

Admicom

Yhtiöraportti

22/3/2019

Voimakkaan arvonluonnin vaiheessa

Toistamme Admicomin vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehinnan 35,0 euroon (aik. 25,0 euroa). Admicom jatkaa voimakasta arvonluontia korkeiden skaalaetujen, erittäin kannattavan liiketoimintamallin sekä vahvojen kilpailuetujen ja markkinatrendien myötä voimakkaana jatkuvan kasvun tukemana. Odotamme yhtiön tuloskasvun yltävän lähivuosina yli 30 %:iin vuosittain, mihin aiemmat näytöt kasvusta ja jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoimintamalli antavat näkyvyyttä. Olemme nyt aiempaa positiivisempia yhtiön markkinapotentiaalin, kestävän kannattavuustason ja likviditeetin suhteen, mikä nostaa osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa. Vaikka voimakkaan tuloskasvun kautta yhtiöille voidaan perustella nykyiset korkeat arvostuskertoimet, on voimakas arvostuskertoimien venyminen syönyt osakkeen nousuvaran lyhyellä aikavälillä.

Admicom on voimakkaasti kehittyvän pk-sektorin SaaS-toiminnanohjausjärjestelmämarkkinan edelläkävijä

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

Markkinoilla hyvät kasvuajurit ja Admicomilla poikkeuksellisen vahvat kilpailuedut

Admicomin markkinakasvua ja -potentiaalia ohjaavat yhtiön kohdesegmenttien matala digitalisaation aste sekä kasvava tarve tuottavuutta parantaville ratkaisuille. Samaan aikaan Admicomin kasvua tukee yritysohjelmistojen kiihtyvä siirtyminen vanhan sukupolven ohjelmistoista SaaS-ratkaisuihin, jossa suhteessa yhtiöllä on rajallisesti kilpailijoita. Yhtiöllä on siten hyvät edellytykset paaluttaa lähivuosina sen kohdemarkkinat asiakkaiden siirtyessä SaaS-ratkaisuihin. Yhtiön kilpailuedut ovat mielestämme poikkeuksellisen vahvoja johtuen voimakkaasta toimialafokuksesta sekä ratkaisun pitkälle viedystä automaatiosta ja skaalautuvuudesta.

Voimakasta kasvua ja vahvaa kannattavuutta

Admicom on skaalautuvan liiketoimintamalli myötä jo erittäin kannattava (EBITDA-% >40 %), vaikka yhtiö on yhä voimakkaassa kasvuvaiheessa ja yltää yli 30 %:n liikevaihdon kasvuun. Näkemyksemme mukaan yhtiö voi ylläpitää vahvaa kasvua vielä vuosia ottamalla haltuun nykyisiä kohdemarkkinoita, joiden koko on (n. 100 MEUR) osoittautumassa aiempia arvioitamme isommaksi. Pitkällä aikavälillä yhtiön on yhä löydettävä voimakkaan kasvun jatkamiseksi yritysostojen tai tuotekehityksen kautta kasvlähteitä uusista segmenteistä tai toimintamaista.

Vahva arvonluonti on houkuttelut sijoittaja venyttämään osakkeen arvostuskertoimet hyvin vaativiksi

Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyvät poikkeuksellisella tavalla vahva kasvu ja kannattavuus, korkea skaalautuvuus, kasvava osinkovirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus. Ennustamme yhtiön tuloskasvun yltävän lähivuosina yli 30 %:iin vuodessa, mikä yhdistettynä muihin positiivisiin arvoajureihin (mm. kasvanut likviditeetti) ja neutraaliin suhteelliseen arvostukseen riittää vielä perustelemaan nykyisen hyvin vaativan arvostustason (P/E 2019e 36x, EV/EBITDA 24x ja PEG n. 1,1x), mutta taso ei anna liikkumavaraa riskien suhteen.

Analytiikot



Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)

35,0 EUR

(aik. 25,0 EUR)

Osakekurssi: 36,96 EUR

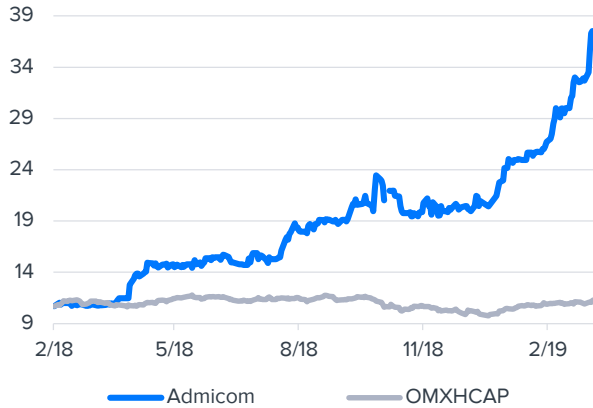
Potentiaali: -5 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	11,5	15,6	20,3	24,7
kasvu-%	42 %	36 %	30 %	21 %
EBIT oik.	4,3	6,2	7,9	10,1
EBIT-% oik.	37,5 %	39,8 %	38,9 %	41,0 %
Nettotulos	3,3	5,0	6,3	8,1
EPS (oik.)	0,76	1,03	1,31	1,68
P/E (oik.)	27,1	36,0	28,3	22,1
P/B	8,8	12,9	10,6	8,7
Osinkotuotto-%	2,3 %	1,9 %	2,4 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	20,7	26,5	20,4	15,5
EV/EBITDA	18,5	24,5	19,1	14,6
EV/Liikevaihto	7,8	10,6	7,9	6,3

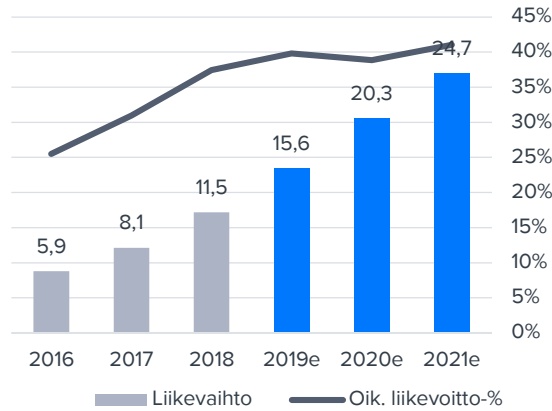
Lähde: Inderes

Osakekurssi



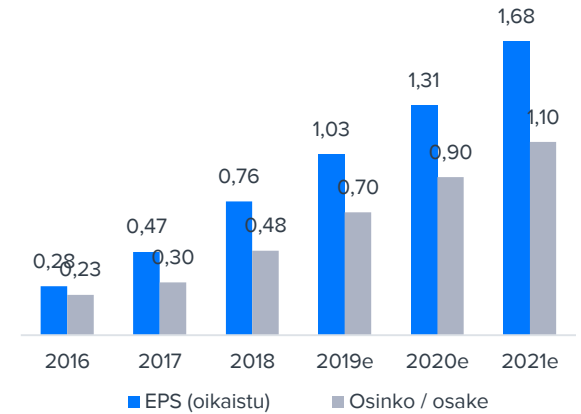
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahvat ja selkeät kilpailuedut
- Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen perustuva liiketoimintamalli
- Vahva asiakaspito (liiketoimintakriittinen järjestelmä asiakkaille)
- 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

- Arvostus vaativa, mutta perusteltavissa voimakkaalla tuloskasvulla
- SaaS-yhtiöiden korkea hinnoittelu tukee arvostusta
- Liikevaihdon ja kannattavuuden ennustettavuus hyvä
- Hyvä ja kasvava osinkovirta
- Osakkeen vaihdettavuus heikohko, mikä nostaa edelleen tuottovaadetta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Markkinat	15-17
Kilpailukenttä	18-20
Strategia	21-23
Historiallinen kehitys	24-25
Ennusteet	26-28
Sijoitusprofiili	29-31
Arvonmääritys	33-38
Taulukot	39-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

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

2018

Listautuminen

11,5 MEUR (+42 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

+36 % 2013-2018

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

4,8 MEUR (42 % lv:sta)

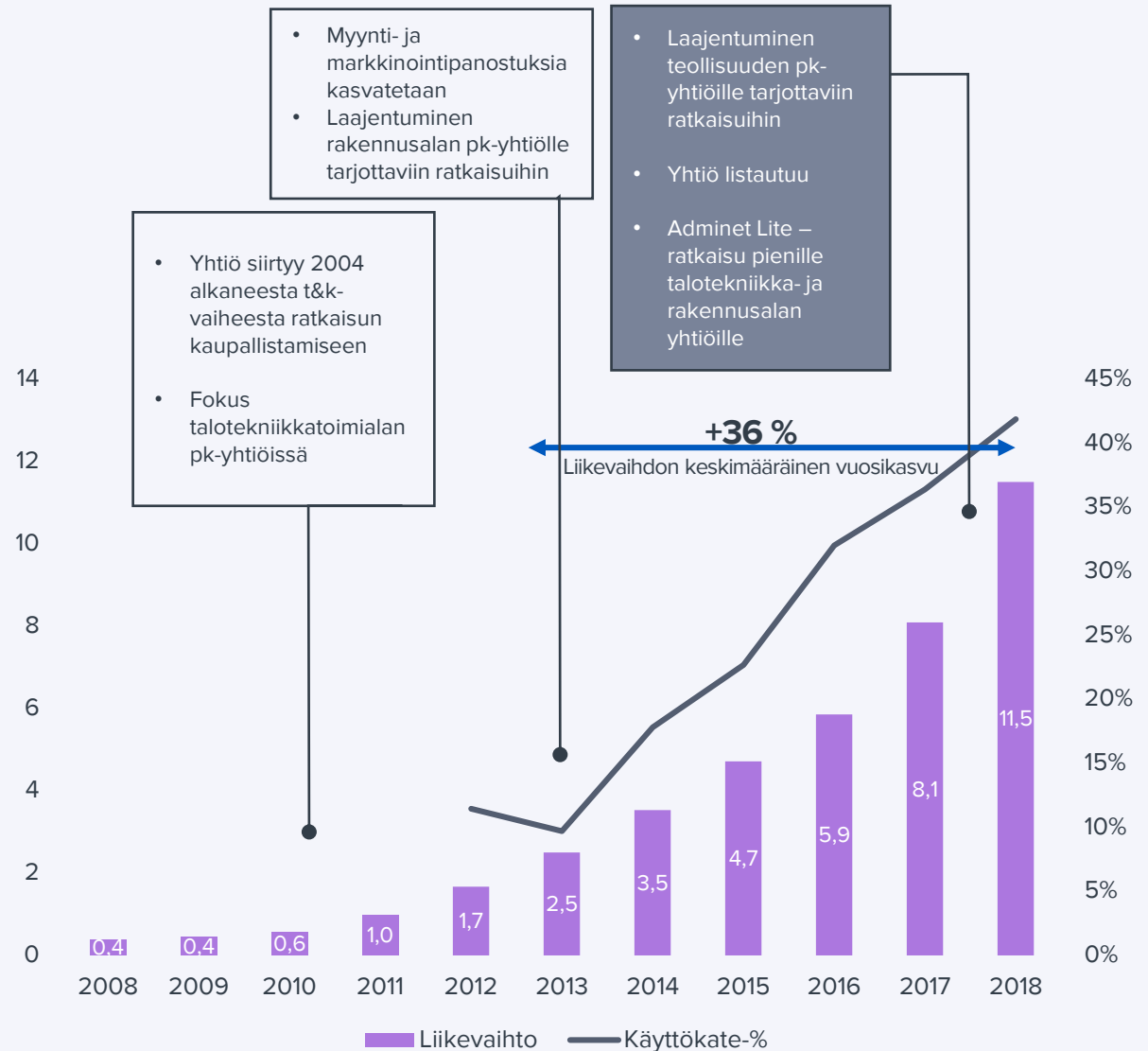
Käyttökate, 2018

113

Henkilöstö 2018 lopussa

87 %

Toistuvan kuukausilaskutuksen osuus liikevaihdosta 2018



Kumppanit



Pankkiyhteyst



Verkkolaskuyhteyst



Tuote- ja hintatiedot
materiaalitoimittajilta



Viranomaisyhteyst



Web service -rajapinnat

Toiminnot

Tuotekehitys
(n. 15 % *)



Palvelut & koulutus
(n. 62 % *)



Myynti
(n. 20 % *)



Hallinto
(n. 3 % *)



* Osuus henkilöstöstä 12/2018

Ratkaisut

Adminet-ohjelmisto

Kokonaisvaltainen
toiminnanohjausjärjestelmä:

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

Tilitoimistopalvelut

Tuki- ja koulutuspalvelut

Liiketoimintaidea

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



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

Myyntikanavat



Uusiasiakashankinta
(oma myynti)

Laajennukset olemassa
olevaan asiakaskuntaan ↗ ↘

Kilpailu

ERP-
yleisohjelmistot

Visma Nova ja L7
VISMA

CGI
C9000

oscar
software

ecom

Toimialakohtaiset
kilpailijat

Pajadata

JYDACOM

lemonsoft

**Sekalaiset
ohjelmistoratkaisut**

Asiakassegmentit

PK-yhtiöt, ydinkohderyhmä 1-5 MEUR liikevaihto



Talotekniikka
n. 52 % *



Rakentaminen
40 % *



Teollisuus 3 %
(ja muut 5 %) *

Kustannusrakenne

113 hlö (12/2018)
-7,2 m€ (2018)



Henkilöstökulut
(66 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut
(6 %)

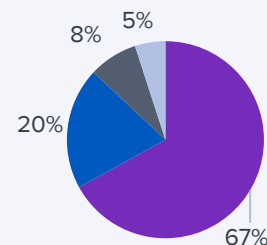


Liiketoiminnan muut kulut
(21 %)

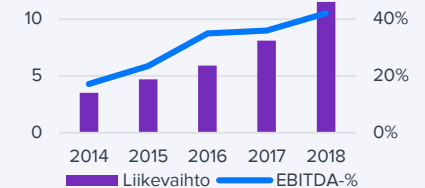
Poistot
(7 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 11,5 m€
EBITDA 4,8 m€ (2018)



■ SaaS-palvelut
■ Tilitoimisto-palvelut
■ Koulutus- ja konsultointi-palvelut



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Admicomin tausta ja historia

Admicom on vuonna 2004 perustettu, Suomen markkinoille keskittynyt SaaS-mallilla toimiva pk-yrityksille suunnattujen toimialakohtaisten toiminnanohjausratkaisujen (ERP) toimittaja. Tuotteen kehittäjätiimi rakensi menestyksekkään aiemman sukupolven ERP-ohjelmiston (Liinos), joka myytiin Vismalle vuonna 2002. Vuonna 2004 tiimi lähti rakentamaan uuden sukupolven ratkaisua, joka rakennettiin alusta lähtien skaalautuvaksi pilvipalveluksi. Tämä oli ratkaiseva strateginen valinta, sillä pilviohjelmistojen suosio on nyt reilut 10 vuotta myöhemmin lyönyt vahvasti läpi. Yhtiön menestystekijöitä ovat myös vahva toimialaosaaminen sekä voimakas fokus pitkälle vietyyn automaatioon.

