

Admicom

Yhtiöpäivitys

8/10/2018

- Erinomainen Q3-tulos ja ohjeistusnosto
- Yhtiön tulokasvunäkymät ovat vahvat loppuvuodelle 2018 ja vuodelle 2019
- Nostimme vahvan Q3:n ajamana tulosennusteita 17 % vuodelle 2018 ja 12-15 % lähivuosille.
- Yhtiön ansaitsee nykyiset korkeat arvostuskertoimet, mutta emme näe niissä varaa venymiseen

Kasvun kiihtyminen positiivinen yllätys

Admicomin Q3-tulos oli jälleen erinomainen. Sekä kasvu että kannattavuus ylittivät selvästi odotuksemme, kun uusasiakashankinnan luoma kasvu jatkui voimakkaana ja liikevaihtoon perustuva tasauslaskutus toi jälleen merkittävän lisän sekä liikevaihtoon että kannattavuuteen. Yhtiö tarkensi päivää ennen tulosjulkistusta ohjeistustaan huomattavasti ylöspäin, joten myös näkymät ovat edelleen vahvat. Nostamme ennustemuutosten myötä tavoitehintamme 23,0 euroon (aik. 18,2 euroa), mutta korkealle venytetyistä arvostuskertoimista johtuen toistamme vähennä-suosituksemme. Näemme Admicomin pitkän aikavälin arvonluontikyvyyn yhä houkuttelevana ja yhtiön tulokasvunäkymät ovat lähivuosille vahvat. Yhtiö on kuitenkin edelleen kooltaan pieni ja keskittynyt vuoden 2019 lopulla orastava rakennustoimialan suhdannekäänne voi kuitenkin hidastaa Admicomin tulokasvua, minkä vuoksi emme ole valmiita enää venyttämään arvostuskertoimia.

Yhtiön ohjeistus ja ennusteamme osoittautuivat Q3:n osalta aivan liian varovaisiksi

Admicomin liikevaihto kasvoi Q3:llä 40 % 2,9 MEUR:oon, kun odotimme yhtiöltä aiemman, ylivarovaiseksi osoittautuneen ohjeistuksen mukaisesti selvästi hitaammalla kasvuvauhdilla noin 2,6 MEUR:n liikevaihtoa. Liikevaihdon kasvusta valtaosa oli jälleen vahvan uusasiakashankinnan ajamaa (noin 90 %), mutta kasvua tuki edelleen tasauslaskutustuottojen tuloutuminen. Yhtiö kertoi kasvun olleen vahvaa sekä talotekniikan että rakentamisen asiakastoimialoilla, mutta viime vuonna lanseeratun teollisuusasiakkaisiin suunnatun tuotteen kasvu oli edelleen maltillista. Käyttökate oli 1,4 MEUR eli peräti 49 % liikevaihdesta (Q3'17: 0,9 ja 39 %), ja ylitti selvällä marginaalilla 31 %:n tasolla olleen ennusteamme. Kannattavuus oli erinomaisella tasolla, missä taustalla on yhtiön hyvin kilpailukykyisen, pitkälle automatisoidun ja standardoidun tuotteen korkea kannattavuus sekä tehokas ja skaalautuva operatiivinen malli. Lisäksi kannattavuus sai edelleen tukea pääsääntöisesti Q2:lla tulotettavista tasauslaskutustuotoista, jotka olivat asiakastoimialojen vahvan kasvun myötä korkealla tasolla, sekä aiempiin kesäkausiin verrattuna huomattavasti korkeammasta uusmyynnin ja projektitoimitusten aktiviteetista.

Yhtiön tulokasvunäkymät ovat vahvat loppuvuodelle 2018 ja vuodelle 2019

Admicom tarkensi vahvasti menneen Q3:n myötä ohjeistustaan selvästi ylöspäin jo päivää ennen tulosjulkistusta. Yhtiö ohjeistaa nyt 38-40%:iin (aik. 32-36 %), ja nosti aiemman erittäin lavean käyttökatemarginaalia ennakoidun kannattavuusohjeistuksen 41-43 %:iin (aik. 30-40 %). Nostimme vahvan Q3:n ajamana tulosenusteita 17 % vuodelle 2018 ja 12-15 % lähivuosille. Arviomme mukaan Admicom pystyy ylläpitämään vahvaa kasvua (>30 %) vielä lähivuodet ottamalla haltuun nykyisiä pääkohdemarkkinoita. Yhtiön ydintuote on vielä skaalattavissa suhteellisen pienin panostuksin uusiin asiakassegmentteihin toimialakohtaisia sovelluksia kehittämällä, mistä hyvänä esimerkkinä on yhtiön syksyllä markkinoille tuotava pieniyhtiöille suunnattu Adminet-Lite -tuote, jonka pitäisi tukea kasvua jo vuonna 2019. Vahva kilpailuasema (kohdemarkkinoiden ainoa kokonaisvaltainen SaaS-tuote), SaaS-liiketoiminnan voimakas skaalautuvuus, ja tehokas organisaatio mahdollistavat Admicomille ennusteissamme myös erinomaisen kannattavuuden (EBITDA-% noin 39 %). Näemme päärisikin ennusteillemme Suomen rakennusmarkkinoiden vuoden 2019 lopulla orastavan suhdannekäänteen, joka voi hidastaa Admicomin uusmyynnin kasvunopeutta ja kääntää tasauslaskutuksen nettomuutoksen negatiiviseksi. Lisäksi yhtiön on näytettävä lähivuosina voimakasta kasvua uusissa kohdesegmenteissä (pienirytykset ja teollisuus) ja/tai löydettyä uusia markkinoita, jotta yli 30 %:n kasvua voidaan ylläpitää vuoden 2020 jälkeen.

