

# **Admicom**

## **Sijoitustutkimus**

**1/2018**

**inde  
res.**

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Admicom Oyj:stä ("Yhtiö").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopapereiden tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevista lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetystä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoja Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopapereiden hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talousalueen maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

# SaaS-trendin edelläkävijä

Admicom on onnistunut luomaan erittäin kannattavan ja voimakkaasti kasvavan SaaS-ohjelmistoliiketoiminnan vahvalla erikoistumisella ja toimialaosaamisella. Yhtiöllä on kilpailukykyiseksi todistettu tuote ja vahvat kilpailuedut voimakkaasti kasvavilla markkinoilla. Erikoistuminen tuo yhtiölle vahvaa kilpailusuoja, mutta rajoittaa markkinapotentiaalia.

## Automaatioon ja toimialojen erityispiirteisiin keskittynyt SaaS-toiminnanohjausjärjestelmä

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

## Markkinoilla hyvät kasvuajurit ja Admicomilla poikkeuksellisen vahvat kilpailuedut

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

## Voimakasta kasvua ja vahvaa kannattavuutta

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

## Arvostus ja sijoittajaprofiili

Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyvät voimakas kasvu, vahva kannattavuus ja kassavirta, korkea skaalautuvuus, hyvä ja kasvava osinkovirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus ja ennustettavuus. Ennustamme yhtiön tulospotentialin yltävän lähivuosina yli 30 %:iin vuodessa kasvavien myyntipanostusten ja vahvan kannattavuuden ajamana. Yhtiön arvostus saa selkeää tukea tulospotentialin pohjaisesta arvostuksesta, tuottojen hyvästä ennustettavuudesta, sekä osinkotuotosta. Arvioimme eri arvonmäärittämissä menetelmin pohjautuen yhtiön osakekannan käyväksi arvoksi (ennen antia) 50 MEUR, mikä vastaa 19x P/E- ja 13x EV/EBITDA -kertoimia vuodelle 2018e sekä noin 20 %:n nousupotentiaalia osakekannan 42 MEUR:n merkintähintaan nähden.

## Analyytikot

Petri Aho

+358 50 3402986

petri.aho@inderes.fi



Mikael Rautanen

+358 50 3460321

mikael.rautanen@inderes.fi



## Arvostus (ennen antia)

Osakekannan arvo merkintähinnalla, ennen antia:

**42 MEUR (9,80 euroa/osake)**

Inderes osakekannan valuaatioarvio, ennen antia:

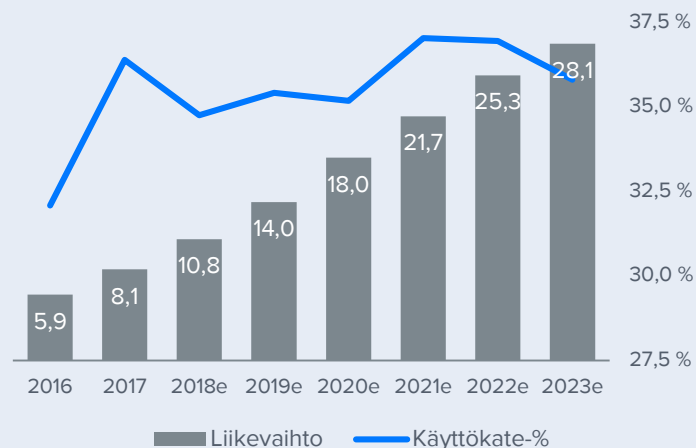
**50 MEUR (11,68 euroa/osake)**

## Avainluvut (merkintähinnalla)

|                            | 2016 | 2017  | 2018e | 2019e |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                | 5,9  | 8,1   | 10,8  | 14,0  |
| kasvu-%                    | 24 % | 38 %  | 33 %  | 30 %  |
| SaaS-liikevaihto           | 3,8  | 5,3   | 7,4   | 9,9   |
| kasvu-%                    |      | 40 %  | 38 %  | 34 %  |
| Käyttökate-%               | 32 % | 36 %  | 35 %  | 35 %  |
| Liikevoitto-%              | 26 % | 31 %  | 31 %  | 32 %  |
| HLö lkm. keskimäärin       | 57   | 79    | 104   | 128   |
| Markkina-arvo (pre-money)  |      | 42    | 42    | 42    |
| Yritysarvo (EV, pre-money) |      | 40    | 39    | 36    |
| EV/Liikevaihto             |      | 5,0   | 3,6   | 2,6   |
| EV/EBITDA                  |      | 13,7  | 10,3  | 7,3   |
| P/E                        |      | 22,0  | 16,1  | 11,7  |
| Osinkotuotto-%             |      | 3,1 % | 4,7 % | 6,4 % |

Lähde: Inderes

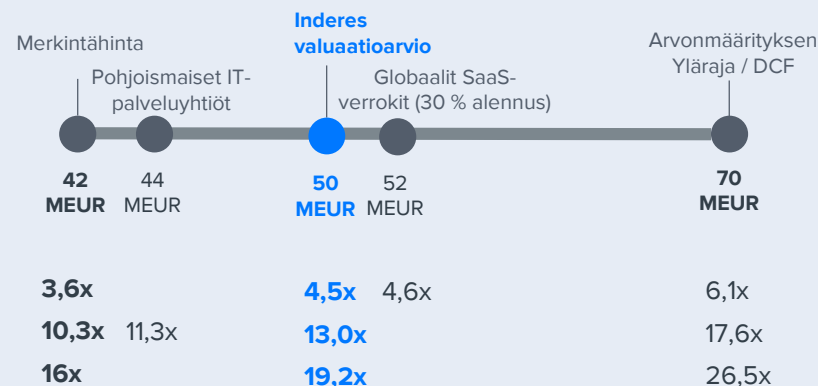
## Liikevaihto ja käyttökate-%



## Arvostuskertoimet eri hintatasoilla (ennen antia), 2018e

### Arvo ja keskeiset arvostuskertoimet 2018e

EV/Liikevaihto  
EV/EBITDA  
P/E



## Avainluvut (merkintähinnalla)



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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



### Arvostus

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

# Sisällysluettelo

|                                          |                 |
|------------------------------------------|-----------------|
| <b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</b> | <b>s. 6-15</b>  |
| <b>Markkinat ja kilpailukenttä</b>       | <b>s. 16-20</b> |
| <b>Strategia</b>                         | <b>s. 21-23</b> |
| <b>Historiallinen kehitys</b>            | <b>s. 24-25</b> |
| <b>Ennusteet</b>                         | <b>s. 26-28</b> |
| <b>Arvonmäärittäminen</b>                | <b>s. 29-38</b> |
| <b>Taulukot, omistajarakenne</b>         | <b>s. 39-40</b> |
| <b>Vastuuvapauslauseke</b>               | <b>s. 41</b>    |

# Admicom lyhyesti

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

**2004**

PERUSTAMISVUOSI

**93 hlö**

Henkilöstö, 2017

2004-2011: Tuotekehitysvaihe

2012-2013: Kaupallistaminen talotekniikkaan

2014-2016: Kasvu talotekniikassa ja rakentamisessa

2017- : Kasvu nykyisillä ja uusilla toimialoilla

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

LIKEVAIHTO 2017

**2,9 MEUR** (36 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE 2017

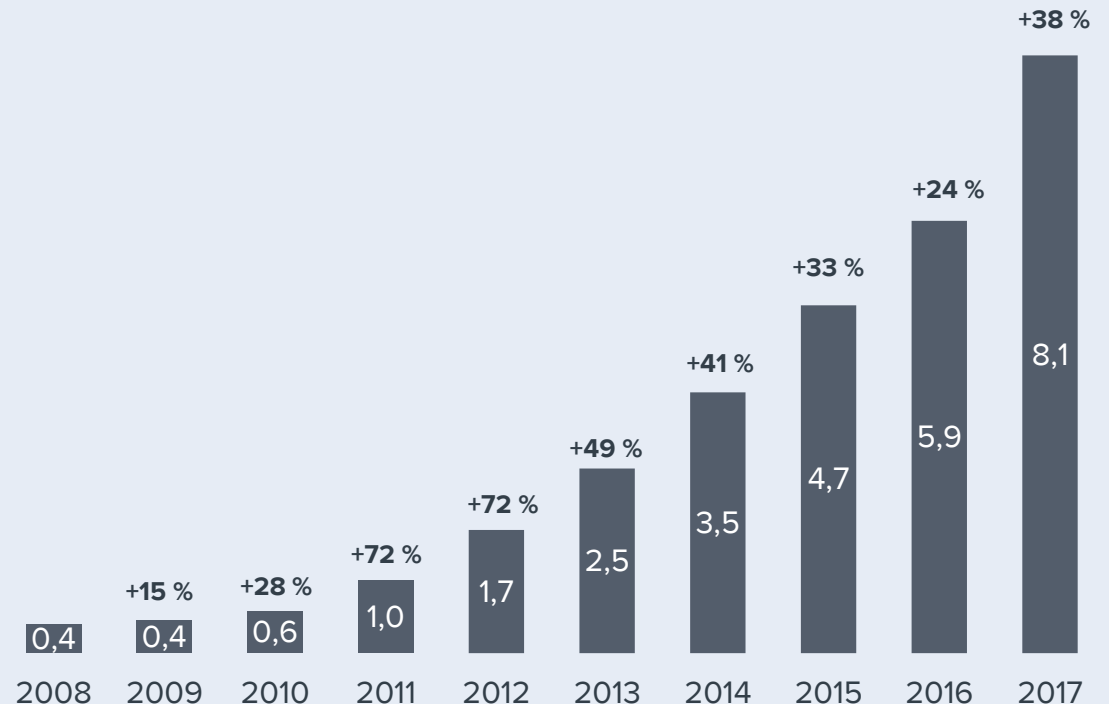
**~200**

Käyttöönottoa  
vuonna 2017

**>90 %**

Toistuvais-  
liikevaihdon osuus

## Admicomin liikevaihto ja kasvu-% vuosina 2008-2017



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Yhtiökuvaus

### Admicomin tausta ja historia

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

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

### Admicom tänään

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

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

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

Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Jyväskylässä, Helsingissä ja Tampereella.