Yhtiön t&k-vaihe kesti peräti 6 vuoden ajan noin 10 henkilön tiimillä. Admicom ei kaupallistanut tuotetta hätiköiden, vaan kehitti sitä ensin muutamien asiakkuuksien avulla kärsivällisesti riittävän kypsään ja voimakkaan skaalautuvuuden mahdollistavaan vaiheeseen. Vuonna 2010 yhtiön painopiste siirtyi kehittämisestä kaupallistamiseen, joka aloitettiin talotekniikkatoimialan pk-yritysten erityistarpeisiin suunnatulla ratkaisulla, jossa yhtiö alkoi nopeasti voittamaan markkinaa edeltävän sukupolven ohjelmistoilta ja sekalaisista ohjelmistoista koostuneilta ratkaisuilta. Admicomin ydintuote on toimintalogiikkansa ansioista laajennettavissa suhteellisen pienin t&k-panostuksin useille talotekniikan kanssa rinnakkaisille toimialoille. Vuonna 2013 yhtiö laajeni talotekniikasta rakentamisen segmenttiin ja vuonna 2017 teollisuuden ratkaisuihin.

Admicom tänään

Admicomin siirtyminen kaupallistamisvaiheeseen on onnistunut erinomaisesti. Yhtiön liikevaihto on kasvanut 6 vuoden ajan orgaanisesti keskimäärin 36 % vuodessa. Samalla Admicom on jo saavuttanut voimakkaan skaalautumisen vaiheen, minkä ansiosta yhtiön kannattavuus on noussut erinomaiselle tasolle. Vuonna 2018 yhtiön liikevaihto kasvoi 42 % 11,5 MEUR:oon ja käyttökate oli 4,8 MEUR, eli 42 % liikevaihdosta.

Admicomin ydinkohderyhmää ovat talotekniikan, rakentamisen ja teollisuuden toimialojen yritykset, joiden liikevaihto on 1-5 MEUR:n luokassa. Tässä ryhmässä toimiville yrityksille on jo muodostunut selkeä tarve toiminnanohjauksen ratkaisuille, mutta ohjelmistolta ei edellytetä pitkälle räätälöitävyyttä. Näin kohderyhmälle voidaan tarjota hyvin skaalautuvaa modulaarista, pitkälle standardoitua ja automatisoitua ohjelmistoratkaisua.

Admicom on saavuttanut vahvan kasvun myötä talotekniikan toimialan ydinkohderyhmässään jo vahvan markkina-aseman ja noussut myös rakentamisen toimialalla vahvaan markkina-asemaan. Lisäksi Admicom on laajentunut onnistuneesti teollisuuden segmenttiin ja kehittänyt ratkaisun pienten talotekniikka- ja rakennusalan yhtiöiden tarpeisiin, jotka luovat yhtiölle uuden kasvun tukijalan tuleville vuosille.

Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja yhtiö työllisti vuoden 2018 lopussa 110 henkilöä. Henkilöstökustannusten kasvu on kuitenkin ollut selvästi liikevaihdon kasvua hitaampaa, mikä on hyvä osoitus yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuudesta. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Jyväskylässä, Vantaalla, Oulussa ja Tampereella.

Tuote ja liiketoimintaidea

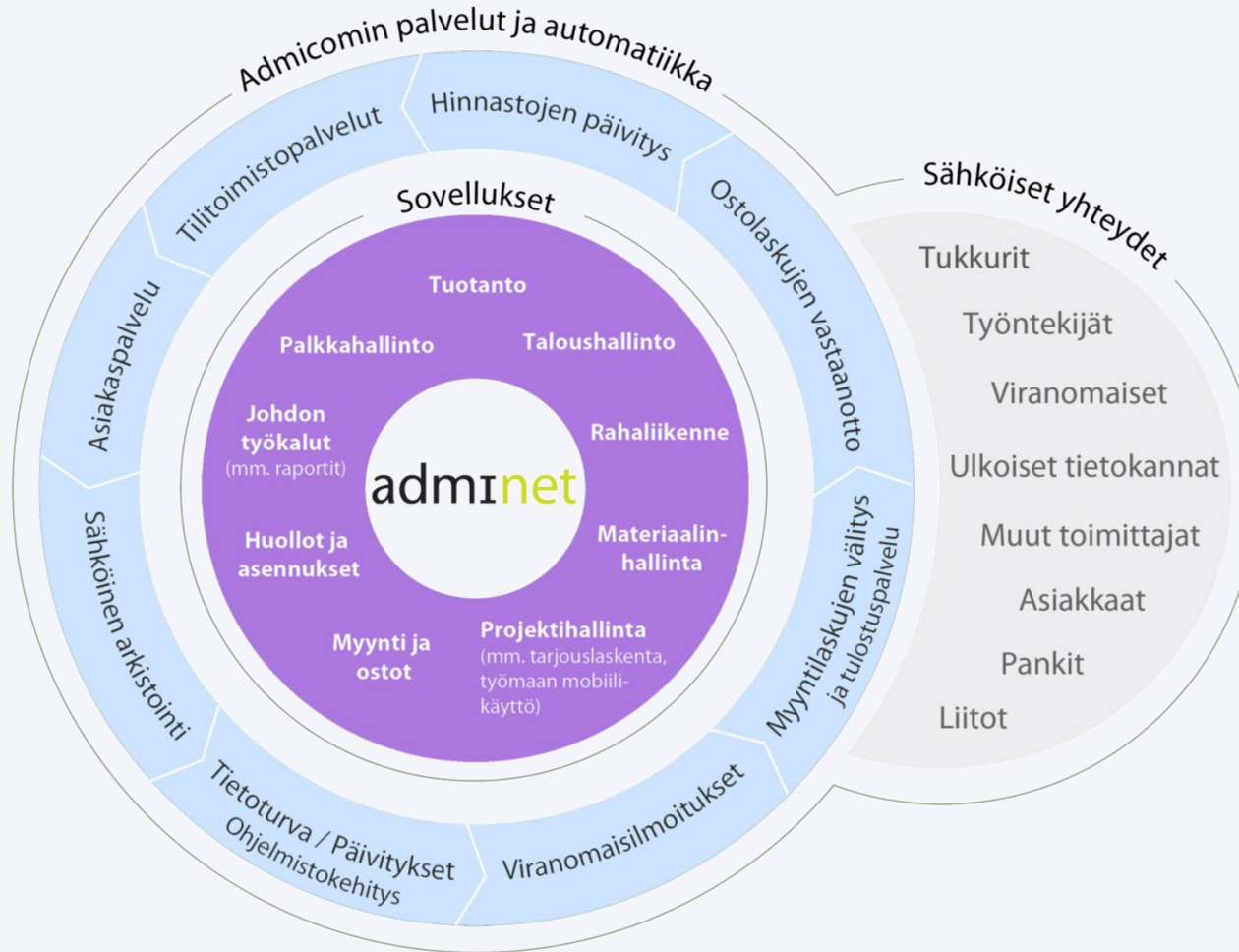
Admicomin ohjelmistoratkaisun, eli Adminetin ydinajatus perustuu 1) skaalautuvuuden, ajantasaisuuden ja paikkariippumattomuuden mahdollistavaan SaaS-ohjelmistoon, 2) rutiinoiden pitkälle vietyyn automatisaatioon, 3) modulaariseen kokonaisratkaisuun ja 4) liiketoiminnan tietojen ja raportoinnin reaaliaikaisuuteen.

Adminet on puhdasverinen pilvipalvelu, joka mahdollistaa perinteisiä työpöytäohjelmistoja nopeamman ja kustannustehokkaamman käyttöönoton ja ylläpidon, jatkuvasti ajantasaisen ohjelmiston ja varmennetun tiedon, sekä selainpohjaisen käytettävyyden kautta laite- ja paikkariippumattomuuden. Tämä luo Adminetille merkittävää kilpailuetua etäyhteydellä tai työpöytäsovelluksilla käytettäviin, käyttömäärän mukaan heikosti skaalautuviin perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin nähden.

Adminet 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 jopa kymmenen erillisjärjestelmää asiakkaalta pois.

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

Admicomin tuotteen kuvaus



Ohjelmiston päätehtävät:

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Neljäs Adminetin etu on jatkuva ja reaaliaikainen näkyvyys yrityksen toimintaan, mikä tehostaa johtamista ja toiminnan tehokkuutta sekä nopeuttaa viranomaisvaatimusten täyttämistä. 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. Ohjelmisto sisältää myös valmiit integraatiot pankkiyhteyksiin, viranomaisilmoituksiin, verkkolaskuoperaattoriin sekä rakennustuotteiden hintatietojen rajapintoihin.

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Admicom on perustaltaan puhdas ohjelmisto-/tuoteyhtiö, mutta ratkaisuun liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Yhtiö tarjoaa esimerkiksi ohjelmiston käyttöönottoprojektin ja koulutuksen palveluna, sillä ohjelmiston hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Koulutus- ja konsultointipalveluiden osuus liikevaihdosta oli noin 8 % vuonna 2018. Normaalin asiakastuen yhtiö tarjoaa osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja.

Admicom tarjoaa asiakkailleen myös tilitoimistopalvelua (osuus liikevaihdosta noin 20 % vuonna 2019). Tilitoimistopalveluiden rooli on tukea ohjelmiston tuotekehitystä etenkin prosessiautomaatiossa ja 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 siten pyri kilpailemaan suoraan tilitoimistopalveluissa, vaan tarjoamaan Adminet-ohjelmiston tilitoimiston ja yritysasiakkaan työkaluksi osana kokonaisuutta. Kyky tarjota ohjelmistot ja tilitoimistopalvelut yhdessä on kuitenkin yksi kilpailutekijä yhtiölle. Admicomin asiakkaista noin reilu kolmannes käyttää myös yhtiön tilitoimistopalveluita.

Kohderyhmät

Admicom fokuoittuu palveluillaan asiakaskokoluokkaan, jossa tuotetta pystytään standardoimaan ja automatisoimaan mahdollisimman paljon. Käytännössä tämä tarkoittaa useimmiten alle 5 MEUR:n liikevaihtoluokassa toimivia yhtiöitä. Admicom ottaa asiakaskohtaisia räätälöintitarpeita huomioon ainoastaan silloin, jos uudet ominaisuudet on monistettavissa hyödyntämään laajasti Adminetin asiakaskuntaa. Jokaisella asiakkaalla on kuitenkin aina joissain määrin omat liiketoiminnan fokusalueet ja prosessit. Siten ohjelmiston toimintojen kattavuus on tärkeää, kun pyritään saavuttamaan asemaa, jossa asiakas tarvitsee vain yhden ohjelmiston.

Suuryhtiöt (yli 50 MEUR liikevaihto) eivät ole Admicomin fokuksessa, koska niiden lukumäärä on vähäinen, niille on kehittynyt usein omat yhtiökohtaiset toimintamallit, ja ne edellyttävät ohjelmistoratkaisuiltaan usein mittavaa räätälöintiä. Yhtiöllä on kuitenkin myös joitain asiakkaita 25-75 MEUR kokoluokassa.

Admicom ei tee yleisohjelmistoa, vaan sen strategiana on toteuttaa yhdelle toimialalle räätälöity ohjelmisto, jota voidaan laajentaa toimintamalliltaan rinnakkaisille toimialoille tuotekehityksellä.

Talotekniikan alueella ohjelmistossa on esimerkiksi huomioitu LVI-, sähkö- ja muun talotekniikka-alan erityispiirteet. Rakentamisen ohjelmistossa on huomioitu alan erityispiirteet, kuten projektilaskenta ja -osatuloutus, kalustonhallinta, kustannuslaskenta ja tiedonantovelvollisuus. Mobiiliratkaisulla tiedot siirretään reaaliaikaisesti työmaan ja toimiston välillä. Ohjelmistoon on myös integroitu hinnastot, 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. Lisäksi yhtiö on kehittänyt alle 1 MEUR:n liikevaihdon yhtiöille suunnatun kevennetyn ratkaisun (Adminet Lite).

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

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 ja tuotteen myynti ei vaadi tuekseen korkeapalkkaisia asiantuntijoita tai konsultointia. 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 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 käyttöönottoon liittyvillä vaiheilla korkeita katteita. Asiakas saadaan tyypillisesti vietyä tuotantoon muutamien kuukausien kuluessa. Kun asiakas on tuotannossa, alkavat SaaS-maksut tuloutua. Tuotantoon siirtymisen jälkeen asiakas on vielä muutaman kuukauden projektitiimin tukemana, minkä jälkeen se siirtyy normaalin asiakastuen piiriin.

Tuotekehitys

Admicomin tuote on perustaltaan kypsässä vaiheessa ja tuotekehityksen rooli on tällä hetkellä automatisoida manuaalisia prosesseja, päivittää ohjelmistoa muun muassa viranomaisten asettamien muutosten mukaan, parantaa palvelun käytettävyyttä ja mobiiliominaisuuksia, sekä kehittää kokonaan uusia sovelluksia. Automaatioon ja käytettävyyteen panostamalla ylläpidetään kilpailuetua ja uusilla sovelluksilla yhtiö pyrkii laajenemaan uusiin asiakaskohderyhmiin ja toimialoille. Yhtiön tuotekehityksessä työskentelee noin 15 % henkilöstöstä.