Yhtiön ansaitsee nykyiset korkeat arvostuskertoimet, mutta emme näe niissä varaa venymiseen

Admicomissa yhdistyy houkutteleva pitkän aikavälin kasvupotentiaali, korkea kannattavuus, sekä hyvä näkyvyys tulokasvuun ja kassavirtoihin, mikä puoltaa markkinan osakkeelle hyväksymää korkeaa arvostustasoa. Ennusteillamme Admicomin tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 33x ja 26x sekä vastaavat EV/EBITDA-luvut 22x ja 17x. Vahva tulokasvu painaa luonnollisesti nopeasti arvostuskertoimia alemmiksi, mutta emme näe arvostuksessa toistaiseksi ennusteisiimme nähden venymisen varaa, huomioiden myös osakkeen suhteellinen arvostustaso, yhtiön pieni mittakaava, suhteellisen kapea toimialafokus, sekä osakkeen matala likviditeetti.

Analyttikko



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



23,00 EUR

Edellinen: 18,20 EUR

Osakekurssi : 23,50 EUR

Potentiaali: -2 %

Ohjeistus (noussut)

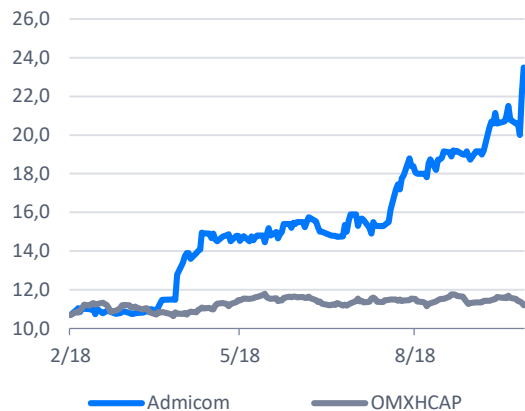
Vuoden 2018 liikevaihto kasvaa 38-40 % (aik. 32-36 %) ja käyttökate on 41-43 % (aik. 30-40 %).

Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	8,1	11,4	15,4	20,1
kasvu-%	38 %	41 %	35 %	31 %
Liikevoitto oik.	2,5	4,3	5,5	7,4
Liikevoitto-% oik.	31,0 %	37,6 %	36,1 %	37,0 %
Tulos ennen veroja	2,4	4,0	5,5	7,4
Nettotulos	1,9	3,2	4,4	5,9
EPS (oik.)	0,47	0,72	0,92	1,23
Osinko	0,30	0,50	0,65	0,80
P/E (oik.)	20,7	32,8	25,6	19,1
P/B	13,6	11,4	9,5	7,7
Osinkotuotto-%	3,1 %	2,1 %	2,8 %	3,4 %
EV/EBIT (oik.)	16,1	24,4	18,3	13,2
EV/EBITDA	13,7	21,8	17,0	12,5
EV/Liikevaihto	5,0	9,2	6,6	4,9