### Tuote ja liiketoimintaidea

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

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

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

## Kumppanit ja integraatiot



Pankkiyhteydet



Verkkolaskuyhteydet



Tuote- ja hintatiedot  
materiaalitoimittajilta



Viranomaisyhteydet



Web service -rajapinnat

## Toiminnot

Tuotekehitys  
(n. 23 % \*)



Palvelut &  
koulutus  
(n. 55 % \*)



Myynti  
(n. 20 % \*)



Hallinto  
(n. 2 % \*)



\* Osuus henkilöstöstä 2017

## Osaamisalueet

Ohjelmistot ja  
automaatio



Toimiala-  
tuntemus



Ohjelmistoon  
liitännäiset  
palvelut



## Liiketoimintaidea

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

Pilvipohjainen ajasta ja  
paikasta riippumaton  
ohjelmisto (SaaS)

Automatisoi  
manuaaliset prosessit



Kaikki sovellukset  
yhdessä  
järjestelmässä

Kirjanpidon ja  
operatiivisen  
kehityksen data  
täsmää aina

## Tuotteet

### Adminet

Kokonaisvaltainen  
toiminnanohjausjärjestelmä:

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

### Tilitoimistopalvelut

Roolina tukea  
ohjelmistokehitystä ja  
asiakkaita

### Myyntikanavat

Uusiasiakashankinta  
(oma myynti)



Laajennusten myynti  
olemassa olevaan  
asiakaskuntaan



## Kilpailu

ERP-yleisohjelmistot

Toimialakohtaiset  
kilpailijat

"Tee-se-itse"  
ohjelmistoratkaisut

## Asiakkaat



Talotekniikka  
(62 %)



Teollisuus  
1 % \*)



Rakentaminen  
(30 % \*)

## Kustannus- rakenne

93 hlö (2017)

-5,6 MEUR (2017)



Henkilöstökulut  
(66 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot  
(6 %)



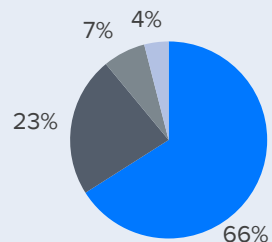
Liiketoiminnan muut kulut  
(20 %)



Poistot  
(8 %)

## Tulovirrat

Toistuvien tuottojen osuus yli 90 %



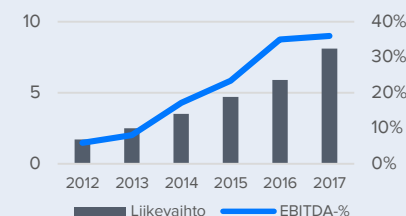
■ SaaS-palvelut

■ Tilitoimistopalvelut

■ Koulutus- ja konsultointipalvelut

■ Muut

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





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

## Tuotteeseen liitännäiset palvelut

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

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

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

Admicomin asiakkaista noin reilu kolmannes käyttää myös yhtiön tilitoimistopalveluita.

## Asiakaskohderyhmät

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

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

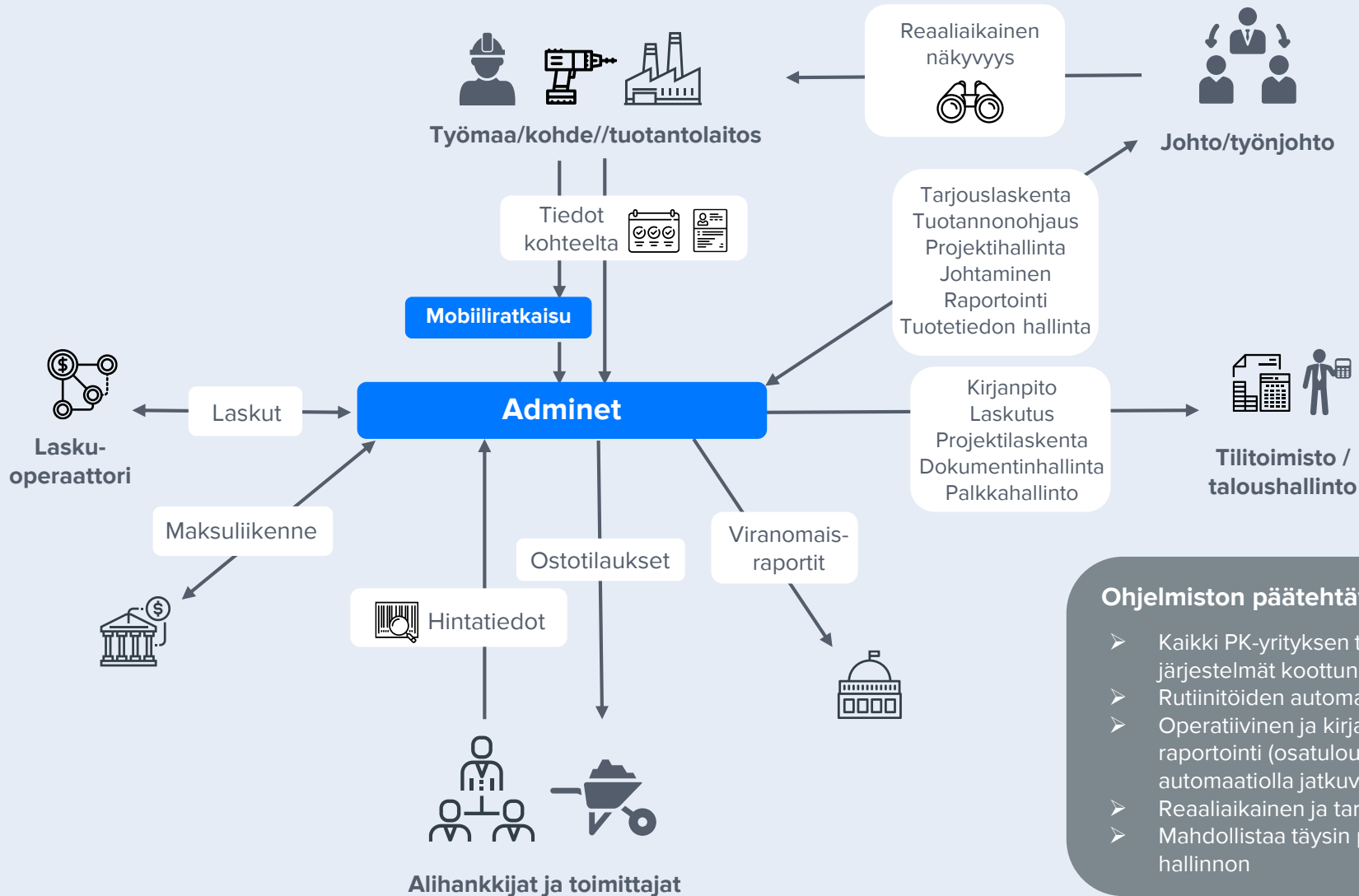
Talotekniikan alueella ohjelmistossa on esimerkiksi huomioitu LVI-, sähkö- ja muun talotekniikka-alan erityispiirteet. Rakentamisen ohjelmistossa on huomioitu alan erityispiirteet, kuten kalustonhallinta, kustannuslaskenta ja tiedonantovelvollisuus. Mobiiliratkaisulla tiedot siirretään reaaliaikaisesti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

seuranta sekä dokumentinhallinta.

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

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

# Admicomin tuotteen kuvaus



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

## Admicomin liiketoimintamalli

### Myyntiorganisaatio ja -prosessi

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

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

### Tuotekehitys

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

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

### SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Admicomin liikevaihdesta 66 % (2017) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan kuukausittain. Arviomme mukaan keskimääräinen asiakas tuottaa yhtiölle noin 10-15 tuhatta euroa vuodessa SaaS-tuloja. Asiakkaan kustannusta vastaan saamaa arvoa voidaan peilata siihen, että ohjelmiston avulla keskimääräinen asiakas säästää yhden henkilötyövuoden hallintotyöstä, jonka vuosikustannus olisi moninkertainen.

Admicomilla ei ole pitkiä monivuotisia sopimuksia, mutta asiakaspoistumaa rajoittaa se, että ERP on liiketoimintakriittinen järjestelmä, Admicom on vahvasti kiinni asiakkaan prosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen olisi asiakkaalle työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta.