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdosta 67 % (2018) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan keskimääräinen asiakas tuottaa yhtiölle noin 1-2 tuhatta euroa SaaS-tuloja kuukaudessa, mikä on varsin korkea summa suhteessa esimerkiksi pelkkään kirjanpidonohjelmistoon nähden. Vuonna 2018 lanseeratun Adminet Lite -ratkaisun hinta on puolestaan noin 300-500 euroa kuukaudessa. Asiakkaan kustannusta vastaan saamaa arvoa voidaan peilata siihen, että ohjelmiston avulla keskimääräinen asiakas säästää yhden henkilötyövuoden hallintotyöstä, jonka vuosikustannus olisi moninkertainen.

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

järjestelmän vaihtaminen olisi asiakkaalle työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä rakennusosalalle tyypillisten konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta, joka on ollut arviomme mukaan noin 5 %:n tasolla vuodessa.

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. Tasauslasku 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 jatkuvalaskutettavia. Palveluissa työskentelee 62 % henkilöstöstä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Skaalautuvuus ja ennustettavuus

Admicomin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien voimakas skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Toistuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 90 % ja voimakkaasti skaalautuvien SaaS-tuottojen osuus on lähes 70 % liikevaihdosta. Liiketoimintamallin voimakkaasta skaalautuvuudesta johtuen Admicomin kannattavuus on noussut jo nyt erittäin hyvälle tasolle (EBITDA-% >40 %) sekä absoluuttisesti että erityisesti suhteessa saman kokoiisiin ja nopeasti kasvaviin SaaS-yhtiöihin.

Ensimmäinen Admicomin liiketoiminnan voimakasta skaalautuvuutta tukeva tekijä on se, että Adminetin hinnoittelumalli on sidottu monilta osin asiakkaan liiketoiminnan laajuuteen. Asiakkaan liikevaihdon ja/tai henkilöstömäärän kasvaessa tai asiakkaan ottaessa käyttöön laajemmin tuotteen ominaisuuksia myös Adminetin käyttömaksut nousevat. Asiakkaan liikevaihto- ja käyttö tiedot saadaan suoraan Admicomin järjestelmästä ja tasauskalkutus on automatisoitu. Tasauskalkutus ja asiakkaiden käytön laajentuminen on tuonut viime vuosina merkittävän lisän Admicomin liikevaihtoon, kun yhtiön asiakastoimialojen kasvu on ollut voimakasta ja Admicomin asiakkaiden liikevaihto on kasvanut keskimääräistä nopeammin.

Admicomin materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina hyvin matalalla, noin 4 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (bruttokate 96 %), joten emme näe yhtiölle enää tässä suhteessa merkittävää skaalautumispotentiaalia.

Yhtiön merkittävin kustannuserä on ohjelmistoyhtiöille tyypilliseen tapaan

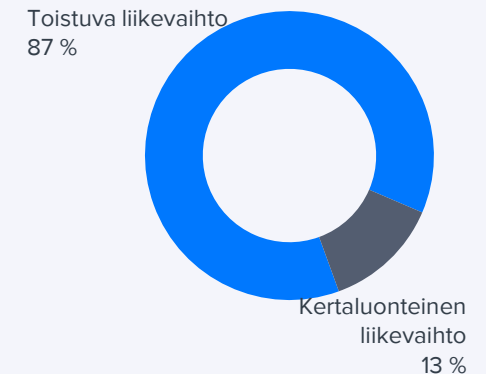
henkilöstökulut (noin 40 % liikevaihdosta), jotka voidaan jakaa karkeasti neljään osaan: 1) t&k-henkilöstön kuluihin, 2) myynti- ja markkinointihenkilön kuluihin, 3) tuki- ja palveluhenkilöstön kuluihin, sekä 4) hallintohenkilöstön kuluihin. Admicomin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina selvästi liikevaihdon kasvua hitaammin ja yhtiön henkilöstökulut per henkilö ovat pysyneet hyvin maltillisella tasolla. Voimakasta henkilöstökulujen skaalautumista selittää nähdäksemme se, että 1) yhtiön tuote on kokonaisuutena katsoen melko kypsässä kehitysvaiheessa, eikä t&k-henkilöstön määrää ole tarvinnut kasvattaa voimakkaasti, 2) yhtiön myyntiprosessi on pitkälle standardoitu ja tuotteistettu, joten uuden myyntihenkilöstön sisäänajo on nopeaa ja henkilöstön saatavuus on ollut hyvä, 3) palvelujen tuotantoa on pystytty jatkuvasti tehostamaan automaation avulla, 4) yhtiön hallintorakenne ja järjestelmät ovat hyvin tehokkaat, ja 5) henkilöstöä on sitoutettu onnistuneesti yhtiöön osakeomistusten kautta. Lisäksi henkilöstömäärän kasvu on vähentänyt osittain Admicomin uusmyynnin kausivaihtelua, kun yhtiöllä on ollut kapasiteettia asiakastyöhön ja käyttöönottoprojekteihin myös lomasesonkien aikana. Arviomme mukaan henkilöstökuluissa on nykyisellä liikevaihdon kasvunopeudella edelleen lievää skaalautumispotentiaalia.

Admicomin liiketoiminnan muut kulut (tilavuokrat, tilintarkastus, hallinto) ovat melko vakaat suhteessa liikevaihtoon (noin 14 %), emmekä näe niissä merkittävää skaalautumispotentiaalia nykytasolta. Yhtiön henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä selittää niiden maltillista tasoa.

Kulurakenne ja skaalautuminen



Toistuvat tuotot

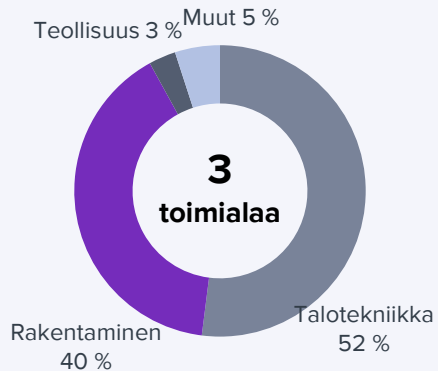


Admicomin liiketoimintamalli

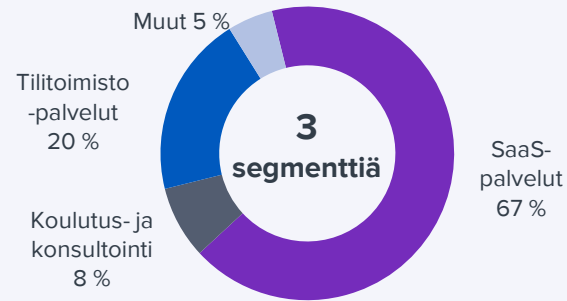
**Liikevaihto
(2018)**

11,5 MEUR
(+42 % v/v)

Toimialoittain



Tuottolajittain



Liikevaihtotyypit

SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalvelujen (SaaS) tuotot

Koulutus- ja konsultointipalvelut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönotto-konsultointi-, koulutuspalvelut

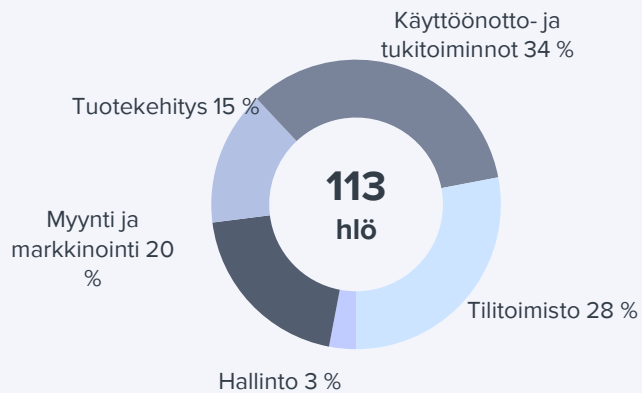
Tilitoimistopalvelut

Ydintuotetta tukevat tilitoimistopalvelut, pääosin jatkuvalaskutteista

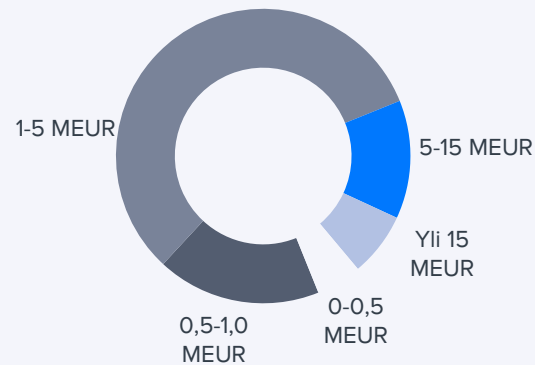
Muut

Laitetoimitukset ja -asennukset, läpilaskutettu sanomaliikenne.

Henkilöstön jakauma (2018)



Asiakkaan koon mukaan (2017)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

SaaS-malli

Admicom on puhdas SaaS-yhtiö

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

Admicom on ns. ”pilviaikakaudelle syntynyt” yhtiö, jolla ei ole vanhaa paikallisesti asennettavaa teknologiaa rasitteenaan, mikä on tärkeä vahvuus. Siirtymä SaaS-malliin on ohjelmistoyhtiölle kivulias, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi kulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan ja liikevaihdon tuloutumiseen.

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

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

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti kaikissa ohjelmistosegmenteissä. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-ohjelmistomarkkinan

kasvavan globaalisti keskimäärin noin 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän perinteisten kertalisenssiohjelmistoratkaisujen markkinakasvun, jonka odotetaan olevan vain muutamia prosentteja. SaaS-markkinoiden kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

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

SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- Suurempi osuus ohjelmistoratkaisun arvoketjusta ja liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä ohjelmistoratkaisua korkeammaksi.
- Kuukausimaksut tuovat liikevaihtoon ja kassavirtaan jatkuvuutta ja ennustettavuutta.
- Kustannusrakenne skaalautuu asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.

- Mahdollisuus myydä kustannustehokkaasti uusia toiminnallisuuksia olemassa olevaan asiakaskuntaan.
- Tuotekehityssykli ja ohjelmistotuotanto nopeutuvat pienentäen asiakaspoistuvuuden riskiä, sillä ohjelmistosukupolven vaihtuminen ei muodosta epäjatkuvuuskohtaa asiakkuuteen.

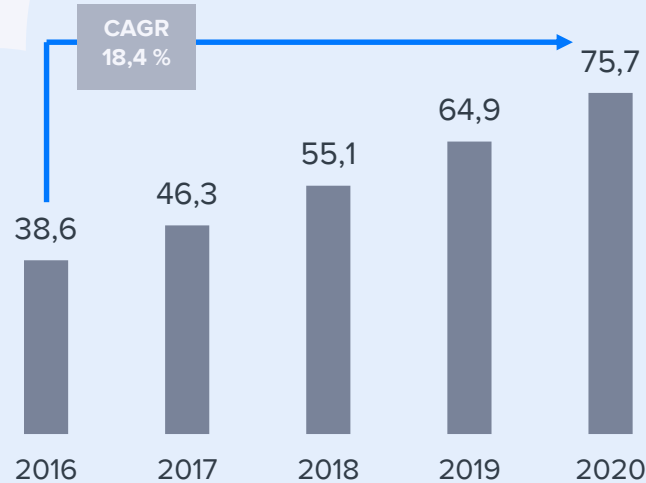
SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

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

SaaS-mallin suosion ajureita

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina

(mrd USD, Gartner, 2016)



Asiakas

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

Sijoittaja

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

Ohjelmistotoimittaja

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

Markkinat

Kohdemarkkinana pk-yhtiöiden ERP-ohjelmistot

Admicomin ohjelmiston 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) markkinan koko on noin 25-35 MEUR. Jos kohdemarkkinaa sisällytetään myös Adminet Liten kohderyhmää olevat pienemmät yhtiöt (arviolta noin 5000 yritystä) ja noin 5-50 MEUR:n liikevaihdon yhtiöt (arviolta noin 1500 yritystä) nousee sen arvo arviomme mukaan noin 100 MEUR:oon. Ydinkohderyhmän (1-5 MEUR liikevaihdon yritykset) ulkopuolelta tulee nykyisin karkeasti yli 40 % Admicomin liikevaihdosta.

Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

Arviomme tutkimuksiin, toimialan ja kohdemarkkinan yhtiöiden liikevaihdon kehitykseen, sekä markkinan ajureihin perustuen, että Admicomin tuotteen 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 heikompaa. Esimerkiksi rakennus- ja kiinteistöalan yrityksistä vain 41 % on vuonna 2016 kertonut käyttävänsä toiminnanohjaus-järjestelmää 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 merkittävässä määrin vanhan sukupolven (Windows-pohjaisia) ohjelmistoja ja ohjelmistoalaa yleisesti voimakkaasti muokkaava siirtymä pilvipalveluihin on Admicomin kohdemarkkinoilla edelleen 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 pääasiassiallinen pilvipalveluiden käyttöönoton este on tutkimusten mukaan tietämyksen puute.

Arviomme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, kustannustehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin (SaaS) tulee jatkumaan

voimakkaana Admicomin kohdetoimialoilla. Admicomilla on puhtaasti pilvipalveluksi kehitetty ja tarjottava tuote, minkä vuoksi arvioimme, että markkinan siirtymä pilvipalveluihin parantaa yhtiön kasvupotentiaalia suhteessa toimialan kasvuun.

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.