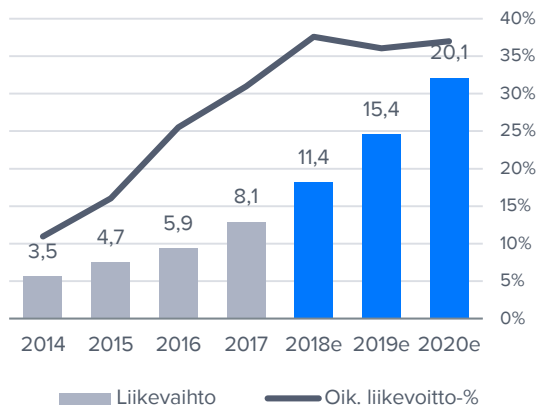
Lähde: Inderes

Osakekurssi

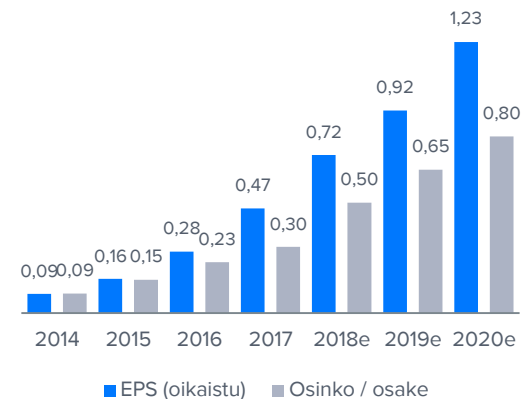


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



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

- Arvostuskertoimet nousseet lyhyellä tähtäimellä korkeiksi
- Neutraali arvostus verrokkeihin ja osien summaan nähden
- Vahva liikevaihdon ja tuloksen kasvu madaltaa kertoimia pitkällä jännteellä
- Kohtuullinen osinkotuotto
- Osakkeen vaihdettavuus on heikkoa, mikä nostaa tuottovaadetta

MCAP
114
MEUR

Yritysarvo
(EV)
104
MEUR

EV/S
6,6x
2019e

EV/EBITDA
18x
2019e

Q3:n kasvu yllättävän voimakasta ja erittäin kannattavaa

Q3:n kasvu yllätti voimakkuudellaan

Admicomin liikevaihto kasvoi Q3:lla 40 % 2,9 MEUR:oon, kun odotimme yhtiöltä noin 30 %:n kasvua (vertailukauden luvut eivät olleet käytössä ennen tulosta) ja 2,6 MEUR:n liikevaihtoa kausiluontoisesti aiemmin vaisumalla jaksolla. Kasvusta valtaosa oli jälleen vahvan uusasiakashankinnan ajamaa (noin 90 %), mutta kasvua tuki myös edelleen liikevaihtopohjaisten lisenssimaksujen tuloutuminen. Yhtiö kertoi kasvun olleen vahvaa sekä talotekniikan että rakentamisen asiakastoimialoilla, mutta viime vuonna lanseeratun teollisuusasiakkaisiin suunnatun tuotteen kasvu oli vielä maltillista. Yhtiö lanseerasi Q3:n aikana myös uuden pienyritykselle suunnatun palvelun, Adminet Liten, mutta tällä ei ollut vielä merkittävää liikevaihtovaikutusta.

Vahva skaalautuvuus mahdollisti jälleen erinomaisen kannattavuuden

Käyttökate oli 1,4 MEUR eli peräti 49 % liikevaihdosta (Q3'17: 0,8 ja 44 %), ja ylitti selvällä marginaalilla 31 %:n tasolla olleen ennusteesemme, joka ennakoi yhtiön aiemman ohjeistuksen mukaisesti heikentyvää kannattavuutta alkuvuoteen verrattuna.

Kannattavuus oli kuitenkin jälleen alkuvuoden tapaan erinomaisella tasolla, missä taustalla on yhtiön hyvin kilpailukykyisen, pitkälle automatisoidun ja standardoidun tuotteen korkea kannattavuus sekä tehokas ja skaalautuva operatiivinen malli. Lisäksi kannattavuus sai edelleen tukea pääsääntöisesti Q2:lle tasauskustustustoista, jotka olivat asiakastoimialojen vahvan kasvun myötä jälleen vertailukautta korkeammalla tasolla.

Vahva käyttökateen kasvu heijastui alemmille tulosriveille suunnilleen odotetusti. Aikaisemmin tehtyjen tuotekehityspanostusten aktivoinneista, liiketoimintakaupan aineettomien oikeuksien poistoista, konserniliikearvon poistosta ja normaaleista käyttöomaisuuden poistoista koostuvat poistot olivat odotetusti noin 0,13 MEUR tasolla. Velattomuudesta johtuen yhtiön nettorahoituserät olivat nollassa ja veroaste normaalilla noin 20 %:n tasolla. Osakekohtainen tulos kasvoi siten vertailukaudesta 105 % 0,23 euroon, mikä ylitti 0,12 eurolla ennusteesemme.

ENNUSTETAULUKKO	Q3'17	Q3'18	Q3'18e	Q3'18e	KONSENSUS		EROTUS (%)	2018e
MEUR / EUR	VERTAILU	TOTEUTUNUT	INDERES	KONSENSUS	ALIN	YLIN	TOT. VS. INDERES	INDERES
Liikevaihto	2,1	2,9	2,6				11 %	11,4
Käyttökate	0,9	1,4	0,8				77 %	4,8
Liikevoitto (oikaistu)	0,8	1,3	0,7				92 %	4,3
Tulos ennen veroja	0,8	1,3	0,7				92 %	4,0
EPS (oikaistu)	0,15	0,23	0,11				105 %	0,72
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	40,4 %	26,7 %				13,7 %-yks.	40,5 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	39,4 %	44,6 %	25,7 %				18,9 %-yks.	37,6 %

