

# Admicom

## Det finska SaaS bolaget som trotsar nedgången i byggsektorn

Admicom är ett SaaS-företag som erbjuder molnbaserade tjänster inom administration, redovisning och projektledning, med fokus på små- och medelstora företag, särskilt inom bygg- och tillverkningsindustrin. Företaget har en skalbar affärsmodell och låg churn, med goda möjligheter till merförsäljning. Efter en svag period under första halvåret 2024 ser vi en återhämtning 2025, stödd av konjunktursvändning i byggindustrin och förbättrad kostnadskontroll. Vår kassaflödesanalys indikerar en potentiell uppsida på 52%, medan jämförelsen av EV/EBIT mot peers visar på en uppsida om 7%. Vår rekommendation landar i **Behåll**.

Estimat (mkr)	2023	2024E	2025E	CAGR
Omsättning	34,3	35,5	39,1	6,7%
EBITDA	12,8	11,7	13,2	1,5%
EBIT	8,8	8,2	9,8	5,2%
EBT	8,6	8,0	9,6	5,4%
Resultat	6,3	6,4	7,6	9,9%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	18,9	20,7	18,4
EV/EBIT	27,4	29,6	24,8
P/E	38,3	38,0	31,7

2 oktober 2024

### Analytiker

Edvin Lineborn  
Emil Vendlegård

### Nyckeltal

Handelsplats	First North Finland
Sektor	Affärs och IT-system
Börsvärde (MEUR)	249,9
Enterprise Value	242
Nettoskuld/EBITDA	-0,55
Direktavkastning (%)	1,39%
P/E	44,1
EV/EBIT	30,0
EPS (EUR)	1,13
ROE (%)	19,6%
ROIC (%)	25,2%
ROA (%)	14,1%

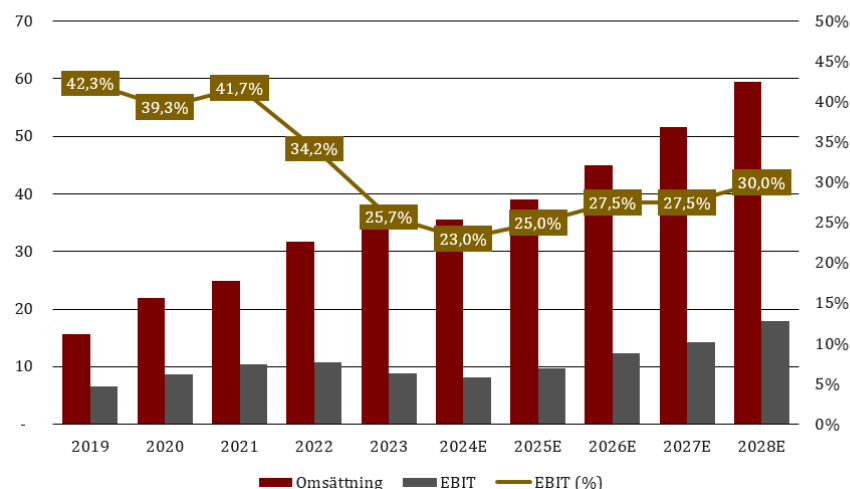
### Värdering

Aktiekurs	50,1
Riktkurs DCF	76,17
Riktkurs Peers	54,5
Uppsida/nedsida	9%-52%
Rekommendation	Behåll



# Investment Case

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MEUR)



Admicom är ett SaaS-bolag som specialiserar sig på att utveckla och tillhandahålla molnbaserade tjänster. Deras breda utbud av tjänster fokuserar huvudsakligen på områden som administration, redovisning och projektledning. Utöver sin kärnverksamhet engagerar de sig även i att erbjuda kundsupport och utbildning.

Deras kundkrets består främst av små- och medelstora företag, och de har särskilt stark närvaro inom byggsektorn och konstruktion/tillverkningsindustri.

Admicom har en skalbar affärsmodell, de har en relativt låg grad av churn, vilket är viktigt för SaaS-bolag. De har god möjlighet till merförsäljning på den befintliga kundbasen. Den stundande lågkonjunkturen inom byggsektorn har haft en negativt påverkan för Admicom men en stundande ljusning inom byggsektorn kan få positiva effekter.

Nedgången i byggsektorn har skapat osäkerhet kring utvecklingen av nyförsäljning under första halvåret 2024 och lett till en ökad churn-rate. Vi förutser därefter en svag återhämtning under 2025 som en följd av sänkta räntor världen över, samtidigt som det finns en möjlighet att återuppta planerna kring en internationell expansion i kombination med höjda priser de kommande åren, vilket bedöms kunna bidra till en ökad omsättningstillväxt efter 2025.