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

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

### Palvelutuotot

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

### Skaalautuvuus ja ennustettavuus

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

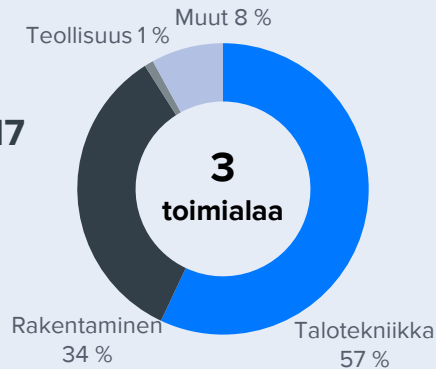
Osittain asiakkaan liikevaihtoon sidottu hinnoittelumalli tukee skaalautuvuutta, koska tuotteen hinta joustaa asiakkaan maksukykyyn mukaan ja hinta nousee asiakkaan kasvun mukana. Asiakkaan liikevaihtotieto saadaan Admicomin järjestelmästä ja tasauskasvu on automatisoitu. Näin yhtiö pystyy tarjoamaan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

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

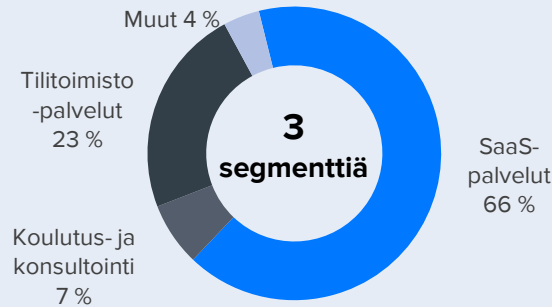
# Admicomin liiketoimintamalli lukuina, 2017

## Toimialoittain

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

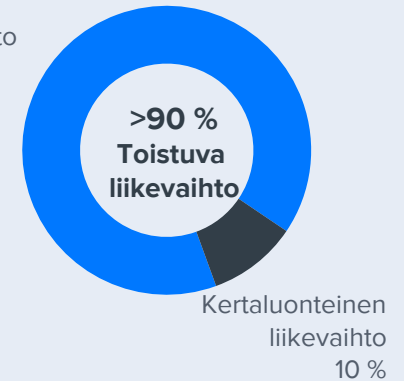


## Tuottolajittain

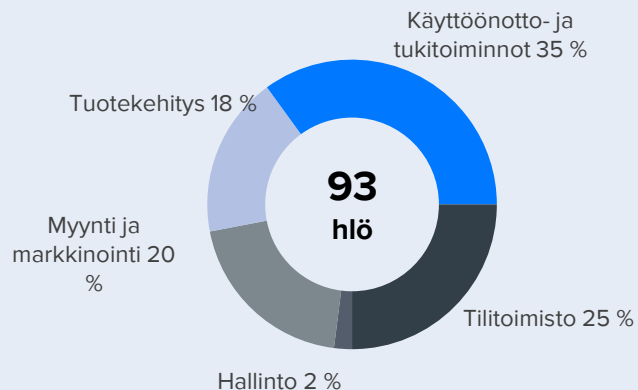


## Toistuvat tuotot

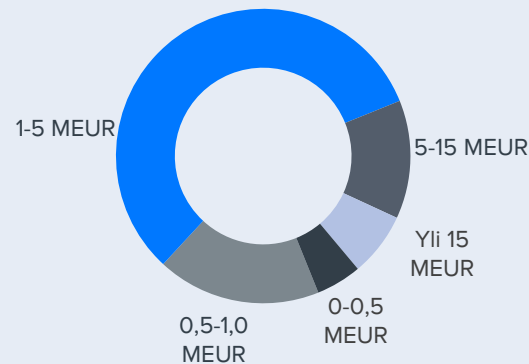
Toistuva  
liikevaihto  
90 %



## Henkilöstön jakauma (2017)



## Asiakkaan koon mukaan



## Liikevaihtotyypit

### SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalvelujen (SaaS) tuotot

### Koulutus- ja konsultointipalvelut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönotto-konsultointi-, koulutuspalvelut

### Tilitoimistopalvelut

Ydintuotetta tukevat tilitoimistopalvelut, pääosin jatkuvalaskutteista

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

## SaaS-malli ohjelmistoalalla

### Admicomin liiketoiminta perustuu SaaS-malliin

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

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

### SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

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

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

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

### SaaS-mallin hyödyt asiakkaan näkökulmasta

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

### SaaS-mallin hyödyt ohjelmistotoimittajan näkökulmasta

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

### SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

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

# SaaS-mallin suosion ajureita

## Sijoittaja

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

### ➤ Korkeammat arvostustasot

## Asiakas

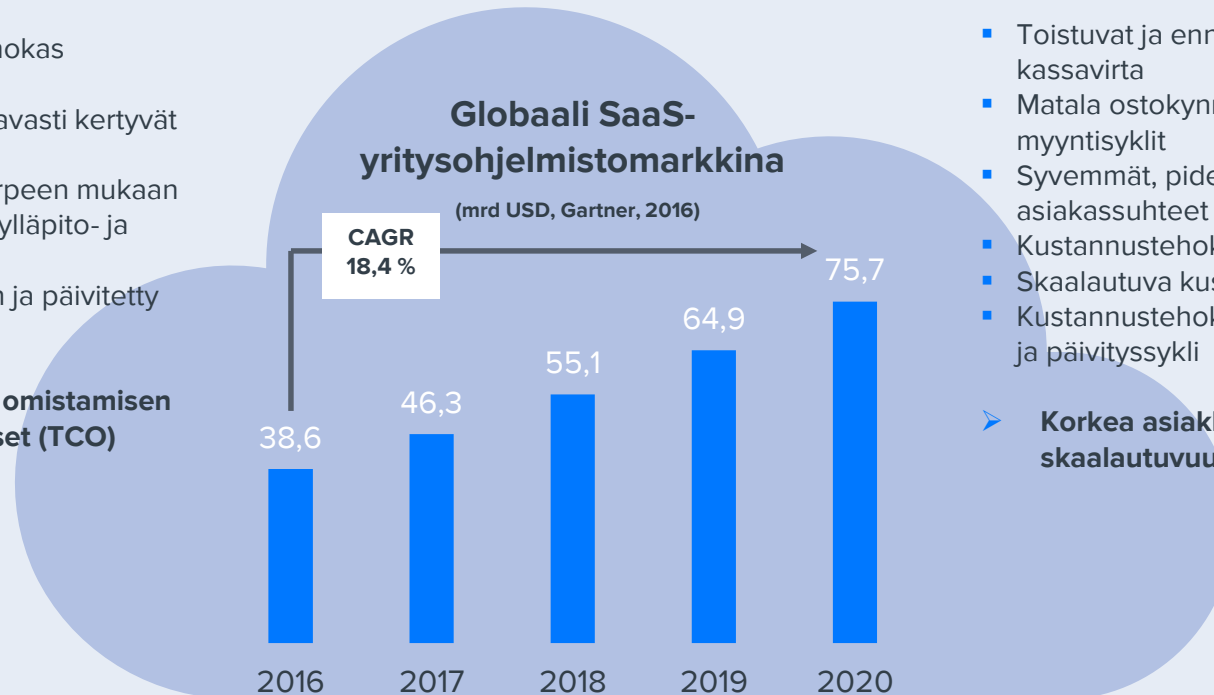
- Nopea ja kustannustehokas käyttöönotto
- Tasaisesti ja ennustettavasti kertyvät kulut
- Ratkaisu skaalautuu tarpeen mukaan
- Ei erillisiä järjestelmän ylläpito- ja päivityskustannuksia
- Jatkuvasti ajantasainen ja päivitetty ohjelmisto

### ➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

## Ohjelmistotoimittaja

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

### ➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

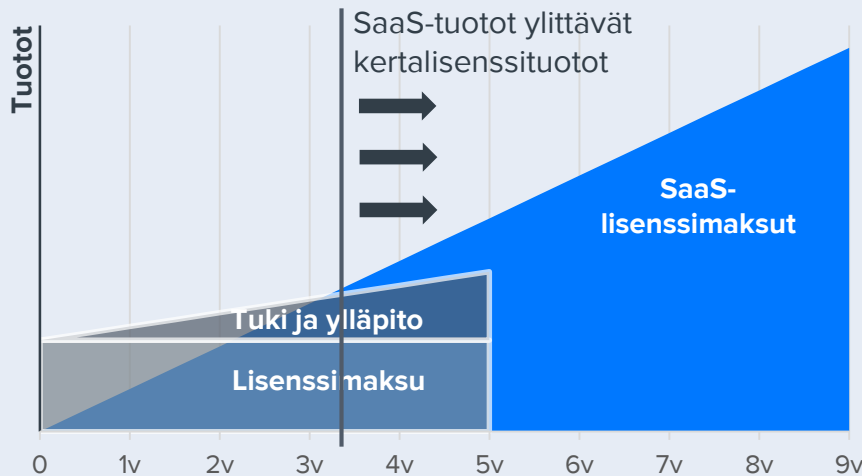


### ➤ Markkinan globaali kasvu heijastelee trendiä, jossa ohjelmistot siirtyvät SaaS-malliin. Yleinen globaali markkinakasvu ei tarkoita suoraan Admicomin ohjelmistojen markkinoiden kasvua.