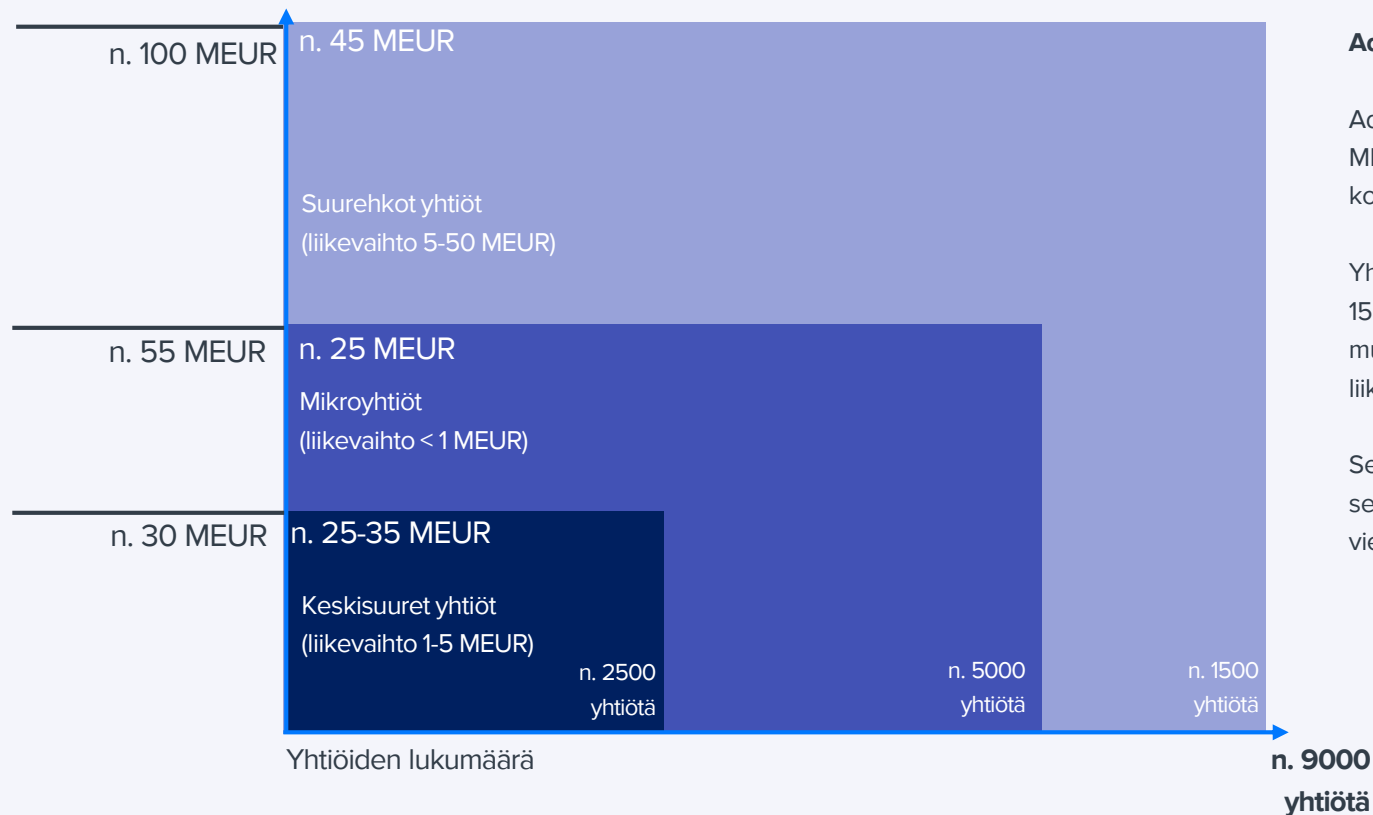
Yhtiön asiakastoimialoilla talotekniikassa, rakentamisessa ja teollisuudessa on tällä hetkellä Suomessa edelleen kohtuullisen positiiviset suhdannenäkymät vuodelle 2019. Esimerkiksi EK:n tuottamien teollisuuden ja rakentamisen luottamusindikaattoreiden pisteluvut ovat toistaiseksi pitkän aikavälin keskiarvojensa yläpuolella. Odotamme positiivisen suhdanteen heijastuvan vahvaksi liikevaihdon kasvuksi Admicomin kohdeyhtiöissä.

Vuonna 2020 rakentamisen volyymin odotetaan taittuvan kuitenkin selvään laskuun huipputasoiltaan ja myös Suomen kokonaistuotannon (BKT) kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan selvästi nykyiseltä tasoltaan, mikä saattaa vaikuttaa heikentävästi myös ERP-ohjelmistojen kysyntänäkymiin ja kasvattaa rakennusalan yhtiöiden poistumaa (konkurssit, yrityskaupat).

Admicomin markkinapotentiaali

Inderesin arvio Admicomin nykyisten kohderyhmien markkinapotentiaalista

Markkinapotentiaali, MEUR



Admicomin positioituminen markkinalla

Admicomin vuoden 2018 liikevaihdolla 11,5 MEUR mitattuna yhtiön osuus arvioimastamme kokonaismarkkinasta on noin 10 %.

Yhtiön markkinaosuus on korkeimmillaan (noin 15 %) keskisuurten yhtiöiden segmentissä, joka muodostaa arvioilta noin 55 % yhtiön liikevaihdosta.

Sekä mikroyritysten että suurehkojen yritysten segmentissä Admicomin markkinaosuus on vielä arviomme mukaan matala (alle 10 %).

Oletukset:

Keskisuurten yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 12 TEUR/vuosi

Mikroyhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 5 TEUR/vuosi

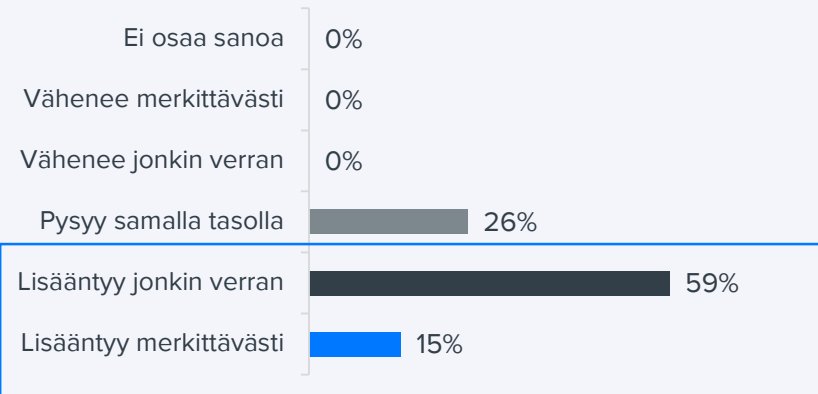
Suurehkojen yhtiöiden keskimääräinen liikevaihto noin 30 TEUR/vuosi

Lähde: Inderes

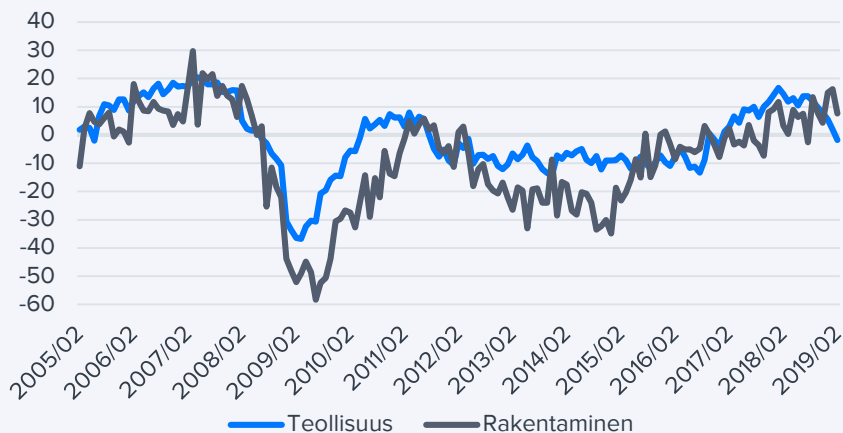
Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

Markkinan kasvuajureita

Rakennusalan digitalisaatioinvestoinnit seuraavan 3v aikana



Rakentamisen ja teollisuuden luottamusindeksit



Markkinoiden trendit



Kilpailukenttä

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 pääasiassa yleisohjelmistojen (esim. Office, kirjanpito-ohjelma) tarjoamat perusominaisuudet. Admicom asemoituu näiden väliin pk-yritysten segmenttiin, jossa asiakkailla on tarve kokonaisvaltaiselle järjestelmälle, mutta ohjelmistoa voidaan tuottaa hyvin monistettavana (ei asiakaskohtaista räätälöintiä).

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinoiden arvoltaan suurinta markkinasegmenttiä edustaa arviomme mukaan suurten 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 prosessein räätälöity 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 digitalisoinnin 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 joko tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” yleisohjelmistoilla, kuten taulukkolaskentaohjelmistolla, sekä yleistason tilitoimisto- ja hallintopalveluita hyödyntäen, tai huomattavasti toiminallisuuksiltaan kevennetyillä toiminnanohjausohjelmistoratkaisuilla.

Pääkilpailijat

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

Admicomin mukaan tilitoimistojen tarjoamat taloushallinnon ratkaisut eivät ole suorilla kilpailijoita, koska ne tarvitsevat aina rinnalle jonkin/joitakin toimialan erityisohjelmia. Osaratkaisuja tarjoavat toimijat eivät myöskään ole vahvoja kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat rinnalleen taloushallintajärjestelmän. Admicomin pääkilpailijoita ovatkin käytännössä vain sellaiset ERP:t, joissa on sisään integroituja, toimialan erityistarpeet kattavia ja taloushallinnon toimintoja osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja.

Admicomin mukaan yhtiön kilpailukenttä on melko vakiintunut, eivätkä pienet uudemmat toimijat ole onnistuneet saavuttamaan merkittävä 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 järjestelmää käytetään monessa teollisuusyrityksessä.

Admicomin markkina-asema

Admicom on markkinajohtaja talotekniikan ydinkohderyhmässään (asiakasyritysten liikevaihto 1-5 MEUR), missä yhtiöllä on pisin toimintahistoria. Yhtiöllä on myös vahva 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 vakiintuneiden kilpailijoiden tuotteet ja palvelut perustuvat pääosin perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin, joiden etäkäyttömahdollisuudet, automaatioaste ja joustavuus ovat rajalliset. Moni Admicomin kilpailevista ohjelmistoista on lisäksi jo elinkaarensa loppuvaiheessa, eikä niiden kehitykseen tai kasvuun investoida merkittävästi.

Kilpailukenttä

Pääkilpailuetuina puhdas SaaS-malli, korkea automaatioaste ja erikoistuminen

Admicomin keskeiset kilpailuedut ovat arviomme mukaan 1) SaaS-malliin pohjautuva, laaja-alainen ohjelmistoratkaisu, 2) korkea järjestelmän automaatioaste, 3) pitkälle integroidut toimialakohtaiset erityisominaisuudet, 4) vahva markkina-asema, sekä 5) omat taloushallinnon palvelut.

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

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

Admicom on panostanut tuotekehityksessään paljon talotekniikka- ja rakennustoimialojen erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen rakenteeseen, mikä antaa sille merkittävää kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistojen ja erityisohjelmistojen valmistajia 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 kynnystä. 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 pitkään kestävästä etua markkinaosuudessa.

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

Kasvava pilvipalveluiden kysyntä, uudet asiakassegmentit ja Admicomin vahva kilpailuasema takaavat arviomme mukaan yhtiölle lähivuosiksi nopean kasvun sekä korkean kannattavuuden, mutta tiukka fokus asettaa

samalla rajoitteita pitkän aikavälin kasvulle.

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. Admicomin tuote ja palvelut ovat myös räätälöity ja lokalisoitu pitkälti Suomen markkinoiden tarpeita silmällä pitäen. Käsityksemme mukaan laajentuminen kansainvälisesti voisi vaatia merkittäviä investointeja tuotteen lokalisointiin ja uusien henkilöstöresurssien palkkaamista. 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 kilpailutekijät

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 lisenssi-ohjelmisto. Osaa tarjotaan lisenssi-ohjelmiston 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
- Ohjelmistomyynnin laajentaminen ulkomaille vaatisi merkittäviä lokalisointi-investointeja
- ”Kuluttajamainen” ohjelmiston käyttäjäkokemus erottavana kilpailutekijänä puuttuu

Strategia

Vahva toimialafokus strategian ytimessä

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

Yhtiön tavoitteena on nousta jokaisessa segmentissä 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 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.

Vanhassa lisenssipohjaisessa mallissa asiakkaat harkitsevat ohjelmistovaihtoehtoja tyypillisesti 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 2019-2020 aikana vielä strategian tavoitetason mukaista yli 30 %:n kasvunopeutta voittamalla markkinaosuutta talotekniikassa sekä erityisesti rakentamisessa ja teollisuudessa. Teollisuussegmentti on yhtiölle hyvin neitseellistä markkinaa, jonne laajentuminen on alkanut kunnolla vasta vuonna 2018.

Pitkällä aikavälillä (2021-) yhtiön on kuitenkin löydettävä uusia kasvulähteitä, jotta yli 30 %:n kasvutavoitetta voidaan jatkaa. Nykyinen erittäin kannattava ja vahvaa rahavirtaa tekevä liiketoiminta sekä onnistunut 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 perusratkaisu on liian kattava pienimmille yrityksille, joten Admicom kehitti näiden tarpeisiin vuonna 2018 lanseeratun Adminet Lite –tuotteen.

Pienyrityssegmentin tuote on hyvin monistettava, mikä sopii 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.