Lähde: Inderes

Nostimme tulosennusteita 12-17 %

Ohjeistusta tarkennettiin selvästi ylöspäin päivä ennen tulosjulkistusta

Admicom tarkensi vahvasti menneen Q3:n myötä ohjeistustaan selvästi ylöspäin jo päivää ennen tulosjulkistusta. Yhtiö ohjeistaa nyt 38-40%:iin (aik. 32-36 %), ja nosti aiemman erittäin lavean käyttökatemarginaalia ennakoivan kannattavuusohjeistuksen 41-43 %:iin (aik. 30-40 %). Ohjeistusmuutoksen taustalla on alkuvuoden vahvan ja erittäin kannattavan kasvun ja noin 90 %:sti jatkuvista tuotoista koostuvan liikevaihdon antama erinomainen näkyvyys. Kannattavuuden osalta yhtiö halusi aiemmin kasvuinvestointeihin vedoten säilyttää ison liikkumavaran, mutta loppuvuonna kiihtyvistä kasvupanostuksista huolimatta yhtiön kannattavuus nousee kuluvana vuonna selvästi yli yhtiön normaalisti tavoitteleman tason (käyttökate 30-40 %). Yksi merkittävä tekijä kannattavuuden nousussa yli tavoitteen on tasauslaskutusten alkuvuonna noin 4 %-yksikön tuoma lisä kannattavuuteen, jota yhtiö ei budjetoit ennusteisiinsa.

Nostimme 12-17 % lähivuosien tulosennusteitamme

Vuoden 2018 kasvuennusteemme oli ennen Q3-katsausta 35 % (ohjeistuksen ylälaita), mutta olemme nostaneet nyt ennusteemme

40 %:n tasolle. Vaikka nostimme 2018 tulosennusteitamme noin 17 %, tämä toteutui jo Q3:n tulositytyksen ansiosta emmekä nostaneet merkittävästi loppuvuoden ennusteita. Vuosien 2019-2020 tulosennusteemme nousivat 12-15 %, mikä heijastelee kasvaneita odotuksia pääasiakastoimialojen vahvan uusasiakashankinnan kasvun jatkumisesta ja uusiin tuotteisiin tehtyjen panostusten realisoitumista kasvuksi (teollisuus ja Adminet Lite). Vuonna 2018 voimakkaan tulosnosteen antaneen tasauslaskutuksen vaikutuksen oletamme kuitenkin olevan tulevina vuosina pienenevä, mistä syystä odotamme hieman laskevaa operatiivista kannattavuutta tuleville vuosille. Näkemyksemme mukaan Admicom pystyy ylläpitämään vahvaa kasvua (>30 %) vielä lähivuodet ottamalla haltuun nykyisiä kohdemarkkinoita. Yhtiön ydintuote on vielä skaalattavissa suhteellisen pienin panostuksin uusiin asiakassegmentteihin toimialakohtaisia sovelluksia kehittämällä, mistä hyvänä esimerkkinä on yhtiön syksyllä markkinoille tuotava pieniyhtiöille suunnattu Adminet-Lite -tuote. Vahva kilpailuasema (kohdemarkkinoiden ainut kokonaisvaltainen SaaS-tuote) ja SaaS-liiketoiminnan voimakas skaalautuvuus mahdollistavat Admicomille myös vahvan kannattavuuden (EBITDA-% n. 39 %) kasvupanostuksista huolimatta.

Ennusteriskeinä rakentamisen suhdanteen vaikutukset kasvuun ja kasvupanostusten realisoituminen

Näemme pääriskinä ennusteillemme Suomen rakennusmarkkinoiden vuoden 2019 lopulla orastavan suhdannekäänteen, joka voi hidastaa Admicomin uusmyynnin kasvunopeutta ja kääntää tasauslaskutuksen nettomuutoksen negatiiviseksi. Lisäksi yhtiön on näytettävä lähivuosina voimakasta kasvua uusissa kohdesegmenteissä (pienyrittäjät ja teollisuus) ja/tai löydettävä uusia markkinoita, jotta yli 30 %:n kasvua voidaan ylläpitää vuoden 2020 jälkeen.