# SaaS-mallin tuotto- ja kassaprofiilit

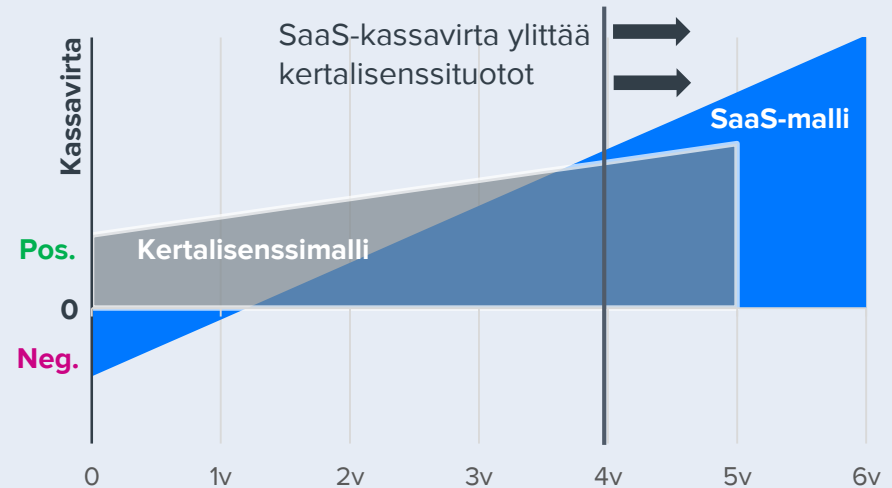
## Havainnollistava esimerkki

Kumulatiiviset  
SaaS-lisenssituotot vs. kertalisenssituotot



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

Kumulatiiviset kassavirrat per lisenssi  
SaaS-malli vs. kertalisenssimalli



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



# Markkinat

## Kohdemarkkina rakentamisen ja teollisuuden pk-yhtiöiden toiminnanohjausohjelmistot

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

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

## Toimialan kasvunäkymät ja -ajurit

Arvioimme viimeaikaisiin tutkimuksiin<sup>1</sup>, toimialan ja kohdemarkkinan yhtiöiden liikevaihdon kehitykseen, sekä markkinan ajureihin perustuen, että Admicomin kohdemarkkinat ovat tällä hetkellä selvässä kasvussa.

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

Esimerkiksi vuonna 2016 tehdystä suomalaisesta

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

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

## Siirtymä pilvipalveluihin on kohdemarkkinoilla vasta alussa, mikä hyödyttää Admicomia

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

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

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

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

## Asiakastoimialojen suhdannenäkymät

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

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

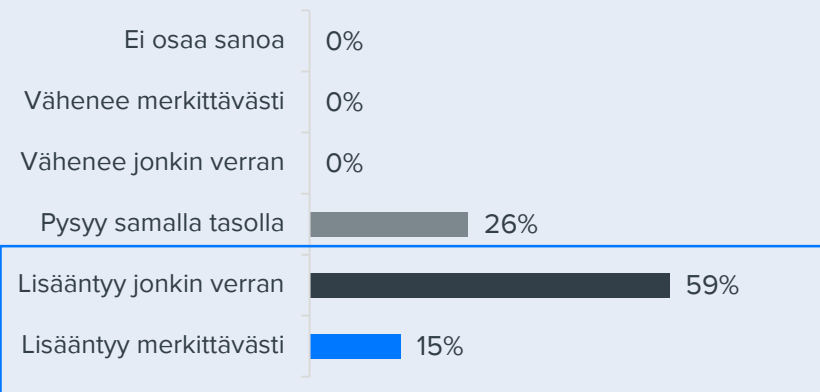
Vuonna 2019 rakentamisen volyymien odotetaan taittuvan kuitenkin laskuun huipputasoiltaan ja myös kokonaistuotannon kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan nykyiseltä tasoltaan.



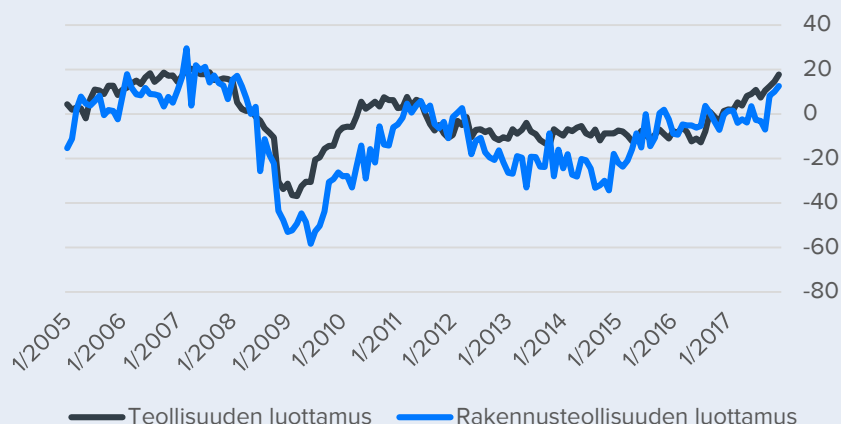
# Markkinan kehitysnäkymät

## Markkinan kasvuajureita

Rakennusalan digitalisaatioinvestoinnit seuraavan 3v aikana



## Rakentamisen ja teollisuuden luottamusindeksit



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

## Markkinoiden trendit

### Kokonaiskysynnän kasvu

Rakennusalan heikko tuottavuus

Matala digitalisaation aste

Vahva suhdanne asiakas-toimialoilla

### SaaS-ohjelmistojen kysynnän kasvu

Mobiliteetti ja käytettävyys

Joustavuus, skaalautuvuus ja jatkuva kehitys

Ohjelmiston kokonais-kustannukset

Automaatiot ja integraatiot

Itsepalvelut

Tietoturva- ja suoja-vaatimukset

### Aiemman sukupolven ohjelmistojen kysynnän lasku

# Kilpailukenttä 1/2

## Markkinan kilpailutekijät

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

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

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

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

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

## Pääkilpailijat

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

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

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

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

## Admicomin markkina-asema

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

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

# Kilpailukenttä 2/2

## Pääkilpailuetuina puhdas SaaS-malli, korkea automaatioaste ja erikoistuminen

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

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

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

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

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

Yksi Admicomin merkittäviä kilpailutekijöitä on näkemyksemme mukaan yhtiön saavuttama merkittävä etulyöntiasema omilla kohde-markkinoilla. Uuden, toimialojen tarpeet täyttävän ja yhtä kattavan ohjelmistotuotteen tuominen kilpailukentälle vaatii yhtiön mukaan pitkää kehitystyötä, mikä nostaa alalle tulon 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 kestäväää etua markkinaosuudessa.

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

## Erikoistuminen kaventaa markkinapotentiaalia

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

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

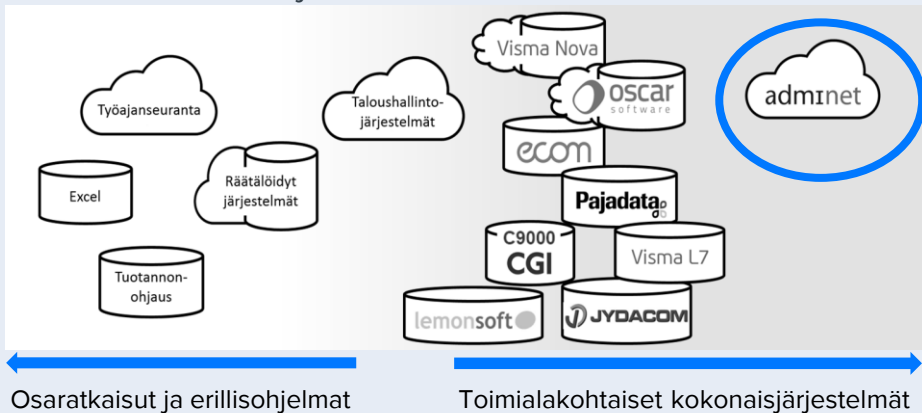
Admicomin tuote on räätälöity ja lokalisoitu pitkälti Suomen markkinoiden tarpeita silmällä pitäen. Käsityksemme mukaan laajentuminen kansainvälisesti voisi vaatia merkittäviä investointeja tuotteen lokalisointiin. Sama haaste koskee jossain määrin myös Suomen sisällä uusille toimialoille laajentumista,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

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

# Kilpailukenttä ja -tekijät

## Admicomin asemoituminen markkinalla

Ratkaisun kattavuus ja toimitusmalli



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

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

## Admicomin kilpailutekijät

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

# Strategia

## Strategia

### Vahva toimialafokus strategian ytimessä

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

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

Vanhassa lisenssipohjaisessa mallissa asiakkaat harkitsevat ohjelmistovaihtoehtoja tyyppisesti paikallisesti asennettujen ohjelmistoversioiden

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

### Tulevaisuuden kasvuvaihtoehdot

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

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

Näkemyksemme mukaan yhtiön strategiset laajentumisvaihtoehdot ovat seuraavat:

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

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

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

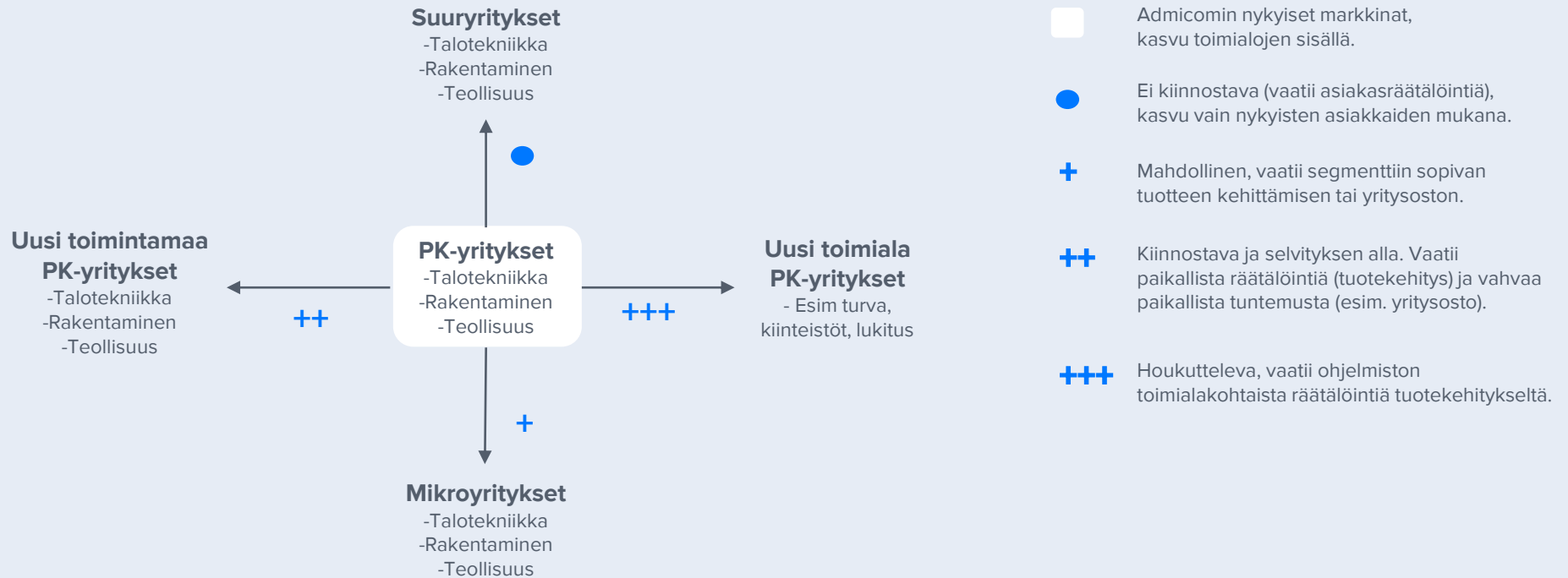
### Tavoitteena voimakkaan kasvun jatkaminen

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

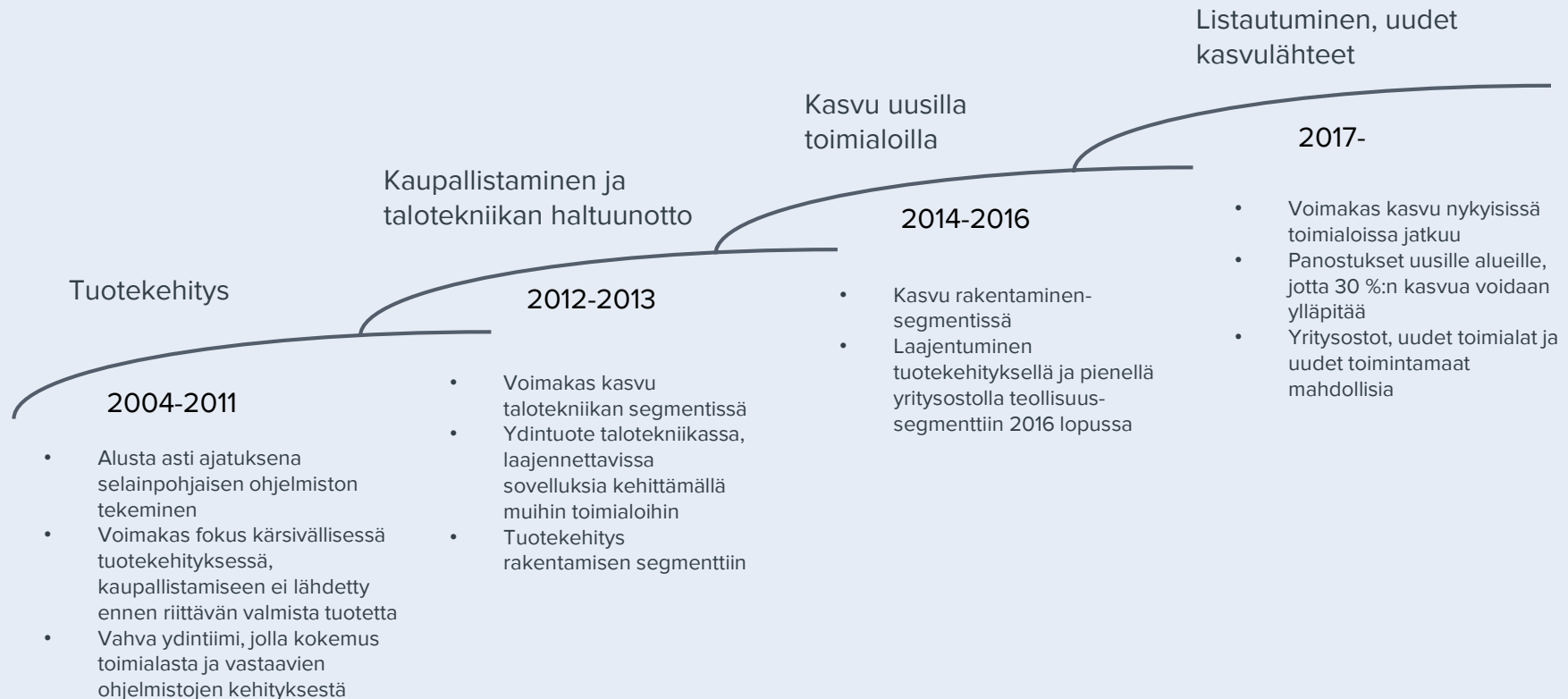
Yhtiö pyrkii jakamaan yli puolet tuloksestaan osinkoina omistajilleen siten, että mahdollinen voitonjako ei kuitenkaan vaaranna strategiassa määriteltä kasvutavoitetta tai muita taloudellisia tavoitteita.

# Admicomin strategia

## Yhtiön pitkän aikavälin strategisten kasvupolkujen vaihtoehdot



# Admicomin strategian vaiheet





# Historiallinen kehitys

## Tuloskehitys 2012-2017

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

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

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

## Kulurakenne

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

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

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

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

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

## Tase ja rahoitusasema

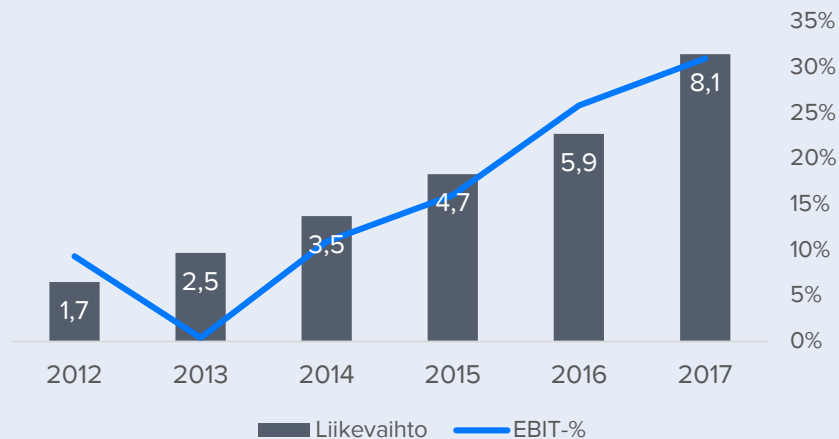
Admicomin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Q4'17 lopussa taseen loppusumma oli noin 4,2 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (0,4 MEUR), rahavaroista (1,9 MEUR) ja aktivoiduista tuotekehitysmenoista pääosin syntyneistä aineettomista hyödykkeistä 1,5 MEUR, sekä 0,36 MEUR:n määrästä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

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

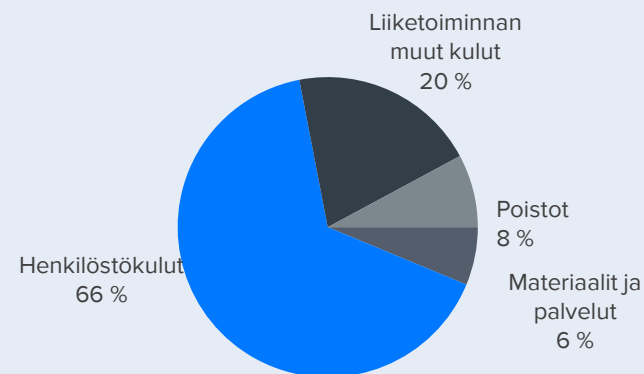


# Taloudellinen tilanne

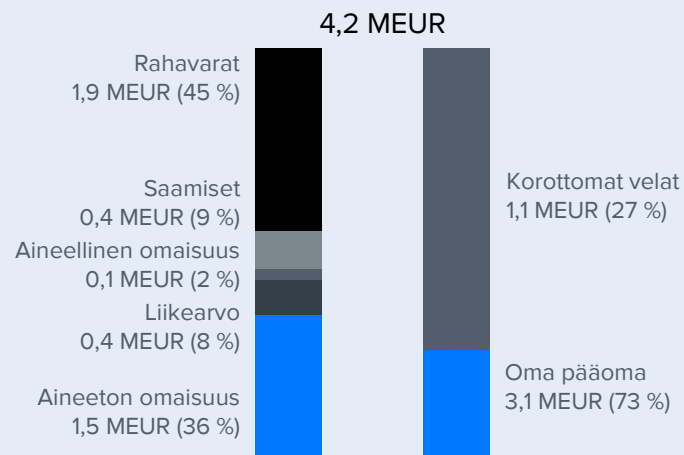
## Liikevaihdon ja EBIT-% kehitys, 2012-2017