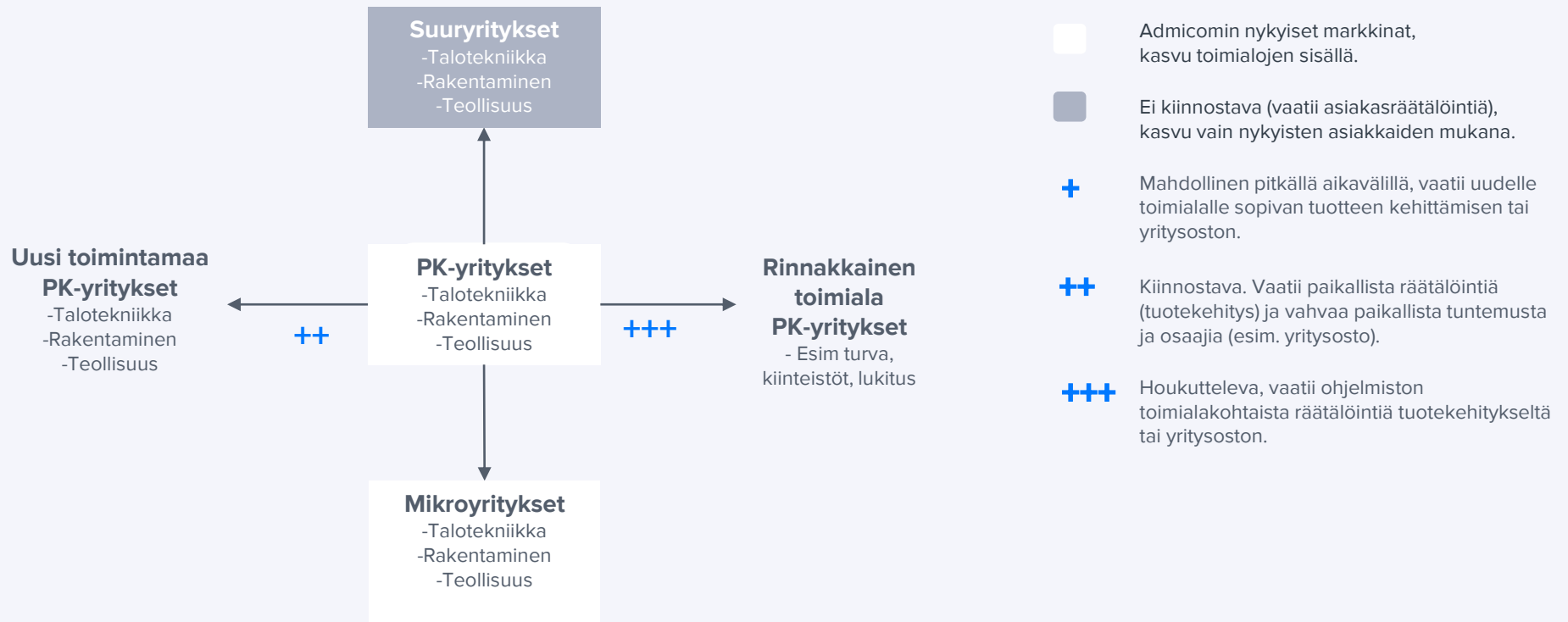
Horisontaalinen laajentuminen uusiin toimintamaihin nykyisillä toimialoilla. Tämä on näkemyksemme mukaan myös kiinnostava vaihtoehto, koska se voitaisiin toteuttaa Admicomin ydintuotetta skaalaamalla. Tämä kuitenkin edellyttäisi tuotekehitykseltä merkittäviä maakohtaisia lokalisoituneita sekä maakohtaisia toimialatuntemusta. Yksi vaihtoehto voisi olla yritysosto, jolla Admicom saisi valmista maakohtaista asiantuntemusta sekä asiakaskuntaa. Yksittäisistä markkinoista Ruotsi olisi näkemyksemme mukaan luontevin laajentumiskohde.

Tavoitteena voimakkaan kasvun jatkaminen

Admicomin strategisena tavoitteena on kasvaa lähivuosina (2019-2020) edelleen keskimäärin yli 30 % vuodessa, siten että yhtiön kannattavuus säilyy hyvänä ja käyttökate on vuonna 2019 noin 35-45 %. Admicom on jo nyt erittäin kannattava, mutta arviomme mukaan yhtiön voimakkaan kasvuvaiheen jälkeen sillä on edellytykset vielä nykyistäkin parempaan kannattavuuteen. Yhtiö pyrkii jakamaan yli puolet tuloksestaan osinkoina omistajilleen siten, että mahdollinen voitonjako ei kuitenkaan vaaranna strategiassa määriteltyä kasvutavoitetta tai muita taloudellisia tavoitteita.

Strateginen asemoituminen

Yhtiön pitkän aikavälin strategisten kasvupolkujen vaihtoehdot



Admicomin strategia



Strategian päätavoitteet

Toteutunut

- Tuotteen kaupallistaminen onnistunut erinomaisesti
- Laajentuminen uusille toimialoille onnistunut
- Kannattavuus nostettu erinomaiselle tasolle
- Listautuminen
- Keskimäärin 36 %:n liikevaihdon kasvu 2013-2018

Lähitulevaisuus 1-2v

- Markkina-aseman vahvistaminen entisestään talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla
- Teollisuuden ja Adminet Lite tuotteen kasvun kiihdyttäminen
- Uusien kasvujalkojen kartoittaminen ja mahdolliset yritysostot
- Organisaation kasvattaminen tukemaan tavoitteita
- Liikevaihdon kasvu yli 30 % vuodessa

Seuraavat 5 vuotta

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

Historiallinen kehitys

Tuloskehitys 2012-2018

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 2013-2018 oli noin 38 %. Kasvua ajoi erityisesti SaaS-uusmyynnin voimakas kasvu talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla, mutta myös palveluiden kasvu on ollut vahvaa ja asiakkaiden liikevaihdon kasvuun pohjautuva tasauskasvu on ollut selvästi positiivinen. Kasvu on ollut käytännössä täysin orgaanista, sillä vuoden 2017 alussa tehdyn pienen yritysoston (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 2012-2018 voimakkaan nousujohteinen. Yhtiön liiketulos kasvoi vuoden 2012 0,2 MEUR:n tasolta 4,3 MEUR:oon (EBIT-% 38 %) vuonna 2018, ja käyttökate 0,2 MEUR:sta (EBITDA-% 11 %) 4,8 MEUR:oon (EBITDA-% 42 %). Admicomin myyntikate-% on ollut myös nousujohteinen ja kasvanut 96 %:iin liikevaihdosta vuonna 2018 (2012: 70 %). Liiketulosta rasittaa edelleen vuoteen 2012 saakka tehdyt tuotekehitys-kustannusten aktivoinnit, joiden poistot jatkuvat aina vuoteen 2022 saakka.

Kulurakenne

Admicomin myy ja tuottaa palvelunsa oman henkilöstönsä kautta, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina varsin matalalla, noin 4 %:n tasolla liikevaihdosta.

Admicomin kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2018 4,7 MEUR (2017: 3,7 MEUR) ja vastasivat noin 45 % liikevaihdosta (2017: 41 %). Admicomin henkilöstöstä noin 30 % työskentelee käyttöönotto- ja tukitoiminnoissa, 28 % tilitoimistossa ja loput puoliksi tuotekehityksen sekä myynnin & markkinoinnin kesken (hallinnossa 4 henkilöä). Vuonna 2018 henkilöstön lukumäärä nousi 113 henkilöön (Q4'17: 93 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 liikevaihdosta. 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

aktivoiteja ei ole viime vuosina enää tehty, on poistoja kasvattanut yritysostosta syntynyt liikearvo.

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

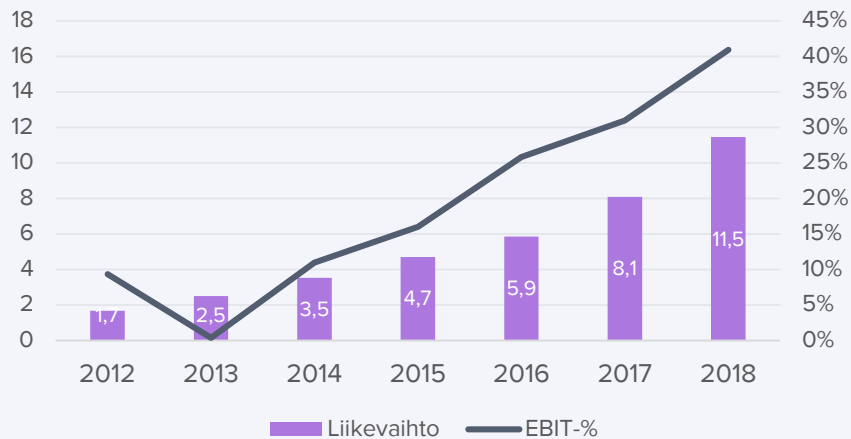
Tase ja rahoitusasema

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 aktivoituista 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.

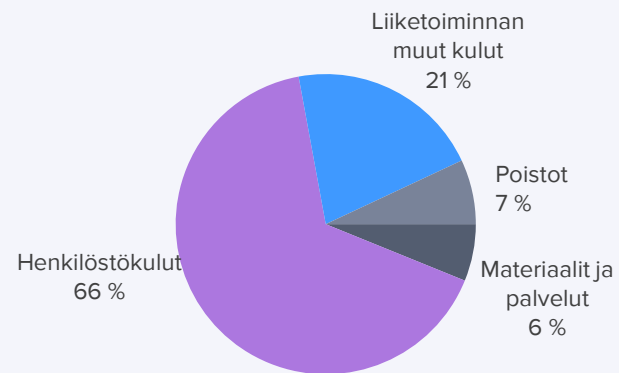
Yhtiön omavaraisuusaste oli Q4'17 lopussa 73 % ja nettovelkaantumisaste -61 %. Yhtiöllä oli vuoden lopussa noin 1,9 MEUR:n nettokassa. Arvioimme, että Admicomilla on kyky kasvaa lähivuosina voimakkaasti pelkän tulorahoituksen ja nykyisten kassavarojen turvin, mutta annista kerätyllä noin 5,0 MEUR:n bruttovaroilla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

Historiallinen kehitys

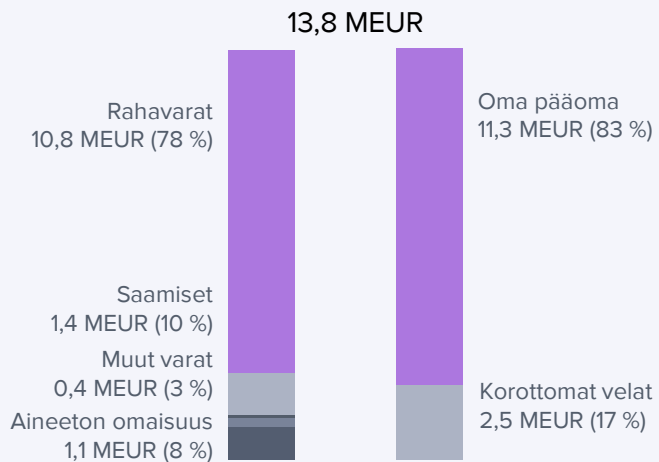
Liikevaihdon ja EBIT-% kehitys, 2012-2018



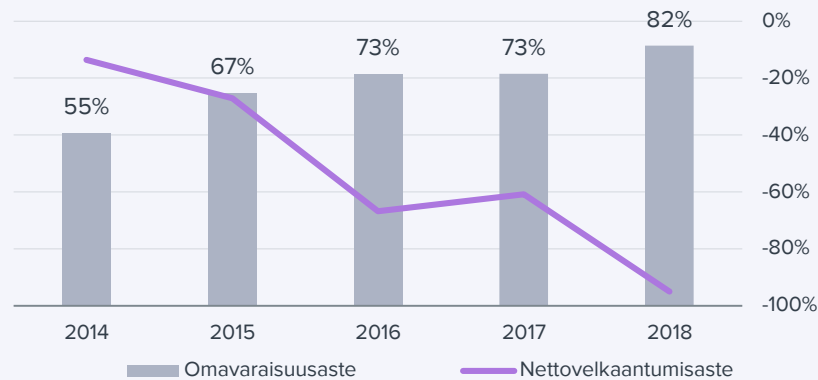
Kulurakenne 2018



Taserakenne, Q4'2018



Omavaraisuus- ja nettovelkaisuusaste (oik.)



Ennusteet 1/2

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Admicomin liikevaihdon kehitystä kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-palvelut
- Tilitoimistopalvelut
- Koulutus- ja konsultointipalvelut

Näistä keskeisin liikevaihtoerä on sekä yhtiön arvomuodostuksen että liiketoimintamallin kannalta SaaS-palveluiden myynnin kehitys, sillä yhtiö ei ilman ohjelmistopalvelusopimusta myy asiakkailleen myöskään tilitoimisto-, koulutus- tai konsultointipalveluita. Toisaalta kaikki asiakkaat eivät myöskään ota käyttöön Admicomin tilitoimistopalveluita.

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä pääasiassa seuraavien parametrien kautta:

1. Konsernin henkilöstön määrän kasvun kautta, joka ennakoii uusmyynnin ja liikevaihdon kehitystä.
2. Keskimääräisen liikevaihdon per työntekijä avulla, joka määrittää tehokkuutta, jolla kasvupanostukset muuntuvat liikevaihdoksi.
3. Vanhan sopimuskannan arvioimamme nettokasvun 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 myös, että kaikki uudet asiakkaat eivät ota käyttöön tilitoimistopalveluita.

Admicomin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme mallissamme Admicomin pystyvän säilyttämään myyntikatteen nykyisellä liiketoimintamallilla jatkossakin noin 96 %:n tasolla. Vaikka Admicom tulee investoimaan lähivuosiinakin voimakkaasti kasvuun, arvioimme että kasvupanostukset eivät tule yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa heikentämään kannattavuutta ja kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta tulee säilymään melko vakaana suhteessa liikevaihtoon. Näin ollen arvioimme, että yhtiö pystyy säilyttämään nykyisen noin 40 %:n käyttökate-%:n lähivuosiinakin ja keskipitkällä aikavälillä.

Näkyvyys Admicomin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on erittäin hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu noin 90 %:sti toistuviin SaaS-palvelutuottoihin ja niihin liittyviin tilitoimistopalveluihin. Onnistumiset rekrytoinneissa, uusien myyjien sisäänajossa ja markkinoiden haltuunotossa määrittävät kuitenkin pitkälti lähivuosiin 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 uusmyynnin kasvuvauhtiin ja asiakaspoistuvuuteen.

Keskeiset ennusteparametrit

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

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/2

Vuosi 2019

Admicom on arvioinut vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan yli 30 % vuodesta 2018, eli nousevan yli 15 MEUR:oon (2018: 11,5 MEUR). Käyttökate-%:n yhtiö arvio olevan noin 35-45 % (2018: 42 %).

Pidämme vahvan kasvuhistorian, henkilöstömäärän kasvun ja korkeasta toistuvien tuottojen osuudesta syntyvän hyvän näkyvyyden vuoksi yhtiön ohjeistusta luotettavana ja ennustamme Admicomin vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan ohjeistuksen mukaisesti 36 % 15,6 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 6,7 MEUR (EBITDA-% 43 %). Liikevaihdon kasvua tukee kasvavat myyntipanostukset, teollisuuden ohjelmiston myynnin kasvun vahvistuminen ja vanhojen sopimusten laajentuminen, jotka heijastuvat mallissamme SaaS-palveluiden +39 %:n ennustettuna kasvuna. Myös tilitoimistopalveluiden ja koulutus- ja käyttöönottopalveluiden odotamme kasvavan voimakkaasti (22 % ja 45 %).

Osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan vuonna 2019 35 % 1,03 euroon ja osingon 46 % 0,70 euroon osakkeelta.

Vuosi 2020

Vuosien 2019-2020 osalta Admicomin tavoitteena on jatkaa yli 30 %:n kasvua.

Ennusteemme kaudelle ovat kasvun osalta yhtiön tavoitetason alarajalla, sillä odottamme rakennusmarkkinoiden kasvun heikentyminen hidastaa mallissamme Admicomin myynnin kasvun kulmakerrointa ja johtaa lievään luontaisen asiakaspoistuman kasvuun jakson lopulla. Kesällä 2017 aloitetun teollisuuden ohjelmistoratkaisujen

myynnin myötä odotamme kasvun painottuvan erityisesti teollisuuden asiakkaisiin.

Odotamme yhtiön jatkavan henkilöstön määrän kasvattamista jakson aikana, mikä taivaa kannattavuuden lievään laskuun.

Ennustamme vuonna 2020 liikevaihdon kasvavan 30 % 20,3 MEUR:oon ja käyttökateen 8,4 MEUR:oon (EBITDA-% 41,5 %).

Osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan vuonna 2020 27 % 1,31 euroon ja osingon 29 % 0,90 euroon osakkeelta.

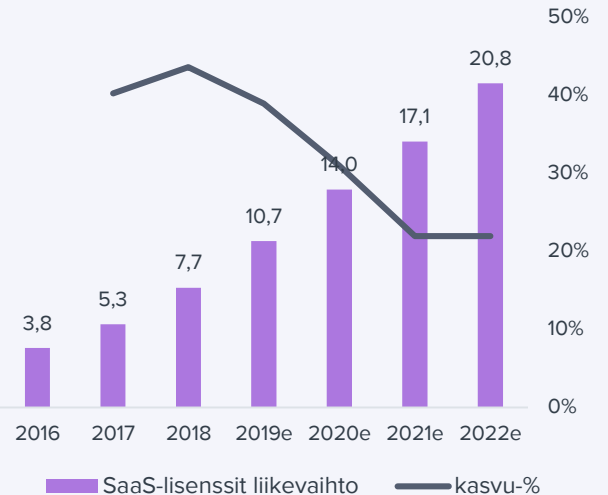
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2020 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ensin vuosina 2021-2023 noin 20 %:iin vuodessa ja sen jälkeen noin 10 %:iin vuodessa, ikuisuuskasvun ollessa 3 % vuodessa 2030 lähtien. Kasvua hidastaa ennusteessamme nykyisten päätoimialojen (talotekniikka, rakentaminen) saturoitumisen myötä tapahtuva uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä hidastuva olemassa olevien asiakkuuksien laajentuminen.

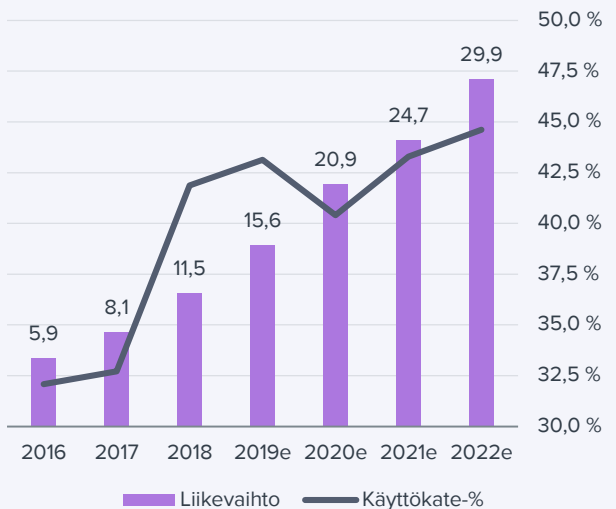
Erittäin skaalautuvasta liiketoimintamallista ja pienentyvästä kasvupanostusten tarpeesta johtuen odotamme yhtiön pystyvän säilyttämään käyttökatemarginaalin suunnilleen nykyisellä tasollaan 43-45 %:ssa.

Pitkän aikavälin ennusteisiimme ei sisälly oletusta yritysostoista tai uusista toimialoista, mutta pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö pyrkii vahvistamaan myös niiden avulla kasvua tulevaisuudessa.

SaaS-liikevaihto ja kasvu-%



Liikevaihto ja käyttökate-%



Tulosennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	8,1	2,4	3,1	2,9	3,1	11,5	3,4	4,2	3,9	4,1	15,6	20,3	24,7	29,9
Käyttökate	2,6	0,9	1,4	1,4	1,1	4,8	1,3	2,0	2,0	1,5	6,7	8,4	10,7	13,4
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,5	0,7	1,2	1,3	1,0	4,3	1,2	1,9	1,8	1,3	6,2	7,9	10,1	13,0
Liikevoitto	2,5	0,7	1,2	1,3	1,0	4,3	1,2	1,9	1,8	1,3	6,2	7,9	10,1	13,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	2,4	0,5	1,2	1,3	1,0	4,1	1,2	1,9	1,8	1,3	6,2	7,9	10,1	13,0
Verot	-0,5	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-1,2	-1,6	-2,0	-2,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,9	0,4	1,0	1,0	0,8	3,3	0,9	1,5	1,5	1,1	5,0	6,3	8,1	10,4
EPS (oikaistu)	0,47	0,15	0,23	0,23	0,18	0,76	0,20	0,31	0,30	0,22	1,03	1,31	1,68	2,16
EPS (raportoitu)	0,45	0,10	0,23	0,23	0,18	0,71	0,20	0,31	0,30	0,22	1,03	1,31	1,68	2,16

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	38,2 %	38,7 %	48,3 %	40,4 %	38,6 %	41,5 %	38,3 %	37,7 %	35,3 %	33,7 %	36,1%	30,5 %	21,3 %	21,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	67,8 %	70,6 %	86,4 %	59,2 %	70,8 %	71,2 %	59,1%	49,1%	41,6 %	32,6 %	44,7 %	27,4 %	28,1 %	28,8 %
Käyttökate-%	32,7 %	35,9 %	45,1%	49,0 %	36,7 %	41,9 %	39,2 %	47,3 %	50,0 %	35,6 %	43,1%	41,5 %	43,3 %	44,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	31,0 %	30,7 %	40,8 %	44,6 %	32,8 %	37,5 %	35,3 %	44,2 %	46,7 %	32,5 %	39,8 %	38,9 %	41,0 %	43,6 %
Nettotulos-%	23,8 %	17,0 %	32,4 %	36,0 %	26,3 %	28,4 %	28,3 %	35,4 %	37,3 %	26,0 %	31,8 %	31,1 %	32,8 %	34,9 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

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 edelleen 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 markkinapotentiaalın rajallisuus, joka ei kuitenkaan vielä yhtiön nykyisessä mittakaavassa muodostu vielä ongelmaksi. Admicom on erittäin

kilpailukykyinen omassa segmenteissään Suomen markkinalla, mutta tuote ei ole helposti skaalattavissa esimerkiksi uusiin maihin tai suuryrityksiin, eikä yhtiöllä ole kokemusta kansainvälisestä laajentumisesta. Siten yhtiön markkinapotentiaali on isossa kuvassa ja pitkällä aikajänteellä (5-10 vuotta) suhteellisen rajattu, mutta toisaalta erikoistumisen tuoma kilpailuetu sitäkin vahvempi.

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

Positiiviset ajurit:

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 siirtymä pilvipohjaisiin SaaS-ratkaisuihin Windowsille asennettavista vanhoista ohjelmistoista.

• Kypsä tuote eikä suoraa SaaS-kilpailijaa:

Admicom on omilla erikoistumisalueillaan käsityksemme mukaan ainoa toimija, joka

tarjoaa laaja-alaista selainpohjaista SaaS-ohjelmistoa, mikä tarjoaa yhtiölle merkittävän kilpailuedun. Yhtiöllä on myös ainoana toteutettu mm. osatuloutuksen automaatio, mikä on rakentamisessa tärkeä kilpailutekijä.

- **Korkea kynnys kilpailijoille:** Vastaavan ohjelmistotuotteen kehittäminen vaatisi vuosien kehitystyötä. Admicomin erikoistumisalueet eivät ole markkinapotentiaalltaan niin suuria, että niihin kannattaisi välttämättä enää lähteä investoimaan merkittäväillä kehityspanostuksilla.
- **Skaalautuvuus ja automaatio:** Admicomin SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta on hyvin skaalautuvaa. Yhtiö investoi jatkuvasti oman tilitoimiston tukemana automaatioon, jolla arvontuottoa saadaan siirrettyä henkilötyöstä 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 1/2

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.
- **Yritysostot ja kansainvälistyminen:** Yhtiön laajentuminen uusille markkinoille tai uusille alueille yritysostoin voisi nostaa riskiprofilia 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 uusasiakasmyyntin nopeutta.

- **Osakkeen likviditeetti heikohko:** Admicomin omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja siten markkinoilla vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä on edelleen kohtuullisen matala. Yhtiön markkina-arvon nousu ja henkilöstöomistajien myynnit ovat kuitenkin jatkuvasti kasvattaneet osakkeen likviditeettiä.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvupotentiaali uusmyynnin kasvun ja uusille toimialoille laajentumisen kautta

2.

Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

3.

Operatiivinen riskitaso maltillinen: vahva erikoistuminen, tuote kypsässä kehitysvaiheessa ja erittäin kilpailukykyinen

4.

Listautuminen tuonut lisää liikkumavaraa yritysostoihin ja orgaaniseen kasvuun

5.

Osakkeen vaihdettavuus heikohko, yritysostoista ei track-recordia, arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa

Potentiaali



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

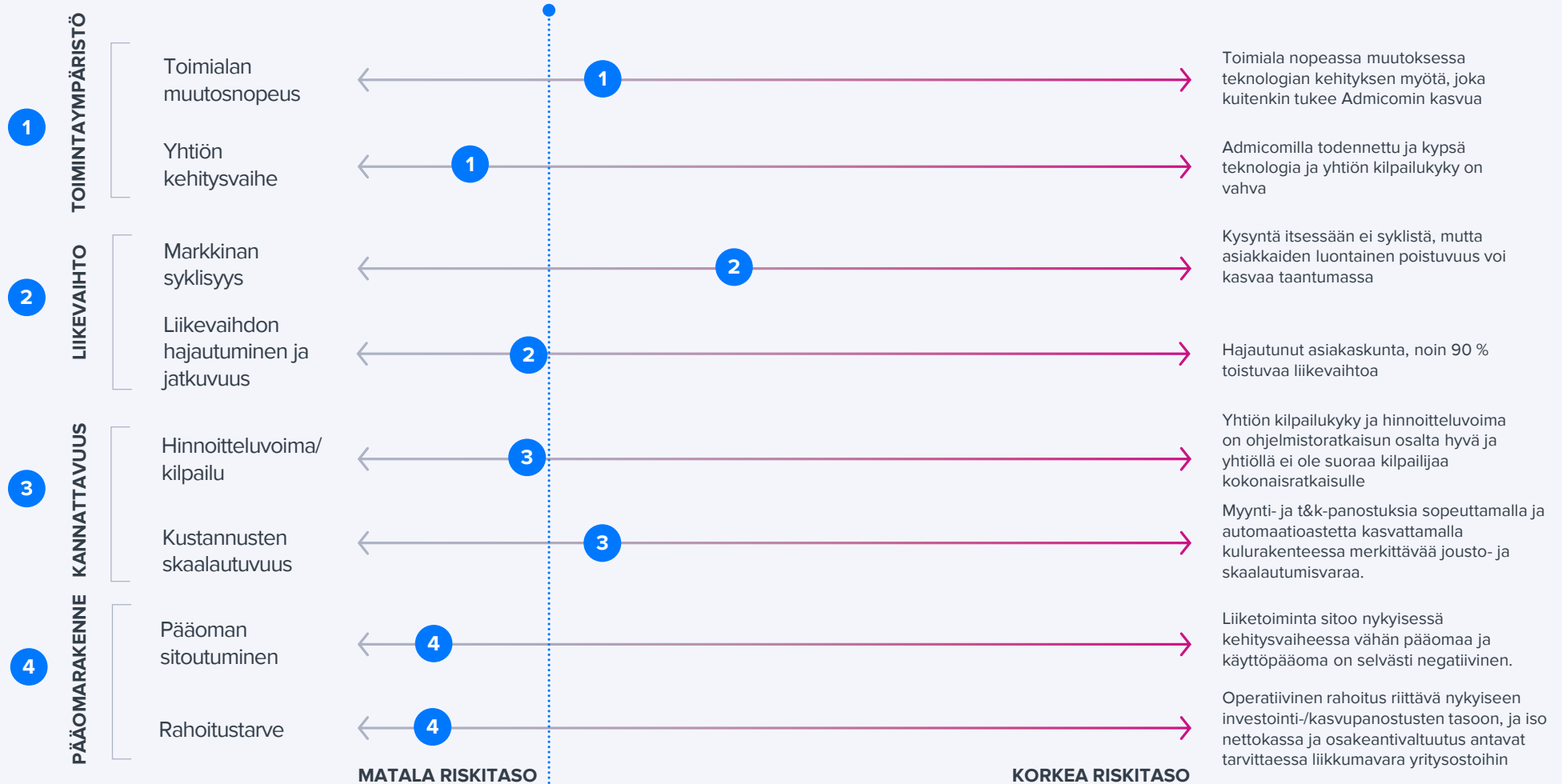
Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Admicomin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Arvonmääritys 1/3

Voimakkaan arvonluonnin vaiheessa

Admicom on tällä hetkellä erittäin voimakkaan arvonluonnin vaiheessa, sillä sen liikevaihto kasvaa voimakkaasti positiivisten markkinatrendien sekä yhtiön vahvan kilpailukyvyyn ajamana ja yhtiön kannattavuus on noussut liiketoimintamallin korkeiden skaalaetujen myötä erittäin hyvälle tasolle.