ENNUSTEMUUTOKSET	2018e	2018e	MUUTOS	2019e	2019e	MUUTOS	2020e	2020e	MUUTOS
MEUR / EUR	VANHA	UUSI	%	VANHA	UUSI	%	VANHA	UUSI	%
Liikevaihto	11,0	11,4	4 %	14,5	15,4	6 %	18,9	20,1	6 %
Käyttökate	4,2	4,8	15 %	5,3	5,9	13 %	7,1	7,8	10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,6	4,3	17 %	4,8	5,5	15 %	6,6	7,4	12 %
Liikevoitto	3,6	4,3	17 %	4,8	5,5	15 %	6,6	7,4	12 %
Tulos ennen veroja	3,4	4,0	18 %	4,8	5,5	15 %	6,6	7,4	12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,61	0,72	17 %	0,80	0,92	15 %	1,09	1,23	12 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,50	25 %	0,55	0,65	18 %	0,75	0,80	7 %

Lähde: Inderes

Arvostus heijastelee jo voimakkaita kasvuodotuksia

Arvostuksen muodostuminen

Koostamme Admicomin vertailuryhmän 3 eri ryhmästä: SaaS-yritysohjelmistot, pohjoismaiset IT-palvelutalot ja pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt. Vertailuryhmät antavat kokonaisuutena Admicomin arvostukselle hyvät referenssiarvot ja viitekehysten. Lisäksi käytämme arvonmäärittämisessä yhtenä komponenttina kassavirtalaskelmaa.

Vaikka Admicomin liikevaihto muodostuu pääosin SaaS-palveluista ja SaaS-verrokkiryhmä antaa käsityksemme mukaan hyvän referenssiarvon yhtiön strategiselle arvolle sekä SaaS-pohjaisen kasvun hinnoittelulle, 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. Käyttämällämme noin 20 %:n alennuksella painotettuna SaaS-verrokkiryhmän EV/S-arvostuskertoimet vuodelle 2019 ovat keskimäärin noin 7x tasolla (EV 111 MEUR).

Mielestämme tulospohjaisten kertomien kautta katsottuna lähimpiä verrokkeja Admicomille ovat keskiuuret pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt, joiden tuloskasvuvauhti ja mittakaava on monilta osin verrannollinen Admicomiin. Nämä asettavat arvostuksella kuitenkin vain lattiatason, sillä Admicom on huomattavasti palveluyhtiöitä skaalautuvampi, kannattavampi ja yhtiön toistuvien tuottojen osuus on suurempi. Lisäksi yhtiö on osoittanut pystyvänsä selvästi IT-palveluyhtiöitä voimakkaampaan kasvuun. Tämän verrokkiryhmän mediaani EV/EBITDA-kerroin vuodelle 2019 on 9x.

Lisäksi referenssiarvon arvostukselle antaa pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän EV/S-kertoimet (2019e 3,1x) ja päivitetty DCF-malli (EV 111 MEUR).

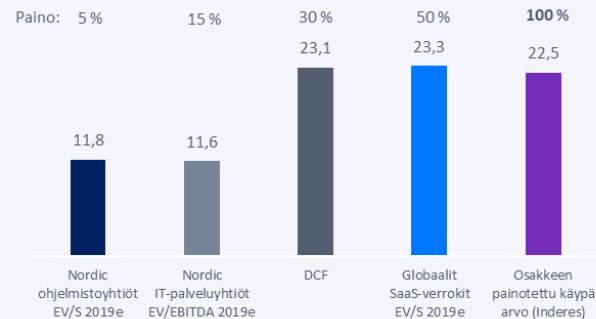
Arvostustaso noussut heijastelemaan globaalien SaaS-yhtiöiden vahvoja tuloskasvuodotuksia

Eri arvonmäärittämenetelmien painotettua keskiarvoa käyttäen olemme määrittäneet Admicomin käyväksi yritysarvoksi noin 99 MEUR ja nettokassalla lisätyksi osakekannan arvoksi noin 109 MEUR, eli noin 22,5 euroa (aik. 18,83euroa) osakkeelta ulkona olevalle osakemäärälle laskettuna (4,84 milj. osaketta). Painotamme laskelmassamme eniten voimakasta, kannattavaa ja skaalautuvaa kasvua heijastelevien SaaS-verrokkien ja DCF-laskelman antamia referenssiarvoja.

Admicomissa yhdistyy houkutteleva pitkän aikavälin kasvupotentiaali, korkea kannattavuus, sekä hyvä näkyvyys tuloskasvuun ja kassavirtoihin, mikä puoltaa markkinan osakkeelle hyväksymää korkeaa arvostustasoa. Ennusteillamme Admicomin tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 33x ja 26x sekä vastaavat EV/EBITDA-luvut 22x ja 17x. Vahva tuloskasvu painaa nopeasti arvostuskertoimia alemmiksi, mutta emme näe arvostuksessa toistaiseksi ennusteisiimme nähden venymisen varaa, huomioiden osakkeen suhteellinen arvostustaso, yhtiön pieni koko, suhteellisen kapea toimialafokus, sekä osakkeen matala likviditeetti.