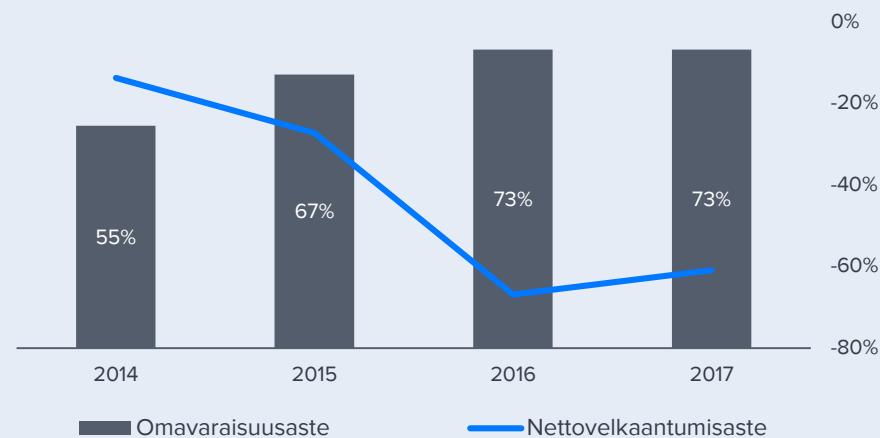
## Kulurakenne 2017



## Taserakenne, Q4'2017



## Omavaraisuus- ja nettovelkaisuusaste (oik.)



# Ennusteet 1/2

## Ennusteet

### Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Admicomin liikevaihdon kehitystä kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-palvelut
- Tilitoimistopalvelut
- Koulutus- ja konsultointipalvelut

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

Ennustamme SaaS-liikevaihdon kehitystä pääasiassa seuraavien parametrien kautta.

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

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

kasvun tärkein ajuri on SaaS-tuottojen kasvu.

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

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

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

## Keskeiset ennusteparametrit

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

Lähde: Inderes

# Ennusteet 2/2

## Vuosi 2018

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

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

## Vuodet 2019-2020

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

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

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

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

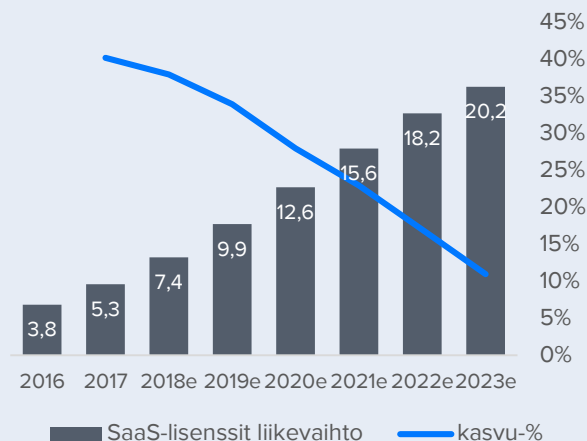
Ennustamme vuonna 2019 liikevaihdon kasvavan 30 % 14,0 MEUR:oon ja käyttökatteen 5,0 MEUR:oon (EBITDA-% 35,4 %). Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteissamme vahva uusmyynti, kun taas vanhan asiakaskannan kasvun oletamme loiventuvan. Kesällä 2017 aloitetun teollisuuden ohjelmistoratkaisujen myynnin myötä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

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

## Pitkän aikavälin ennusteet

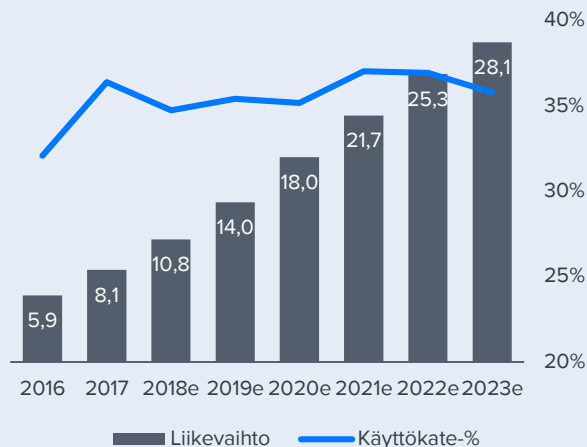
Vuoden 2020 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ikuisuuskasvun ollessa 3 % 2029 lähtien. Kasvua hidastaa uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä hidastuva olemassa olevien asiakkuuksien laajentuminen. Käyttökate-% asettuu perusskenaariossamme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

## SaaS-liikevaihto ja kasvu



Lähde: Inderes

## Liikevaihto ja käyttökatte-%



Lähde: Inderes

# Tulosennusteet

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

Lähde: Inderes

# Arvonmäärittäminen 1/4

## Sijoittajaprofiili

### Vahvaa kasvua, korkealla kannattavuudella

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

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

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

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

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

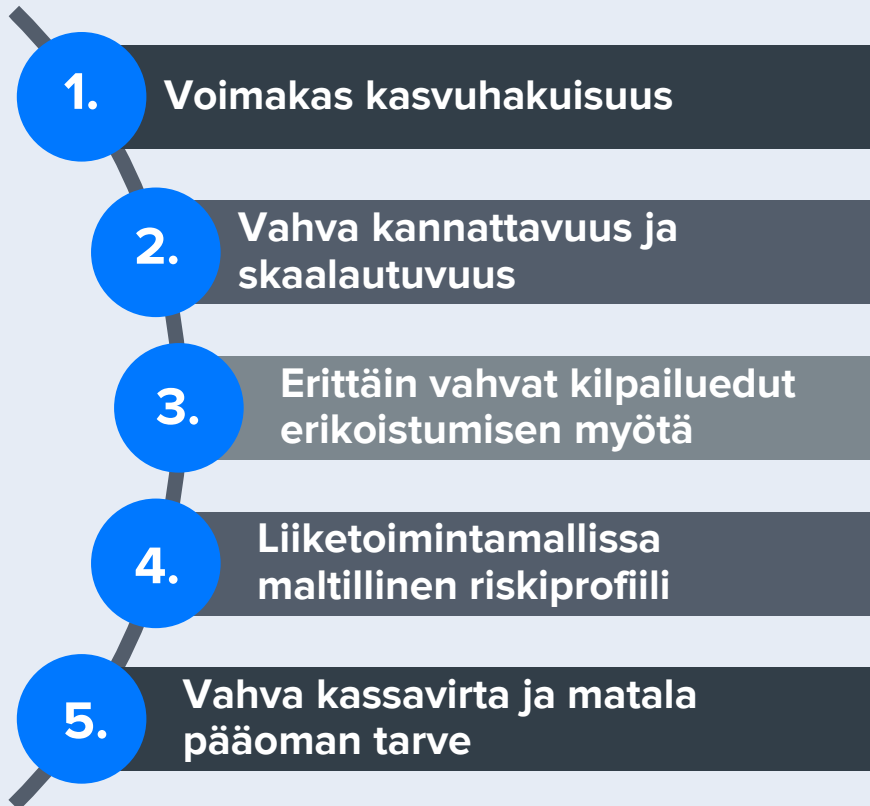
### Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Admicomin arvonmuodostuksen kannalta keskeiset positiiviset ajurit ovat seuraavat:

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

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

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

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

## Riskit

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

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Kohdetoimialalla korkea suhdanneherkkyys, mikä voi kasvattaa asiakaspoistumaa ja hidastaa kasvua

Liikevaihto pääosin toistuvaislaskutteista, matala asiakasvaihtuvuus

Matala asiakasriippuvuus, mutta asiakaskunta keskittynyt muutamien toimialoihin

Automaatio ja ohjelmiston liiketoimintakriittisyys tuovat hinnoitteluvoimaa

Kulurakenne pääosin kiinteää, liiketoimintamalli skaalautuva

Liiketoiminta ja kasvu sitovat vähän pääomia

Vahva kassavirta, mahdolliset suuret investoinnit yritysostoja

Inderesin arvio Admicomin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Arvonmääritys 2/4

## Riskit

Näkemyksemme mukaan Admicomin arvonmuodostukseen negatiivisesti vaikuttavat riskit ovat seuraavat:

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

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

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

## Arvon muodostuminen

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

Näkemyksemme mukaan Admicomin arvon muodostuminen voidaan jakaa seuraavaan kolmeen komponenttiin:

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



# Arvonmääritys 3/4

## Vertailuryhmä

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

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

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

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

## Arvonmääritys

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

pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden EV/Liikevaihto -kerroin, 2) IT-palveluyhtiöiden EV/EBITDA-kerroin, 3) DCF-malli sekä 4) yhtiön strategista arvoa ja SaaS-kasvun hinnoittelua heijasteleva SaaS-verrokkiryhmän EV/Liikevaihto -kerroin. Tarkastelemme yhtiön arvoa näiden menetelmien painotettuna keskiarvona. Arvot pohjautuvat osakekannan pre-money arvoon ennen osakeantia. Yhtiöllä on noin 1,9 MEUR:n nettokassa, joten osakekannan arvo on hieman yritysarvoa (EV) korkeampi.