Vidare har Admicoms marginaler minskat sedan 2021, där EBIT-marginalen låg på 41,7% jämfört med nuvarande 23,1%, vilket beror på ökad OPEX och goodwill-avskrivningar under 2022-2023. Eftersom Admicom siktar på investeringar för tillväxt som del av deras strategiska plan samtidigt som de under H1 2024 börjat fokusera på kostnadskontroll tror vi på en möjlig marginalexpansion först efter 2025.

Vår kassaflödesanalys indikerar en uppsida om 52% samtidigt som en jämförelse mot genomsnittlig EV/EBIT-värdering för Admicoms peers indikerar en uppsida på 9%.



# Affärsmodell

## Värdeerbjudandet

Admicom är ett finskt SaaS-bolag (software as a service) som erbjuder molnbaserade affärssystem specifikt framtagna för branscher som bygg, konstruktion och tillverkningsindustri. Syftet med Admicoms programvara är att hjälpa deras kunder att öka produktiviteten och kvalitén i konstruktions- och tillverkningsprocessen. Bygg och konstruktion är branscher som generellt inte kommit långt inom digitaliseringen vilket gör att det finns stor potential för Admicom att utöka sin kundbas i samband med digitaliseringen.

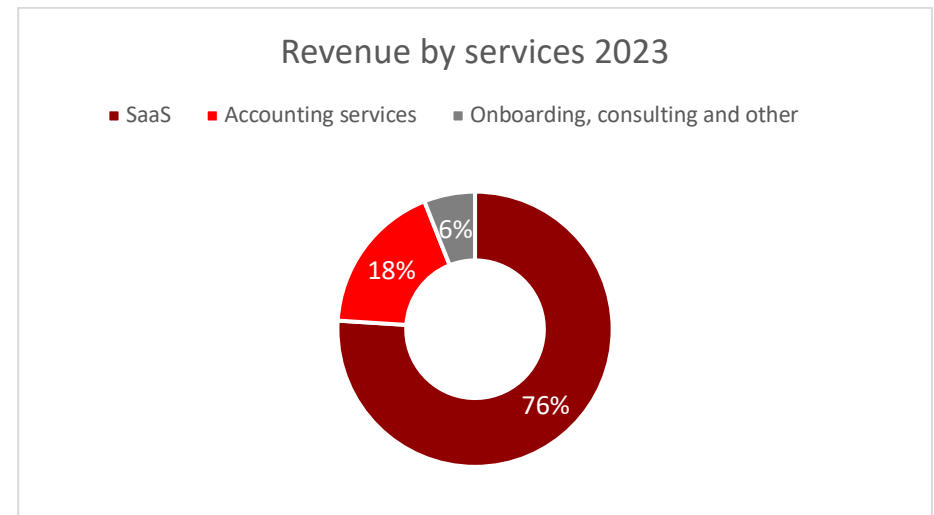
## Värdeskapande

Admicom genererar intäkter genom att erbjuda SaaS-tjänster men också genom att erbjuda upplärning, konsultation och redovisningstjänster till deras kunder, vilka främst är små till medelstora företag. Admicoms erbjudande består främst av olika mjukvaruprogram så som:

- Admicom Ultima ERP system
  - Kärnan i deras erbjudande. Programvara för att hantera kundföretagens verksamhet, från mobila verktyg på byggarbetsplatsen till ekonomisk övervakning i realtid och projektledning.
- Ultima Lite
  - En kostnadseffektiv version för mindre företag.
- Estima/Estima Pro
  - Programvara för kvantitet och kostnadsberäkningar.
- Tempo/Planner
  - Schemaläggare.

## Intäktmodell

Under räkneskapsåret 2023 var 93% av Admicoms intäkter återkommande. Detta på grund av att SaaS-bolag säljer programvara som kunden ofta betalar för som en monthly subscription. Det som gör SaaS-bolag väldigt lönsamma är att de tar en engångskostnad vid utveckling av programvaran men sedan kan de sälja samma programvara till hundratals kunder. Under 2023 såg Admicoms intäkter ut enligt nedan:



Likt många andra SaaS-bolag betonar Admicom vikten av goda kundrelationer för att kunna förnya kontraktet med deras kunder och bibehålla lönsamheten för Admicom och fortsatt kunna utveckla Admicoms verksamhet.