Arvonmäärittäksen yhteenvedo	Paino	MEUR
Nordic ohjelmistoyhtiöt	5 %	48
Nordic IT-palveluyhtiöt	15 %	54
DCF	30 %	111
Globaalit SaaS-verrokkit	50 %	111
Painotettu yritysarvo (EV)	100 %	99
Nettokassa Q4'18e		10
Osien summalla painotettu markkina-arvo		109
Osakkeen käypä arvo osien summalla (Inderes)		22,5
Osakekannan markkina-arvo		114
Osakkeen hinta (29.8.2018)		23,5
EV/S 2018e		10,0
EV/EBITDA 2018e		9,2
EV/S 2019e		7,4
EV/EBITDA 2019e		6,6

Arvonmäärittäys eri menetelmillä



Arvostustaulukko

ARVOSTUSTASO	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	9,80	9,80	9,80	9,80	9,80	23,5	23,5	23,5	23,5
Osakemäärä, milj. kpl	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,84	4,84	4,84	4,84
Markkina-arvo	42	42	42	42	42	114	114	114	114
Yritysarvo (EV)		42	42	40	40	104	101	98	93
P/E (oik.)	neg.	>100	63,1	35,2	20,7	32,8	25,6	19,1	15,3
P/E	neg.	>100	63,1	35,2	22,0	35,1	25,6	19,1	15,3
P/Kassavirta	>100	neg.	>100	25,8	21,3	12,3	21,8	16,8	13,9
P/B		28,0	18,7	11,7	13,6	11,4	9,5	7,7	6,2
P/S	16,9	12,0	9,0	7,2	5,2	10,0	7,4	5,7	4,7
EV/Liikevaihto		11,9	8,9	6,8	5,0	9,2	6,6	4,9	3,9
EV/EBITDA (oik.)		67,0	39,1	21,2	13,7	21,8	17,0	12,5	9,7
EV/EBIT (oik.)		>100	55,3	26,7	16,1	24,4	18,3	13,2	10,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	102,3 %	97,5 %	82,7 %	67,2 %	74,7 %	70,9 %	65,1 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,9 %	1,5 %	2,3 %	3,1 %	2,1 %	2,8 %	3,4 %	4,9 %

Lähde: Inderes

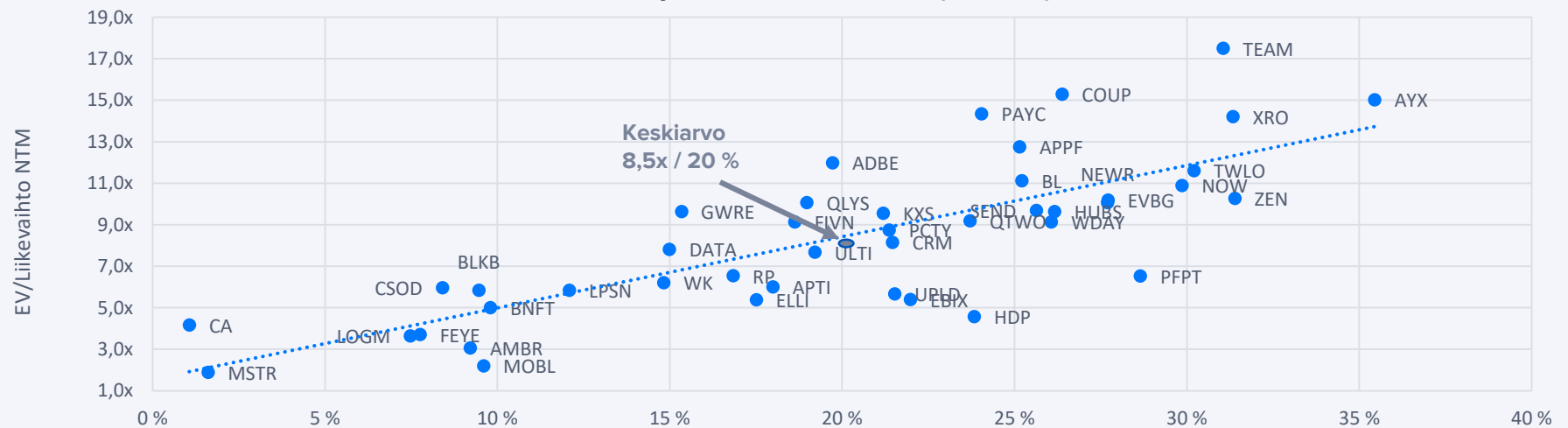
Verrokkiryhmän arvostus

SaaS-yhtiöt arvostustaso 9/2008-9/2018



Lähde: Thomson Reuters

SaaS-verrokkiryhmän arvostustaso (9/2018)