Voimakkaasta erikoistumisesta huolimatta näemme Admicomilla huomattavaa kasvun varaa yhtiön nykyisillä markkinoilla, minkä vuoksi olemme luottavaisia yhtiön kyvystä jatkaa yli 30 %:n kasvua lähivuodet ja noin 20 %:n kasvua keskipitkällä aikavälillä. Yhtiö on osoittanut pystyvän parantamaan kannattavuutta voimakkaasti liiketoiminnan skaalan kasvun mukana, joten oletuksemme on, että yhtiö pystyy ylläpitämään nykyisen, yli 40 %:n käyttökatemarginaalin myös tulevaisuudessa. Yhtiön kasvu ei myöskään sido pääomia, joten osingon kasvu on myös vahvaa.

Yhtiön voimakkaasta kasvuvaiheesta huolimatta pidämme osakkeen riskiprofiilia kokonaisuutena maltillisena, sillä yhtiön liiketoiminta noin 90 %:sti jatkuu, yhtiön ratkaisut ovat asiakkaan kannalta kriittisiä ja yhtiöllä on omalla erikoistumisalueellaan erittäin vahvat kilpailuedut. Myöskään osakkeen heikko likviditeetti ei ole enää niin merkittävä ongelma, koska osakkeella käydään kauppaa jo suhteellisen aktiivisesti ja vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä on kasvanut. Yhtiön keskeiset riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yhtiön asiakastoimialojen suhdanneherkkyyden vaikutuksista kasvuvauhtiin ja kilpailutilanteen

ennakoimattomiin muutoksiin. Vaikka yhtiö on osoittanut kykenevän vahvaan kasvuun uusilla rinnakkaisilla toimialoilla, liittyy uusiin markkinoille laajentumiseen ja erityisesti mahdollisiin yritysostoihin aina omat riskiä kohottavat elementit, joilla voi olla merkittävä vaikutus yhtiön arvoon. Selvästi suurin riski osakkeelle on kuitenkin mielestämme tällä hetkellä suhteellisen korkeat arvostuskertoimet ja kovat tuloskasvuodotukset pitkälle tulevaisuuteen. Mahdolliset tulospettymykset voisivat sitä kautta aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertoihin.

Hyväksyttävä arvostustaso on noussut selvästi

Admicomin arvostustaso on noussut jyrkän kurssinousun takia merkittävästi viimeisen vuoden aikana. Voimakasta arvonnousua selittää vahvan toteutuneen ja ennakoitun tuloskasvun ja edellä mainittujen osakkeen likviditeettiä parantaneiden seikkojen ohella osittain myös yhtiön omistuspohjan laajentuminen Ruotsiin, jossa voimakkaasti ja kannattavasti kasvaville SaaS-yhtiöille (mm. Fortnox) on hyväksytty jo pidempään huomattavasti suomalaisia yhtiöitä korkeammat kertoimet.

Myös oma näkemyksemme Admicomin hyväksyttävästä arvostustasosta on noussut päivityksen yhteydessä, sillä olemme aiempaa positiivisempia yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymän ja kannattavuuden suhteen (arviomme Admicomin markkinapotentiaalista on noussut) ja lisäksi olemme alentaneet osakkeen likviditeettipremiovaadetta vaihdon parannuttua aiemmasta.



Admicomin arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

- Admicom on erittäin kilpailukykyisen, vahvan erikoistumisen ja skaalautuvaan SaaS-malliin perustuvan liiketoimintamallinsa ansiosta voimakkaassa kasvussa. Lähivuosien liikevaihdon kasvu on arviomme mukaan yli 30 % vuosittain.
- Admicomin kannattavuus skaalautuu voimakkaasti, koska rutiinitehtävät on pystytty pitkälti automatisoimaan ja yhtiön tehokkuus on korkea. Tämän ansiosta odotamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina vähintään liikevaihdon kasvun tasolla, mikä antaa osakkeelle erinomaisen tuottoajurin.
- Liikevaihdon jatkuvuus on noin 90 % ja yhtiö toimittaa asiakkaiden näkökulmasta kriittisiä palveluita. Tämän ansiosta myös näkyvyys on erittäin hyvä ja ennusteisiin liittyvä epävarmuus normaalia pienempi.
- Admicomin osakkeen riskejä nostaa kuitenkin merkittävästi kohonnut arvostuskertoimet ja vuonna 2020 rakennustoimialan orastavan taantumana mahdolliset vaikutukset yhtiön kasvuvauhtiin.
- Olemme aiempaa positiivisempia yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymän ja kannattavuuden suhteen, koska arviomme Admicomin markkinapotentiaalista on noussut ja lisäksi olemme alentaneet osakkeen likviditeettipremiovaadetta kun osakkeen vaihdettavuus on parantunut

Arvonmääritys 2/3

Mielestämme Admicomin voimakkaana säilynyt kasvu (vuonna 2018 +42 %), vahvana säilynyt kilpailuetu (SaaS-malli ja pitkälle automatisoitu ratkaisu), erittäin hyvä ja voimakkaasti skaalautunut kannattavuus ovat hyviä perusteita hyväksyttävän arvostustason nousulle nykyiselle tasolle. Odotamme lähivuosien tuloskasvun (EPS) olevan noin 27-30 %, mikä yhdessä noin 2 %:n osinkotuoton kanssa tarkoittaa voimakasta arvonmuodostusta osakkaille.

Erittäin vahvan tuloskasvun takia 2019e P/E 36x antaisi osakkeelle seuraavan 3 vuoden osakekohtaisen tuloksen kasvulla (CAGR EPS, 2018-2021 33 %) mitattuna PEG-luvun 1,1x, mikä voidaan mielestämme hyvin perustella yhtiölle. Pidemmällä aikavälillä (2021-) tuloskasvun voi kuitenkin odottaa tasaantuvan alle 30 %:iin ja kestävämpi taso P/E-kertoimelle on mielestämme silloin yhtiön vahva nettokassa huomioiden noin 20-25x tasolla (2021e P/E 22x), mikä antaa omistajille silloinkin ennusteillamme kohtuullisen hyvän tuotto-odotuksen.

Hyväksymme Admicomille nyt suunnilleen P/E-kertoimen 34x ja EV/EBITDA-kertoimen 23x vuoden 2019 ennusteilla, joihin luottamuksemme on vahva. Vuoden 2020e P/E on 28x ja EV/EBITDA 19x, mutta näkyvyys vuoden 2020 kasvuun on selvästi kuluva vuotta heikompi, koska rakennusmarkkinoiden orastava taantuma voi vaikeuttaa Admicomin kasvutavoitteiden toteutumista. Olemme kuitenkin vuoden 2020 tuloskasvuennusteissamme historialliseen kehitykseen nähden selvästi maltillisempia, mikä madaltaa vuoden 2020 kertoimiin liittyvää riskiä.

Yhtiö on kertonut selvittävänsä jo aktiivisesti vaihtoehtoja vahvan kasvun ylläpitämiseksi nykyisen tavoitejakson jälkeen (2021-), mikä voi pitää sisällään yritysostoja tai laajentumista tuotekehityksen avulla uusille rinnakkaisille toimialoille. Tätä potentiaalia ei ole vielä ennusteissamme.

Verrokkianalyysi

Laajan, kansainvälisestä SaaS-yhtiöstä koostuvan verrokkiryhmän arvostustasot antavat mielestämme tällä hetkellä parhaan mittatikon Admicomin arvostukselle.

Korostamme kuitenkin, että Admicomin arvostusta ei voi mielestämme peilata suoraviivaisesti globaaleiden SaaS-yhtiöiden arvostustasoihin, koska 1) Admicomin liiketoiminnan kokoluokka ja potentiaalinen markkina ovat huomattavasti verrokkeja pienempiä, 2) verrokkiryhmän yhtiöiden kehitysvaihe poikkeaa osin huomattavasti Admicomista, ja 3) Admicomin osakkeen riskitaso (esim. likviditeetti) on selvästi suurimpia verrokkiryhmän yhtiöitä korkeampi. Mittakaavaeron ja riskien huomioimiseksi sovellammekin Admicomin SaaS-verrokkien keskimääräisiin arvostuskertoimiin arvonmäärityksessä 20 %:n alennusta.

SaaS-verrokkianalyysiä tehdessä keskeisin arvostuskerroin on liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin, sillä useimmat listatut SaaS-yhtiöt ovat vielä voimakkaan kasvun vaiheessa, eikä niiden kannattavuus ole skaalautunut vielä potentiaaliselle tasolle tai ne ovat tappiollisia.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	37,0	37,0	37,0
Osakemäärä, milj. kpl	4,84	4,84	4,84
Markkina-arvo	179	179	179
Yritysarvo (EV)	165	161	156
P/E (oik.)	36,0	28,3	22,1
P/E	36,0	28,3	22,1
P/Kassavirta	31,3	25,2	20,2
P/B	12,9	10,6	8,7
P/S	11,5	8,8	7,2
EV/Liikevaihto	10,6	7,9	6,3
EV/EBITDA (oik.)	24,5	19,1	14,6
EV/EBIT (oik.)	26,5	20,4	15,5
Osinko/tulos (%)	68,2 %	68,8 %	65,6 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Hyväksytyt arvostus	Nyt	Aik.	Muutos
P/E (oik.)	36,0	24,7	46 %
P/B	12,9	8,8	47 %
EV/Liikevaihto	10,6	6,9	53 %
EV/EBITDA (oik.)	24,5	16,1	52 %
EV/EBIT (oik.)	26,5	17,5	52 %

DCF-laskelma	43,5	25,8	69 %
--------------	------	------	------

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

Käytämme arvonmääritykseen verrokkiryhmän ennustetun kasvun ja operatiivisen kannattavuuden yhdistelmän (2019e liikevaihdon kasvu-% + 2019e EBITDA-%) sekä eteenpäin katsovan EV/S-kertoimen korrelaatioon perustuvaa arvostusta. Painotamme SaaS-verrokkiryhmän arvostuksessa kasvun ja kannattavuuden yhdistävää arvostusmenetelmää, sillä se huomioi mielestämme puhdasta liikevaihdon kasvuun pohjautuvaa vertailua paremmin erot yhtiöiden skaalautumisessa ja tehokkuudessa.

Olemme laskelmassa olettaneet Admicomin kasvuparametriksi vuoden 2019 ennustetun liikevaihdon kasvuvauhdin (2019e +36 %) sekä yhtiön käyttökatemarginaalin (2019e: +43 %).

SaaS-verrokkien keskimääräiseen arvostustasoon perustuen Admicomille voitaisiin hyväksyä ennusteillamme noin 12,5x EV/S -kerroin, mikä antaa 20 %:n alennuksella laskettuna Admicomin liiketoiminnan hyväksyttäväksi EV/S-kertoimeksi 10x, yritysarvoksi (EV) noin 156 MEUR ja 11 MEUR:n nettokassa huomioiden osakekohtaiseksi markkina-arvoksi noin 35 euroa osakkeelta.

Yksittäiset verrokkiyhtiöt

Ruotsalainen Fortnox on mielestämme lähin verrokkiyhtiö ajatellen Admicomin SaaS-liiketoimintamallia, kohderyhmää (pk-sektori) ja kasvu- ja kannattavuusprofiilia. Fortnoxin arvostuskertoimet ovat olleet aiemmin merkittävästi Admicomia korkeampia, mutta ero on supistunut voimakkaasti, kun Admicomin sijoittajakunta on laajentunut Ruotsiin. Fortnoxin EV/S-kerroin on noin 10,3x ja vuoden 2019 ennustettu EV/EBITDA noin 29x, ja P/E 44x.

Yhtiön liikevaihdon ennustetaan kasvavan vuonna 2019 noin 31 % ja EBITDA-%:n olevan noin 36 %, eli suunnilleen samaa vauhtia Admicomin kanssa. Fortnox on kuitenkin mittakaavaltaan ja markkina-arvoltaan selvästi Admicomia suurempi yhtiö.

Helsingin pörssissä tällä hetkellä parhaita verrokkeja ovat näkemyksemme mukaan teknologiafokusoitunut tilitoimisto Talenom, jossa on joitakin samoja elementtejä (kuten vahva kasvu, defensiivinen liiketoiminta, skaalautuvuus ja pk-sektorille keskittynyt asiakaskunta) sekä SaaS-yhtiö LeadDesk, joka on kuitenkin Admicomiin nähden hieman erilaisessa kehitysvaiheessa. Olemme sisällyttäneet nämä yhtiöt seuraavilla sivuilla esitettävään pohjoismaisista verrokkiyhtiöistä koostuvaan verrokkitaulukoon

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa osakkeelle mielestämme perustelluilla oletuksilla noin 44 euron arvon. Kassavirtalaskelmamme osoittama käypä arvo on noussut selvästi aiemmasta laajasta päivityksestä, sillä ennusteemme Admicomin pitkän aikavälin kasvulle ja kestäväälle kannattavuustasolle ovat nousseet. Muutokset nostivat terminaalijakson painoa, joka on kuitenkin edelleen kasvuyhtiölle maltillisella 55 %:n tasolla. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 3 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 43 %:n tasolle. Laskelmassa olemme käyttäneet myös aiempaan nähden hieman alempaa oman pääoman kustannuksen ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) vaadetta (9,8 %, aik. 10,8 %), sillä likviditeetin parantuminen on laskenut käyttämäämme likviditeettipreemioita. Kassavirtalaskelmamme on esitetty kokonaisuudessaan liitetiedoissa.

