2,6</i>	<i>3,6</i>	<i>4,7</i>	<i>6,0</i>	<i>7,2</i>	<i>7,9</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,9	2,6	3,6	4,7	6,0	7,2	7,9

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	2,1	1,8	1,9	1,6	1,3
Liikearvo	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3
Aineettomat oikeudet	2,0	1,6	1,5	1,1	0,8
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	1,3	3,1	2,3	4,0	6,3
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset saamiset	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7
Likvidit varat	0,7	2,4	1,9	3,4	5,6
Taseen loppusumma	3,4	4,9	4,2	5,6	7,6

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	2,3	3,6	3,1	4,1	5,6
Osakepääoma	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	0,3	1,5	0,3	1,4	2,9
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,7	1,9	2,7	2,7	2,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	1,1	1,3	1,1	1,5	2,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,0	1,3	1,1	1,5	2,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	3,4	4,9	4,2	5,6	7,6

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

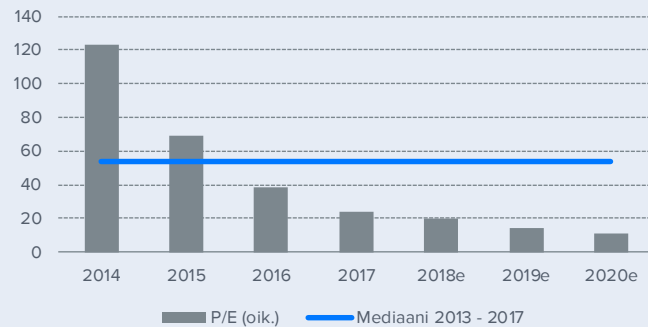


Arvostustaso yhteenveto

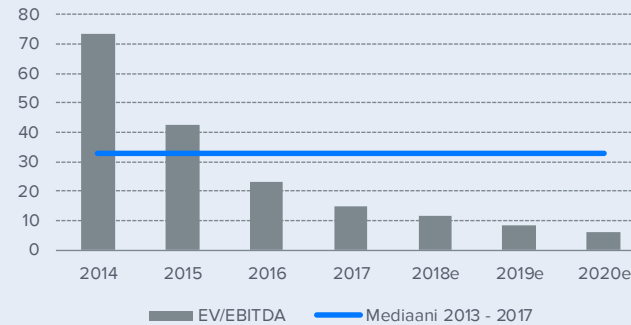
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	10,70	10,70	10,70	10,70	10,70	10,70	10,70	10,70
Markkina-arvo	46	46	46	46	52	52	52	52
Yritysarvo (EV)	46	46	44	44	43	41	38	35
P/E (oik.)	123,0	68,9	38,5	24,0	19,7	14,3	11,0	8,6
P/E	123,0	68,9	38,5	24,0	19,7	14,3	11,0	8,6
P/Kassavirta	-50,3	139,5	28,1	23,2	6,5	12,2	9,6	7,7
P/B	30,6	20,5	12,7	14,9	5,7	4,8	4,0	3,4
P/S	13,1	9,8	7,9	5,7	4,8	3,7	2,9	2,4
EV/Liikevaihto	13,0	9,7	7,5	5,5	4,0	2,9	2,1	1,6
EV/EBITDA	73,2	42,7	23,3	15,1	11,6	8,2	6,1	4,4
EV/EBIT	118,8	60,5	29,3	17,7	13,2	9,1	6,5	4,7
Osinko/tulos (%)	102,3 %	97,5 %	82,7 %	67,2 %	73,6 %	73,6 %	75,3 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	1,4 %	2,1 %	2,8 %	3,7 %	5,1 %	6,8 %	8,7 %

Lähde: Inderes

P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.2.2018	Lisää	11,70 €	10,70 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**