Lähde: Thomson Reuters

Ennustettu liikevaihdon kasvu seur. 12kk

Yhteenveto

TULOSLASKELMA	2015	2016	2017	2018e	2019e	OSAKEKOHTAISET LUVUT	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	4,7	5,9	8,1	11,4	15,4	EPS (raportoitu)	0,16	0,28	0,45	0,67	0,92
Käyttökate	1,1	1,9	2,9	4,8	5,9	EPS (oikaistu)	0,16	0,28	0,47	0,72	0,92
Liikevoitto	0,8	1,5	2,5	4,3	5,5	Operat. kassavirta / osake	0,26	0,41	0,59	0,87	1,07
Voitto ennen veroja	0,8	1,5	2,4	4,0	5,5	Vapaa kassavirta / osake	0,08	0,38	0,46	1,91	1,08
Nettovoitto	0,7	1,2	1,9	3,2	4,4	Omapääoma / osake	0,52	0,84	0,72	2,05	2,47
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,15	0,23	0,30	0,50	0,65
TASE	2015	2016	2017	2018e	2019e	KASVU JA KANNATTAVUUS	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	3,4	4,9	4,2	11,5	14,1	Liikevaihdon kasvu-%	33 %	24 %	38 %	41 %	35 %
Oma pääoma	2,3	3,6	3,1	9,9	12,0	Käyttökatteen kasvu-%	70 %	76 %	57 %	62 %	24 %
Liikearvo	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	95 %	98 %	68 %	71 %	30 %
Nettovelat	-0,6	-2,4	-1,9	-9,5	-12,3	EPS oik. kasvu-%	79 %	79 %	70 %	51 %	28 %
						Käyttökate-%	22,7 %	32,1 %	36,4 %	42,1 %	38,7 %
						Oik. Liikevoitto-%	16,0 %	25,5 %	31,0 %	37,6 %	36,1 %
						Liikevoitto-%	16,0 %	25,5 %	31,0 %	37,6 %	36,1 %
						ROE-%	36 %	41 %	57 %	50 %	41 %
						ROI-%	37 %	50 %	74 %	66 %	51 %
						Omavaraisuusaste	67 %	73 %	73 %	86 %	85 %
						Nettovelkaantumisaste	-27 %	-67 %	-61 %	-96 %	-103 %
SUURIMMAT OMISTAJAT	%OSAKKEISTA					ARVOSTUSKERTOIMET	2015	2016	2017	2018e	2019e
Matti Häll	43,7 %					EV/Liikevaihto	8,9	6,8	5,0	9,2	6,6
Parviainen Ismo	4,0 %					EV/EBITDA (oik.)	39,1	21,2	13,7	21,8	17,0
Seppä Antti	3,8 %					EV/EBIT (oik.)	55,3	26,7	16,1	24,4	18,3
Uusi-Maahi Ilkka	3,8 %					P/E (oik.)	63,1	35,2	20,7	32,8	25,6
Suhonen Jarmo	3,7 %					P/B	18,7	11,7	13,6	11,4	9,5
Noronen Antti	0,0 %					Osinkotuotto-%	1,5 %	2,3 %	3,1 %	2,1 %	2,8 %
Lähde: Inderes											

Tuloslaskelma

TULOSLASKELMA	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	4,7	5,9	1,7	2,1	2,1	2,2	8,1	2,4	3,1	2,9	3,0	11,4	15,4	20,1	24,0
Konserni	4,7	5,9	1,7	2,1	2,1	2,2	8,1	2,4	3,1	2,9	3,0	11,4	0,1	0,0	0,0
Käyttökate	1,1	1,9	0,5	0,8	0,9	0,7	2,9	0,9	1,4	1,4	1,1	4,8	5,9	7,8	9,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,8	1,5	0,4	0,7	0,8	0,6	2,5	0,7	1,2	1,3	1,0	4,3	5,5	7,4	9,3
Liikevoitto	0,8	1,5	0,4	0,7	0,8	0,6	2,5	0,7	1,2	1,3	1,0	4,3	5,5	7,4	9,3
Konserni	0,8	1,5	0,4	0,7	0,8	0,6	2,5	0,7	1,2	1,3	1,0	4,3	5,5	7,4	9,3
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	0,8	1,5	0,4	0,7	0,8	0,5	2,4	0,5	1,2	1,3	1,0	4,0	5,5	7,4	9,3
Verot	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-1,1	-1,5	-1,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,7	1,2	0,3	0,5	0,6	0,4	1,9	0,4	1,0	1,0	0,8	3,2	4,4	5,9	7,4
EPS (oikaistu)	0,16	0,28	0,08	0,12	0,15	0,12	0,47	0,14	0,22	0,23	0,17	0,72	0,92	1,23	1,53
EPS (raportoitu)	0,16	0,28	0,08	0,12	0,15	0,10	0,45	0,09	0,22	0,23	0,17	0,67	0,92	1,23	1,53