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

### 1. Pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden arvostus (10 %)

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

### 2. Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden arvostus (35 %)

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

### 3. DCF (20 %)

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

# Arvonmääritys 4/4

## 4. Globaali SaaS-verrokkiryhmä (35 %)

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

### Arvonmäärityksen yhteenveto

Eri arvonmääritysmenetelmien painotettua keskiarvoa käyttäen olemme määrittäneet Admicomin yritysarvoksi (ennen antia) 49 MEUR ja osakekannan arvoksi (ennen antia) 50 MEUR, eli 11,68 osakkeelta ennen antia ulkona olevalle osakemäärälle laskettuna (4,32 milj. osaketta).

Arvonmäärityksemme tulos vastaa vuoden 2018 ennusteillamme noin 4,5x EV/Liikevaihto-kerrointa, noin 13x EV/EBITDA-kerrointa, ja noin 19x P/E-kerrointa. Merkintähinnalla 9,80 euroa osakkeelta osakekannan arvoksi muodostuu ennen antia 42 MEUR, mihin suhteutettuna näemme arvonmäärityksemme indikoi noin 20 %:n arvonnousupotentiaalia. Osakekannan arvon haarukka eri arvonmääritysmenetelmillä on 30-

70 MEUR.

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

# Verrokkiryhmän arvostus

## SaaS-yritysohjelmistot

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

## Pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt

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

## Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt

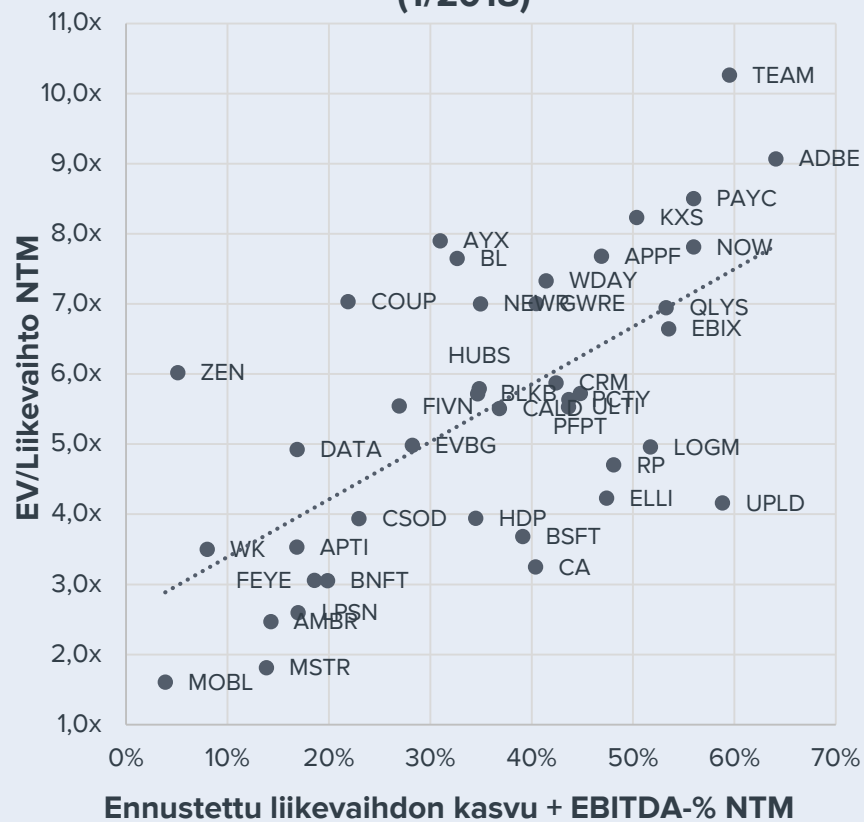
| Yhtiö                            | Osaakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/Liikevaihto |            | Liikevaihdon kasvu-% |             | EV/EBITDA    |             |
|----------------------------------|--------------|---------------|------------|----------------|------------|----------------------|-------------|--------------|-------------|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

\* QPR Software ennustetut luvut

\*\* Arvostus laskettu 23.4.17 kursorilla 3,04 euroa

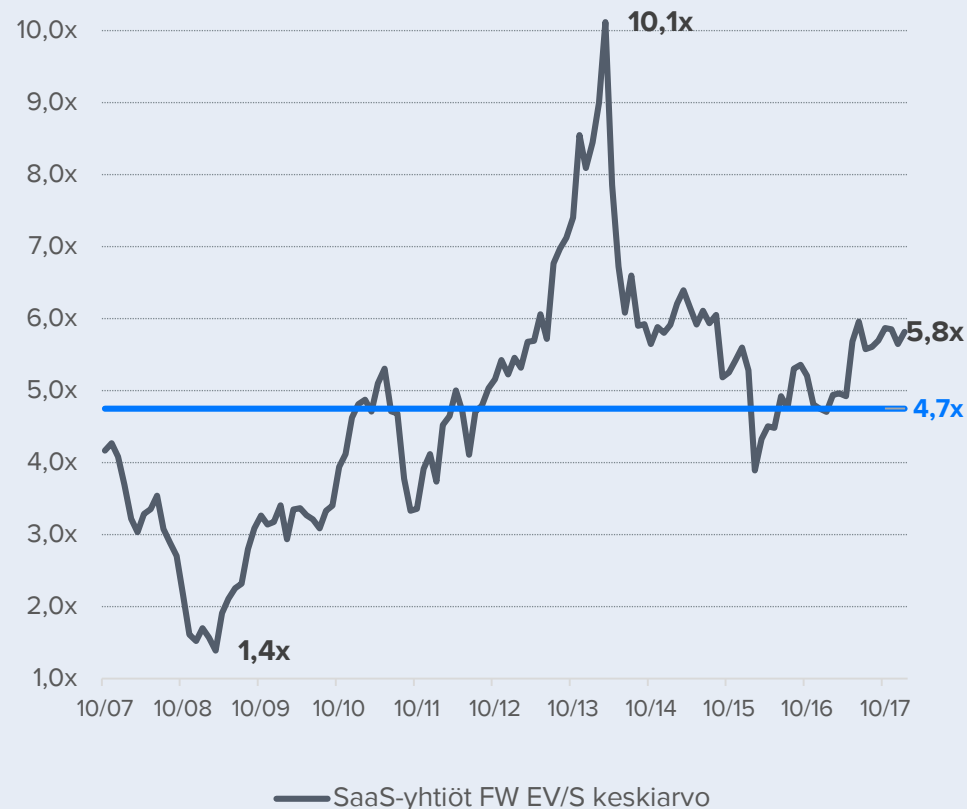
# SaaS-verrokkiryhmän arvostus

SaaS-verrokkiryhmän arvostustaso  
(1/2018)



Lähde: Thomson Reuters

SaaS-yhtiöt arvostustaso 10/2007-1/2018



Lähde: Thomson Reuters

# Arvonmäärittelyn yhteenveto

## Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| Admicom liikevaihto 2018e, MEUR       | 10,8      |
| x verrokkiryhmän EV/Liikevaihto 2018e | 2,6       |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>                | <b>28</b> |

## Pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| Admicom EBITDA 2018e, MEUR       | 3,7       |
| x verrokkiryhmän EV/EBITDA 2018e | 11,3      |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>           | <b>42</b> |

## DCF

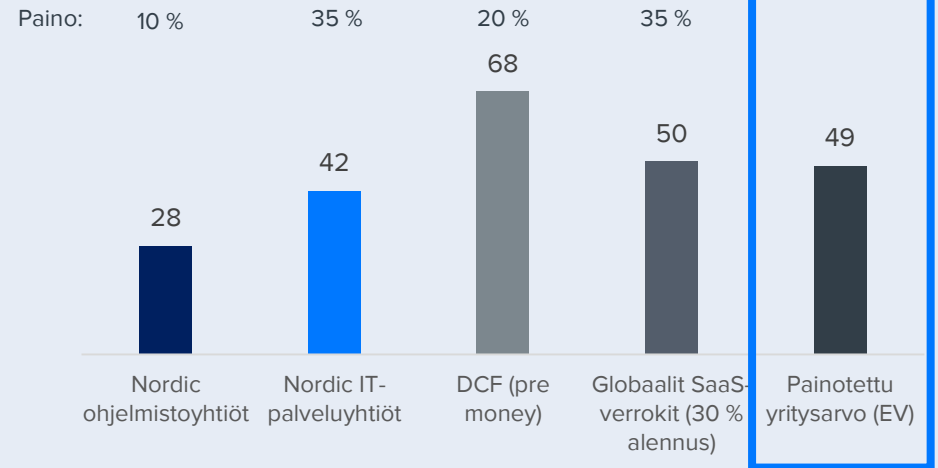
|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | 67,8      |
| <b>Diskontattu Yritysarvo 2017</b>      | <b>68</b> |

## Globaalit SaaS-yhtiöt

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

| Arvonmäärittelyn yhteenveto                                   | Paino        | MEUR      |
|---------------------------------------------------------------|--------------|-----------|
| Nordic ohjelmistoyhtiöt                                       | 10 %         | 28        |
| Nordic IT-palveluyhtiöt                                       | 35 %         | 42        |
| DCF (pre money)                                               | 20 %         | 68        |
| Globaalit SaaS-verrokkit (30 % alennus)                       | 35 %         | 50        |
| <b>Painotettu yritysarvo (EV)</b>                             | <b>100 %</b> | <b>49</b> |
| Nettokassa Q4'17                                              |              | 1,9       |
| <b>Osakekannan valuaatioarvio, ennen antia (Inderes)</b>      |              | <b>50</b> |
| <b>Osakekannan arvo merkintähinnalla (9,8 €), ennen antia</b> |              | <b>42</b> |
| Osakekannan arvo merkintähinnalla (9,8 €), annin jälkeen      |              | 47        |
| EV/S 2018e (merkintähinnalla)                                 |              | 4,1       |
| EV/EBITDA 2018e (merkintähinnalla)                            |              | 11,8      |
| EV/S 2018e (Inderes valuaatioarviolalla)                      |              | 4,5       |
| EV/EBITDA 2018e (Inderes valuaatioarviolalla)                 |              | 13,0      |