# Marknad och Konkurrens

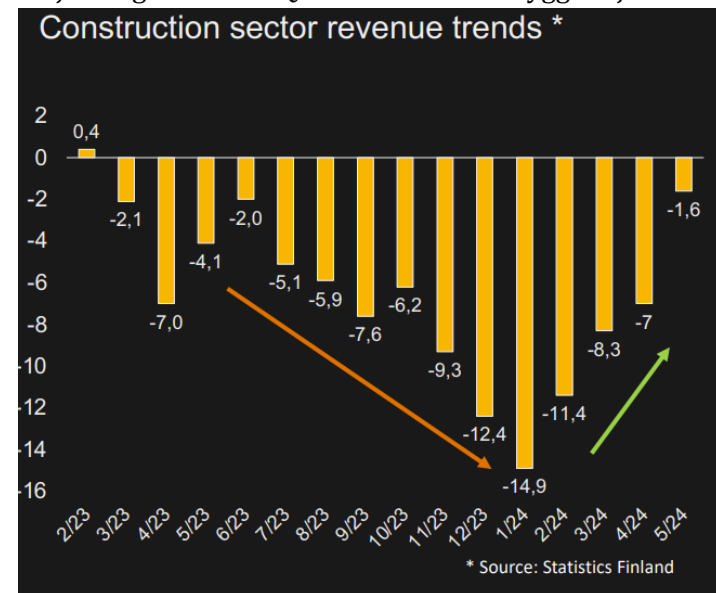
Admicom är främst verksamma på den finska marknaden och de söker sig till små- och medelstora företag för att sälja sin programvara. Som nämnt tidigare är Admicoms erbjudande främst anpassat för företag inom bygg, konstruktion, tillverkningsindustri. Admicom estimerar att den totala marknaden för deras tjänster är omkring 200 miljoner euro och att de i nuläget (årsredovisning 2023) endast har 12% av den potentiella totala marknaden. Denna bedömning pekar på att Admicom fortfarande har betydande tillväxtpotential inom sina produktsegment i Finland och har möjlighet att expandera på den inhemska marknaden. Utifrån den totala potentiella marknaden har de identifierat att den utgör sig av:

- 13 000 småbolag
- 3 800 medelstora
- 1 800 stora bolag

Tack vare Admicoms varierande utbud har de produkter som passar allt från små till stora bolag.

Sedan den senaste analysen av UEAM där man diskuterade en potentiell internationalisering för att bredda sin möjliga kundbas har man satt dessa planer på paus enligt VD-ordet, detta främst på grund av den då vikande konjunkturen inom byggbranschen. Som vi vet är byggbranschen fortfarande i en lågkonjunktur men tack vare de påbörjade räntesänkningarna och kommande sänkningar kanske vi kan ana ett uppsving här under de kommande åren, vilket hade gynnat Admicom.

Följande graf är från Q2 2024 och visar byggkonjunkturen i Finland.



För SaaS-bolag är det avgörande att ha ett bra produktutbud, vilket Admicom har, men det är också viktigt med en låg grad av churn, kundbortfall. Man kan utläsa från årsrapporten 2023 och de senaste kvartalsrapporterna att churnen för Admicom har stigit. Å andra sidan från låga nivåer och det beror främst på konkurser bland deras kunder, inte att deras produktutbud är dåligt. Detta kan anses positivt förutsatt att byggkonjunkturen är på väg att vända.

# Marknad och Konkurrens

ledningsgruppen generellt väldigt få aktier i bolaget, vilket kan påverka deras incitament för att växa bolaget.

De 8 största ägarna i Admicom är följande:

Ägare	Kapital	Röster
Skandinaviska Enskilda Banken	41,26%	41,26%
Häll Matti	20,82%	20,82%
Danske Invest Finnish Equity Fund	4,65%	4,65%
Evli Finnish Small Cap Fund	3,93%	3,93%
Danske Bank A/S Helsinki Branch	3,07%	3,07%
Säästöpankki Itämeri -sijoitusrahasto	2,74%	2,74%
Thomas Raehalme	1,11%	1,11%
Sijoitusrahasto Säästöpankki Pienyhtiöt	1,00%	1,00%

Vi kan se att jämfört med den senaste analysen publicerad av UEAM har SEB utökat sitt innehav från 39% till 41,26%. Vi kan också notera att flera institutionella investerare som Danske Bank har utökat sitt innehav från 3,83% till 3,93% medan Citibank, som var 6e största ägaren i senaste analysen, helt har sålt av sitt innehav.