TUNNUSLUVUT	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	33,3 %	24,4 %					38,2 %	38,7 %	48,3 %	40,4 %	34,8 %	40,5 %	35,2 %	30,5 %	19,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		98,1 %					67,8 %	70,6 %	86,4 %	59,2 %	68,1 %	70,5 %	29,8 %	33,9 %	24,7 %
Käyttökate-%	22,7 %	32,1 %	30,6 %	37,3 %	44,2 %	32,9 %	36,4 %	35,9 %	45,1 %	49,0 %	37,3 %	42,1 %	38,7 %	39,0 %	40,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	16,0 %	25,5 %	25,0 %	32,5 %	39,4 %	26,6 %	31,0 %	30,7 %	40,8 %	44,6 %	33,1 %	37,6 %	36,1 %	37,0 %	38,5 %
Nettotulos-%	14,3 %	20,5 %	19,8 %	25,7 %	31,2 %	18,5 %	23,8 %	17,0 %	32,4 %	36,0 %	26,5 %	28,5 %	28,9 %	29,6 %	30,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	1,8	1,9	1,4	1,0	0,6	Oma pääoma	3,6	3,1	9,9	12,0	14,8
Liikearvo	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	Osakepääoma	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,6	1,5	1,1	0,7	0,3	Kertyneet voittovarot	1,5	0,3	2,3	4,3	7,1
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	1,9	2,7	7,7	7,7	7,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	3,1	2,3	10,1	13,1	16,9	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,7	0,4	0,6	0,8	1,0	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	2,4	1,9	9,5	12,3	15,9	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	4,9	4,2	11,5	14,1	17,6	Lyhytaikaiset velat	1,3	1,1	1,6	2,2	2,8
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	1,3	1,1	1,6	2,2	2,8
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Taseen loppusumma	4,9	4,2	11,5	14,1	17,6

Lähde: Inderes

DCF-laskelma

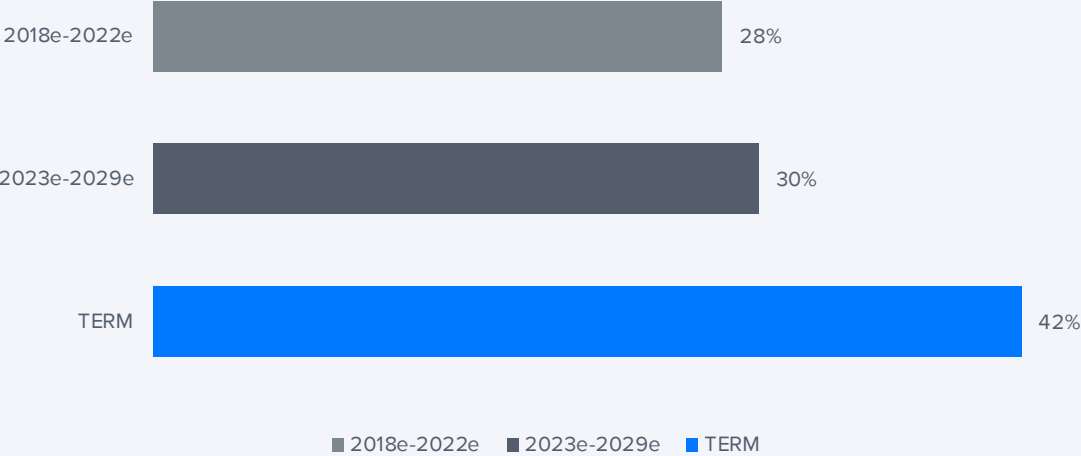
DCF-LASKELMA	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	2,5	4,3	5,5	7,4	9,3	11,1	12,0	12,5	12,7	13,4	13,7	14,3	14,8	
+ Kokonaispoistot	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Maksetut verot	-0,5	-0,8	-1,1	-1,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,5	-2,5	-2,7	-2,7	-2,9	-3,0	
- 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	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,5	4,2	5,2	6,8	8,2	9,4	9,9	10,3	10,4	10,9	11,1	11,6	11,9	
+ 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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,0	4,2	5,2	6,8	8,2	9,4	9,9	10,3	10,4	10,9	11,1	11,6	11,2	
+/- Muut	0,0	5,0	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	9,2	5,2	6,8	8,2	9,4	9,9	10,3	10,4	10,9	11,1	11,6	11,2	
Diskontattu vapaa kassavirta		9,0	4,6	5,4	5,9	6,1	5,8	5,5	5,0	4,7	4,3	4,1	3,6	47,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		111	102	97,5	92,2	86,3	80,2	74,4	68,9	63,9	59,2	54,9	50,8	47,2
Velaton arvo DCF		111												
- Korolliset velat		0,0												
+ Rahavarat		1,9												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		-1,3												
Oman pääoman arvo DCF		112												
Oman pääoman arvo DCF per osake		23,1												

PÄÄOMAN KUSTANNUS (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



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

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

takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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 sijoittajailaisuuksien ja - tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus-historia (väh. 12 kk)

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



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**