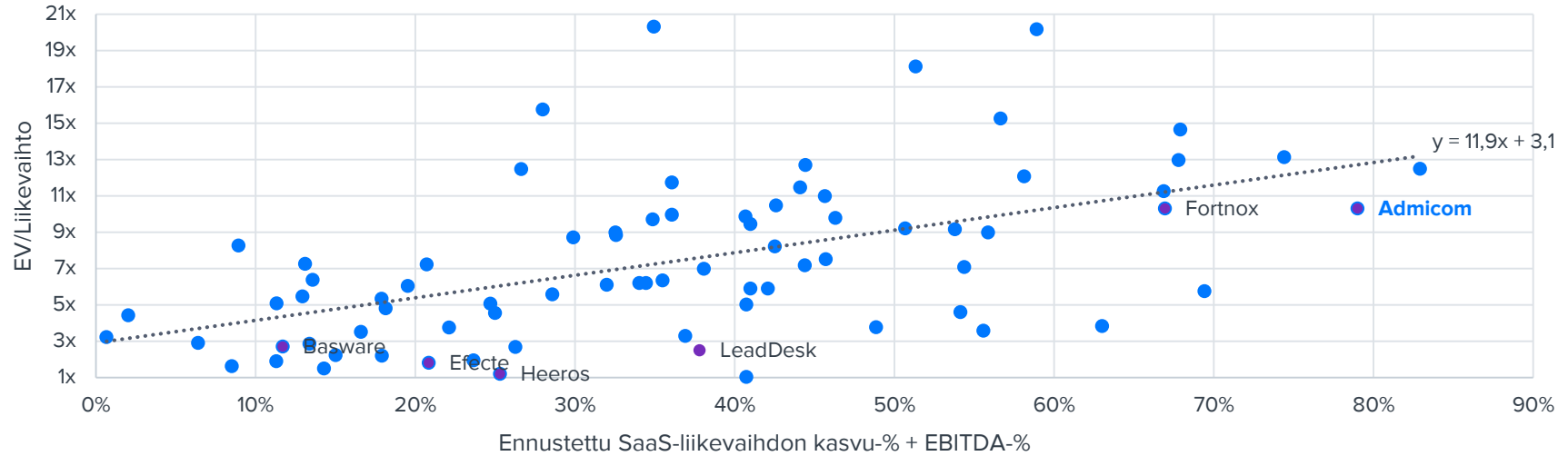
Arvonmäärityksen yhteenveto

Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyvät poikkeuksellisen vahva kasvu ja kannattavuus, korkea skaalautuvuus, kasvava osinkovirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus. Ennustamme yhtiön tuloskasvun yltävän lähivuosina yli 30 %:iin vuodessa kasvavien myyntipanostusten ja vahvan kannattavuuden ajamana, minkä vuoksi nykyinen arvostustaso (P/E 2019e 36x ja PEG n. 1,1x) on yhdistettynä aiempaa suurempaan markkinapotentiaaliin ja parantuneeseen likviditeettiin nähden perusteltavissa. Myös laajaan SaaS-verrokkiryhmän arvostustasoon ja yksittäisiin verrokkeihin suhteutettuna nykyinen arvostustaso on neutraali. Emme näe arvostuskertoimissa kuitenkaan lyhyellä aikavälillä nykytasoilta enää venymisen varaa ilman että ennusteet nousisivat selvästi.

Toistamme vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehinnan 35,0 euroon (aik. 25,0 euroa).

SaaS-yhtiöiden arvostustaso

SaaS-yhtiöiden EV/S-arvostuskerroin suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen yhdistelmään



SaaS-yhtiöiden EV/S-arvostuskerroin



Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt verrokkiryhmä

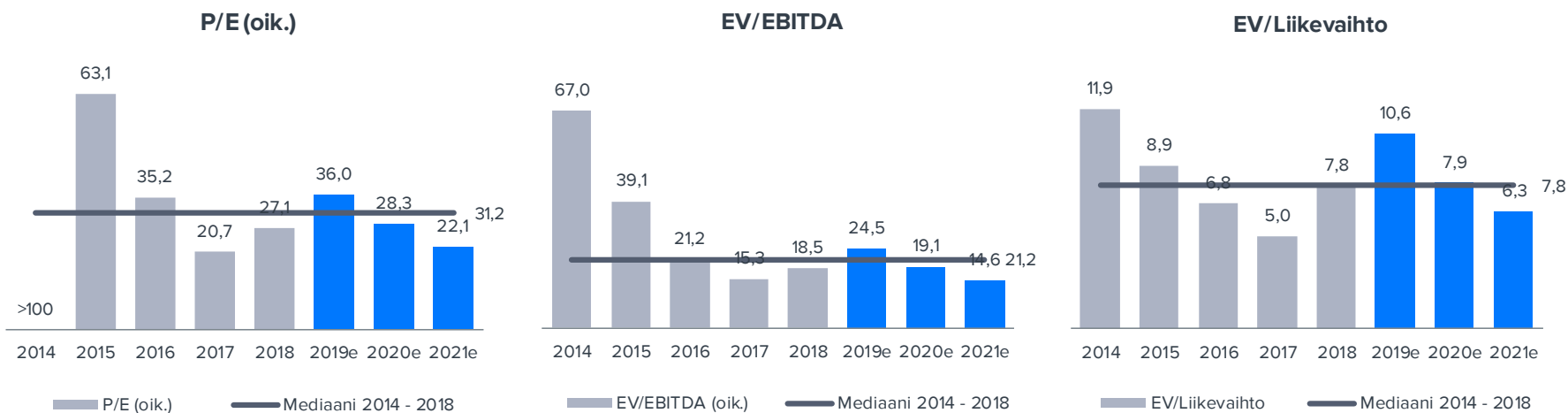
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Basware	24,0	347	362			263,3	116,6	2,6	2,5					3,6
Efecte	4,8	28	24					1,7	1,4					14,1
Fortnox	92,6	532	514	31,2	22,5	26,7	19,8	9,4	7,4	48,3	35,8	0,6	0,8	19,3
FormPipe Software	24,5	125	112	18,0	16,5	10,5	9,7	2,7	2,5	27,4	24,4	2,7	2,9	3,1
F-Secure	2,5	396	404	74,1	25,2	25,6	13,5	1,8	1,6	124,9	31,1	0,6	1,4	5,5
Heeros	2,1	9	8		32,6	9,8	7,3	1,2	1,1		42,0			5,1
LeadDesk	8,1	37	38	29,7	17,4	15,3	11,0	2,5	2,0	38,6	22,4			16,2
QT Group	10,0	239	229		19,2	201,5	17,5	3,7	2,7		28,6			11,9
Talenom	26,9	185	202	16,0	14,0	9,8	8,3	3,0	2,6	23,2	19,3	2,6	3,1	8,1
Vitec Software	90,4	252	277	17,0	15,5	8,7	8,1	2,5	2,4	24,2	22,5	1,4	1,5	3,7
Zutec Holding	11,8	8	4					3,5	2,6					2,2
Admicom (Inderes)	36,96	179	165	26,5	20,4	24,5	19,1	10,6	7,9	36,0	28,3	1,9	2,4	12,9
Keskiarvo				31,0	20,4	63,5	23,5	3,1	2,6	47,8	28,3	1,6	1,9	8,4
Mediaani				23,9	18,3	15,3	11,0	2,6	2,5	33,0	26,5	1,4	1,5	5,5
Erotus-% vrt. mediaani				11 %	11 %	60 %	73 %	303 %	220 %	9 %	7 %	32 %	57 %	135 %

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

Arvostus

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	9,80	9,80	9,80	9,80	20,6	37,0	37,0	37,0	37,0
Osakemäärä, milj. kpl	4,32	4,32	4,32	4,32	4,58	4,84	4,84	4,84	4,84
Markkina-arvo	42	42	42	42	100	179	179	179	179
Yritysarvo (EV)	42	42	40	40	89	165	161	156	151
P/E (oik.)	>100	63,1	35,2	20,7	27,1	36,0	28,3	22,1	17,1
P/E	>100	63,1	35,2	22,0	29,0	36,0	28,3	22,1	17,1
P/Kassavirta	neg.	>100	25,8	21,3	11,0	31,3	25,2	20,2	16,2
P/B	28,0	18,7	11,7	13,6	8,8	12,9	10,6	8,7	7,0
P/S	12,0	9,0	7,2	5,2	8,7	11,5	8,8	7,2	6,0
EV/Liikevaihto	11,9	8,9	6,8	5,0	7,8	10,6	7,9	6,3	5,0
EV/EBITDA (oik.)	67,0	39,1	21,2	15,3	18,5	24,5	19,1	14,6	11,3
EV/EBIT (oik.)	>100	55,3	26,7	16,1	20,7	26,5	20,4	15,5	11,6
Osinko/tulos (%)	102,3 %	97,5 %	82,7 %	67,2 %	71,4 %	68,2 %	68,8 %	65,6 %	60,2 %
Osinkotuotto-%	0,9 %	1,5 %	2,3 %	3,1 %	2,3 %	1,9 %	2,4 %	3,0 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Kassavirtamalli

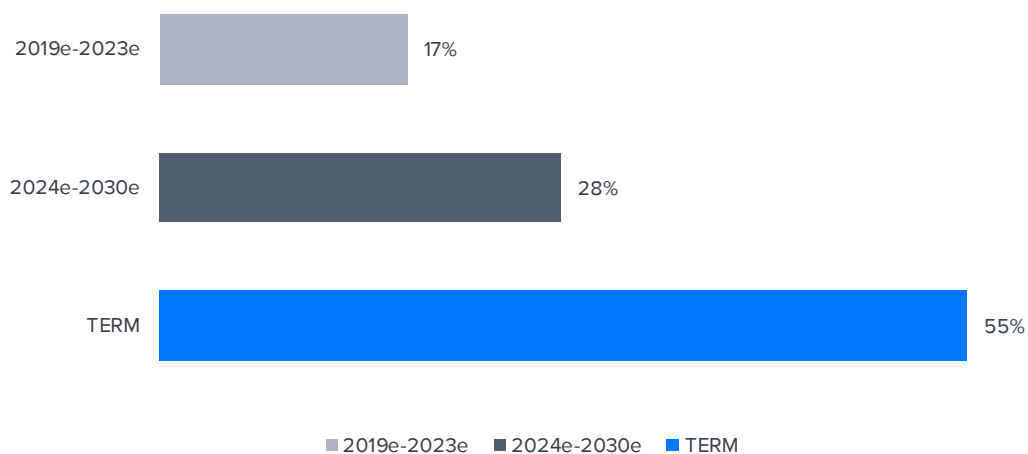
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	4,3	6,2	7,9	10,1	13,0	15,3	16,7	18,5	20,2	22,1	23,9	26,2	27,0	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,5	0,5	0,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-0,8	-1,2	-1,6	-2,0	-2,6	-3,1	-3,3	-3,7	-4,0	-4,4	-4,8	-5,2	-5,4	
- 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	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,2	
Operatiivinen kassavirta	4,2	5,9	7,3	9,0	11,2	12,9	13,9	15,4	16,7	18,3	19,8	21,7	22,0	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,1	5,7	7,1	8,8	11,0	12,7	13,7	15,2	16,5	18,0	19,6	21,4	21,7	
+/- Muut	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,1	5,7	7,1	8,8	11,0	12,7	13,7	15,2	16,5	18,0	19,6	21,4	21,7	
Diskontattu vapaa kassavirta		5,3	6,0	6,8	7,7	8,1	8,0	8,1	8,0	8,0	7,9	7,9	7,3	111
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		200	194	188	182	174	166	158	150	142	134	126	118	111
Velaton arvo DCF		200												
- Korolliset velat		0,0												
+ Rahavarat		10,8												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		0,0												
Oman pääoman arvo DCF		210												
Oman pääoman arvo DCF per osake		43,5												

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	5,9	8,1	11,5	15,6	20,3	EPS (raportoitu)	0,28	0,45	0,71	1,03	1,31
Käyttökate	1,9	2,6	4,8	6,7	8,4	EPS (oikaistu)	0,28	0,47	0,76	1,03	1,31
Liikevoitto	1,5	2,5	4,3	6,2	7,9	Operat. kassavirta / osake	0,41	0,52	0,91	1,22	1,51
Voitto ennen veroja	1,5	2,4	4,1	6,2	7,9	Vapaa kassavirta / osake	0,38	0,46	1,98	1,18	1,47
Nettovoitto	1,2	1,9	3,3	5,0	6,3	Omapääoma / osake	0,84	0,72	2,48	2,87	3,48
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,23	0,30	0,48	0,70	0,90
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	4,9	4,2	13,8	16,1	19,7	Liikevaihdon kasvu-%	24 %	38 %	42 %	36 %	30 %
Oma pääoma	3,6	3,1	11,3	13,9	16,8	Käyttökateen kasvu-%	76 %	41 %	81 %	40 %	26 %
Liikearvo	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	98 %	68 %	71 %	45 %	27 %
Nettovelat	-2,4	-1,9	-10,8	-14,1	-17,8	EPS oik. kasvu-%	79 %	70 %	60 %	35 %	27 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	32,1 %	32,7 %	41,9 %	43,1 %	41,5 %
Käyttökate	1,9	2,6	4,8	6,7	8,4	Oik. Liikevoitto-%	25,5 %	31,0 %	37,5 %	39,8 %	38,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	Liikevoitto-%	25,5 %	31,0 %	37,5 %	39,8 %	38,9 %
Operatiivinen kassavirta	1,8	2,2	4,2	5,9	7,3	ROE-%	40,8 %	57,3 %	45,0 %	39,4 %	41,2 %
Investoinnit	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	ROI-%	50,2 %	74,5 %	59,4 %	49,2 %	51,5 %
Vapaa kassavirta	1,6	2,0	9,1	5,7	7,1	Omavaraisuusaste	73,3 %	73,3 %	82,3 %	86,4 %	85,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-66,8 %	-60,8 %	-95,0 %	-101,3 %	-105,6 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Matti Häll			41,2 %			EV/Liikevaihto	6,8	5,0	7,8	10,6	7,9
Nordea Bank (hallintarekisteri)			5,2 %			EV/EBITDA (oik.)	21,2	15,3	18,5	24,5	19,1
Seppä Antti			3,8 %			EV/EBIT (oik.)	26,7	16,1	20,7	26,5	20,4
Uusi-Maahi Ilkka			3,6 %			P/E (oik.)	35,2	20,7	27,1	36,0	28,3
Parviainen Ismo			3,3 %			P/B	11,7	13,6	8,8	12,9	10,6
Noronen Antti			3,3 %			Osinkotuotto-%	2,3 %	3,1 %	2,3 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä 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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 yhtiössä. 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 laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.2.2018	Lisää	11,70 €	10,70 €
9.4.2018	Lisää	13,50 €	12,79 €
3.7.2018	Lisää	15,50 €	14,75 €
9.7.2018	Lisää	16,70 €	15,90 €
6.9.2018	Vähennä	18,00 €	20,59 €
8.10.2018	Vähennä	23,00 €	23,50 €
3.1.2019	Lisää	23,00 €	21,50 €
14.1.2019	Vähennä	25,00 €	25,10 €
21.3.2019	Vähennä	35,00 €	37,00 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**