Andra intressanta ägare är Häll Matti, fd. VD och styrelseordförande, samt grundare av Admicom. Matti har minskat sitt innehav jämfört med den senaste analysen 2023 från 22,37% till 20,82% . 2020 hade Matti en ägarandel på 37%. Å andra sidan äger han fortfarande en betydande del av bolaget vilket kan signalera på hans fortsatta tro på bolaget.

VD Petri (tillträdde 2022) äger endast 1913 st aktier i bolaget vilket inte alls är särskilt många. Den i ledningsgruppen som har flest aktier är Thoma Raehalme, som innehar 55158 st aktier. Förutom Raehalme har

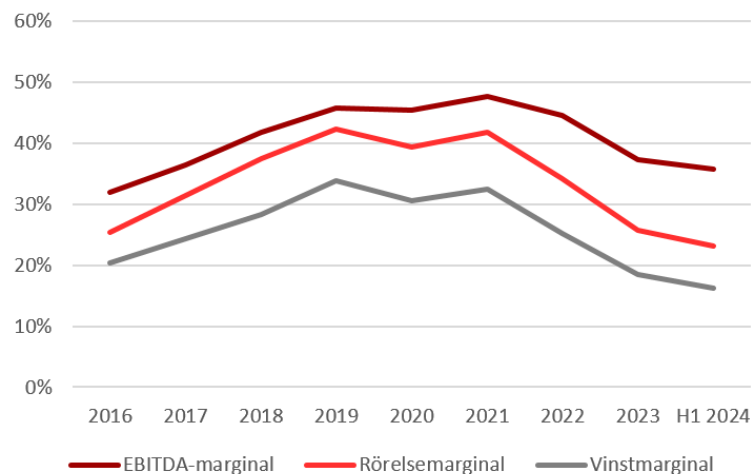


# Värdering

Vi har valt att basera vår värdering på en DCF och relativvärdering.

2023 presenterades en strategisk plan som består av två olika faser. Under den första fasen (2023-2024) siktar Admicom på investeringar för ökad tillväxt och en organisk omsättningstillväxt på 8-15%. Under den andra fasen, 2025-2030 är målet över 15% organisk omsättningstillväxt.

I vår DCF har vi antagit en något lägre omsättningstillväxt än Admicoms mål, på 3,5% år 2024, där omsättningen sedan ökar 10% år 2025 och 15% per år under 2026-2030. Den ekonomiska nedgången i byggbranschen har skapat osäkerhet i utvecklingen av nyförsäljning H1 2024 samt lett till högre churn. Vi antar sedan en svag vändning 2025 på grund av sänkta räntor, samtidigt som Admicom planerat att höja priserna de kommande åren, vilket vi tror kan öka omsättningstillväxten efter 2025.



WACC	Change in Revenue						
	-7,5%	-5,0%	-2,5%	0%	2,5%	5,0%	7,5%
7,6%	-24%	-14%	-3%	10%	24%	40%	58%
7,1%	-17%	-6%	7%	21%	37%	55%	75%
6,6%	-8%	5%	19%	35%	53%	73%	96%
6,1%	3%	18%	34%	52%	73%	96%	122%
5,6%	17%	34%	53%	74%	98%	125%	155%
5,1%	36%	56%	79%	104%	132%	164%	199%

WACC	Change in EBIT margin						
	-7,5%	-5,0%	-2,5%	0%	2,5%	5,0%	7,5%
7,6%	-18%	-9%	0%	10%	19%	29%	38%
7,1%	-10%	0%	11%	21%	32%	42%	53%
6,6%	0%	12%	23%	35%	47%	58%	70%
6,1%	13%	26%	39%	52%	66%	79%	92%
5,6%	29%	44%	59%	74%	90%	105%	120%
5,1%	51%	68%	86%	104%	122%	139%	157%
4,6%	81%	102%	123%	145%	166%	187%	209%

Marginalerna har minskat sedan 2021, där EBITDA, EBIT- och vinstmarginalen låg på 47,7%, 41,7% och 32,4%, respektive. Vid Q2'2024 låg EBITDA, EBIT- och vinstmarginalen på 35,7%, 23,1% och 16,2%, respektive. Marginal-minskningen beror på ökad OPEX och goodwill-avskrivningar under 2022-2023. För att vara konservativa har vi antagit en genomsnittlig EBIT-marginal om 27% 2024-2030, vilket är lägre än det historiska genomsnittet de senaste 5 åren om 37%.