## Arvonmäärittely eri menetelmillä



**Merkintähinta**  
**9,8 euroa/osake**

**Yritysarvo (EV)**  
**ennen antia**

**40**  
**MEUR**

**Osakekannan arvo**  
**ennen antia**

**42**  
**MEUR**

**Yritysarvo (EV)**  
**ennen antia**

**49**  
**MEUR**

**Osakekannan arvo**  
**ennen antia**

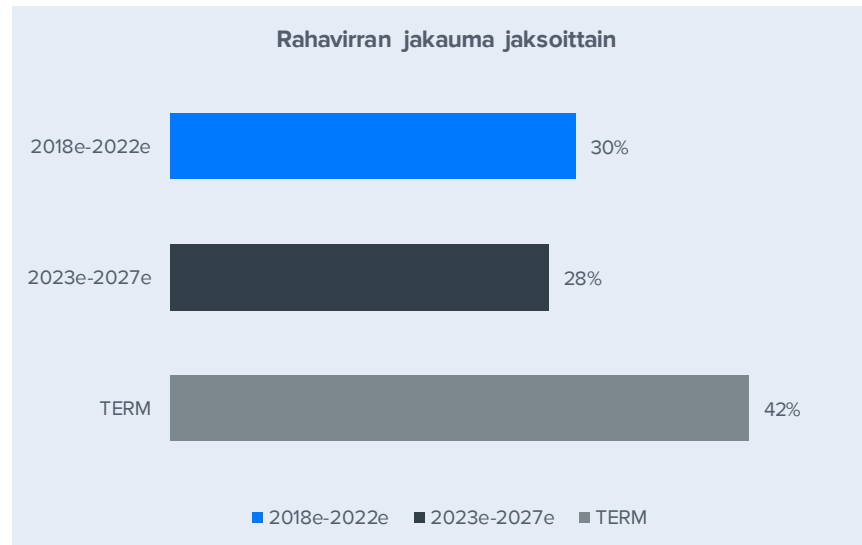
**50**  
**MEUR**

**Inderes**  
**valuaatioarvio**

# DCF-kassavirtalaskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2017       | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | TERM        |
|------------------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>2,5</b> | <b>3,3</b>  | <b>4,5</b>  | <b>5,9</b>  | <b>7,5</b>  | <b>9,0</b>  | <b>9,8</b>  | <b>10,3</b> | <b>10,4</b> | <b>11,1</b> | <b>11,3</b> | <b>11,7</b> | <b>12,1</b> |             |
| + Kokonaispoistot                              | 0,4        | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,3         | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |             |
| - Maksetut verot                               | -0,5       | -0,7        | -0,9        | -1,2        | -1,5        | -1,8        | -2,0        | -2,1        | -2,1        | -2,2        | -2,3        | -2,3        | -2,4        |             |
| - verot rahoituskuluista                       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| + verot rahoitustuotoista                      | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Käyttöpääoman muutos                         | 0,1        | 0,2         | 0,3         | 0,4         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,2         | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,1         | 0,1         |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>2,5</b> | <b>3,3</b>  | <b>4,4</b>  | <b>5,5</b>  | <b>6,8</b>  | <b>7,9</b>  | <b>8,4</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,7</b>  | <b>9,2</b>  | <b>9,4</b>  | <b>9,7</b>  | <b>10,0</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Bruttoninvestoinnit                          | -0,6       | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,5        |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>2,0</b> | <b>3,2</b>  | <b>4,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,7</b>  | <b>8,2</b>  | <b>8,5</b>  | <b>8,5</b>  | <b>9,0</b>  | <b>9,2</b>  | <b>9,5</b>  | <b>9,5</b>  |             |
| +/- Muut                                       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| Vapaa kassavirta                               | 2,0        | 3,2         | 4,2         | 5,4         | 6,7         | 7,7         | 8,2         | 8,5         | 8,5         | 9,0         | 9,2         | 9,5         | 9,5         |             |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |            | 2,9         | 3,4         | 3,8         | 4,2         | 4,4         | 4,1         | 3,8         | 3,4         | 3,2         | 2,9         | 2,7         | 2,4         | 26,7        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |            | <b>67,9</b> | <b>65,0</b> | <b>61,6</b> | <b>57,8</b> | <b>53,5</b> | <b>49,2</b> | <b>45,1</b> | <b>41,3</b> | <b>37,9</b> | <b>34,6</b> | <b>31,7</b> | <b>29,1</b> | <b>26,7</b> |
| <b>Velaton arvo DCF (ennen antia)</b>          |            | <b>67,9</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                             |            | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                                    |            | 1,9         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                               |            | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                         |            | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF (ennen antia)</b>     |            | <b>69,8</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF (annin jälkeen)</b>   |            | <b>74,6</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

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



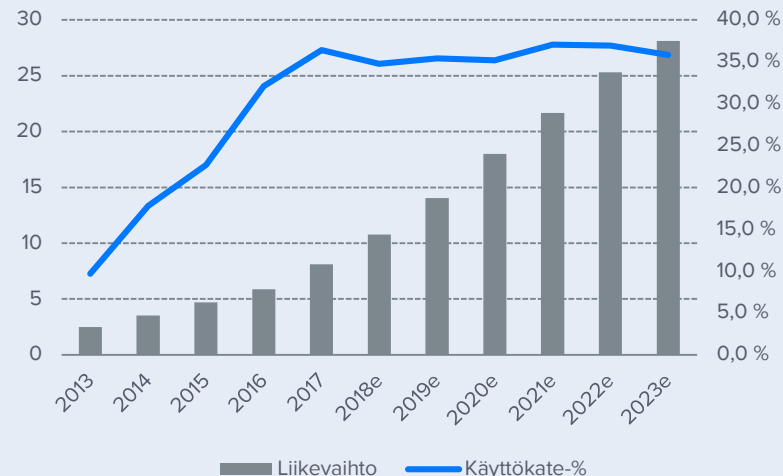
# Tuloslaskelma ja tase

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

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

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

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Omistajarakenne ja luovutusrajoitukset

| Osakkeenomistaja       | Ennen Listautumisantia |              | Listautumisannin jälkeen |              |
|------------------------|------------------------|--------------|--------------------------|--------------|
|                        | Osakkeiden lukumäärä   | %            | Osakkeiden lukumäärä     | %            |
| Matti Häll             | 2 113 200              | 48,9 %       | 2 113 200                | 43,7 %       |
| Parviainen Ismo        | 205 200                | 4,7 %        | 205 200                  | 4,2 %        |
| Seppä Antti            | 180 000                | 4,2 %        | 180 000                  | 3,7 %        |
| Suhonen Jarmo          | 180 000                | 4,2 %        | 180 000                  | 3,7 %        |
| Uusi-maahi Ilkka       | 180 000                | 4,2 %        | 180 000                  | 3,7 %        |
| Vettenranta Ilkka      | 180 000                | 4,2 %        | 180 000                  | 3,7 %        |
| Noronen Antti          | 158 400                | 3,7 %        | 158 400                  | 3,3 %        |
| Ratilainen Simo        | 144 000                | 3,3 %        | 144 000                  | 3,0 %        |
| Räihä Jarmo            | 144 000                | 3,3 %        | 144 000                  | 3,0 %        |
| Huvila Simo            | 136 800                | 3,2 %        | 136 800                  | 2,8 %        |
| Muut osakkeenomistajat | 698 508                | 16,2 %       | 698 508                  | 14,4 %       |
| Uudet sijoittajat      | -                      | -            | 520 000                  | 10,7 %       |
| <b>Yhteensä</b>        | <b>4 320 108</b>       | <b>100 %</b> | <b>4 840 108</b>         | <b>100 %</b> |

Yhtiöllä oli Yhtiöesitteen päivämäärällä 38 osakkeenomistajaa.

Yhtiön 10 suurimman osakkeenomistajan osuus Yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä ennen Listautumisantia oli yhteensä 83,8 %.

Yhtiön nykyisistä osakkeista 28 % sitoo Yhtiön ja henkilöstöosakkaan välinen lunastussopimus, eivätkä nämä osakkeet ole vapaasti vaihdettavissa. Määrästä noin puolet vapautuu 2021 ja puolet vaiheittain sitä ennen, alkaen 15.6.2018. Lisäksi johtoryhmää, hallitusta ja uusia henkilöstömerkintöjä koskee 180 päivän lock up-sitoumus, ennen kuin osakkeet ovat vapaasti vaihdettavia.

Yhtiön henkilöstöosakkaiden omistamia osakkeita koskevat, ennen Listautumisantia annetut, lock up -sitoumukset päättyvät seuraavasti: 2018 lopussa 14 400 osakkeen osalta, 2019 lopussa 337 520 osakkeen osalta, 2020 lopussa 283 890 osakkeen osalta ja 2021 lopussa 590 223 osakkeen osalta.



# 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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



**2015**

Ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**

Suosituustarkkuus



**2014, 2015, 2016**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016**

Suosituustarkkuus



**2012, 2016, 2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

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

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)