Vidare har vi använt en WACC på 6,8%, där vi använt Finlands 10 åriga statsobligation som riskfri ränta, samt en terminal growth rate om 2%. Baserat på dessa antaganden indikerar DCF-analysen att aktien värderas till 70,89 EUR, vilket innebär en uppsida om 52%.



# Värdering

Relativvärderingen baseras på P/E, EV/EBIT och EV/EBITDA, där vi valt nordiska bolag som också är verksamma inom affärs och IT-system som peers. Jämfört med den genomsnittliga P/E-värderingen för Admicoms peers indikeras en nedsida på -7%, samtidigt som genomsnittlig EV/EBIT och EV/EBITDA-värdering indikerar en uppsida på 9% och 25% respektive. Vid jämförelse av EV/EBIT och EV/EBITDA kan det vara värt att ha i åtanke att Admicom är finansierat med en relativt sett låg andel långfristiga skulder, vilket ger Admicom ett lägre enterprise value i förhållande till sina peers, Admicom har exempelvis lägst Nettoskuld/EBITDA på -0,4 jämfört med peers, förutom Upsales på -0,9.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
<b>Fortnox</b>	57,0	48,2	39,1
<b>Smartcraft</b>	43,8	36,4	27,7
<b>Lemonsoft</b>	24,6	18,7	14,9
<b>Upsales</b>	26,7	20,2	15,5
<b>Lime Technologies</b>	52,8	39,9	24,8
<b>Genomsnitt</b>	41,0	32,7	24,4
<b>Admicom</b>	44,1	30,0	19,5
<b>Upside/downside</b>	-7%	9%	25%

	Omsättnings-tillväxt % (senaste 5 år)	EBIT-marginal	EBITDA-marginal
<b>Fortnox</b>	28,6%	41,3%	50,9%
<b>Smartcraft</b>	24,2%	30,0%	39,3%
<b>Lemonsoft</b>	18,2%	22,8%	28,7%
<b>Upsales</b>	17,2%	19,4%	25,3%
<b>Lime Technologies</b>	17,0%	19,1%	30,7%
<b>Genomsnitt</b>	21,0%	26,5%	35,0%
<b>Admicom</b>	18,1%	23,1%	35,7%

Sett till Admicoms nuvarande EBIT-marginal och omsättnings-tillväxt de senaste 5 åren är den peer som ligger på samma nivåer finska Lemonsoft, som i dagsläget värderas till ett lägre EV/EBIT om 18,7 jämfört med Admicom på EV/EBIT 30. Skulle Admicom nå tillbaks till en EBIT-marginal över 40% igen, vilket bolaget hade under 2021 så skulle det troligtvis finnas en del uppsida i aktien sett till värderingen enligt EV/EBIT. Eftersom Admicom siktar på investeringar för tillväxt som del av deras strategiska plan och samtidigt har kommunicerat att de planerar att fokusera på bättre kostnadskontroll under H2 2024, tror vi på en möjlig marginalexpansion först efter 2025.





# Rekommendation

Admicom har under ett flertal år varit en del av UEAM's portfölj, varpå aktien har levererat en avkastning om 55% de senaste 12 månaderna. Samtidigt som nedgången i byggsektorn har skapat osäkerhet kring utvecklingen av nyförsäljning under första halvåret 2024 och lett till en ökad churn-rate har Admicom historiskt haft en relativt låg grad av churn och under 2023 var 93% av deras intäkter återkommande. Detta tycker vi talar för en hållbar och stabil affärssmodell och därför tror vi att bolaget kan fortsätta leverera, samtidigt som vi tror på en möjlig återhämtning i byggsektorn under 2025. Admicom antas även enbart ha 12% av den totala adresserbara marknaden, vilket talar för att det finns möjlighet till ytterligare tillväxt. Om Admicom dessutom återupptar sina planer på en internationell expansion finns det även möjligtvis en ännu större uppsida i aktien på längre sikt.

Osäkerheten ligger främst kring marginalerna som har minskat 2022-2023, men vi tror på en möjlig marginal-expansion under 2025 eftersom bolaget under H2 2024 meddelat att de fokuserar på en förbättrad kostnadskontroll, samt meddelat möjliga pris-ökningar av tjänsterna vilket kan stärka marginalen ytterligare. Dessutom indikerar kassaflödesanalysen en uppsida om 52% samtidigt som en jämförelse mot genomsnittlig EV/EBIT-värdering för Admicoms peers indikerar en uppsida på 9%.

Vi rekommenderar **Behåll**.

