

ADMINISTER

06.06.2025 07.00 EEST



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Potentiaalia riittää tulostäätteen jatkuessa

Toistamme Administerin lisää-suosituksen ja 2,8 euron tavoitehinnan. Administerin tulostäätteen eteni viime vuonna hyvin ja myös Q1'25:llä kehitys eteni lupaavasti oikeaan suuntaan. Nykyisestä kokonaisuudesta on kuitenkin mahdollista saada vielä selvästi enemmän tehoja irti, ja lähivuosina Suomen talouden elpyminen toisi huomattavaa vetoapua tähän tehtävään. Administerin osakkeessa on lähivuosille merkittävää potentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu saavuttamaan kaksinumeroisen käyttökatteen, mikä yhtiön liiketoimintarakenteella pitäisi olla hyvin tehtävissä. Jatkossa merkittävät tulospaannukset vaativat kuitenkin myös liikevaihdon kasvua, ja markkinakehitykseen liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta. Kokonaisuutena näemme tuotto-riskisuhteen kiinnostavana, sillä osakkeen matala arvostus rajaa laskuvaraa, jos tulostäätteen alkaisi yskähdellä.

Taloushallinnon moniottelija

Administer on yksi suurimmista taloushallintopalvelujen tarjoajista Suomessa. Merkittävimpiä konserniyhtiöitä ovat Suomen suurimpiin tiloimistoihin kuuluva Administer (2024: 24 % lv:sta), palkkalaskelmien määrällä mitattuna Suomen suurin HR- ja palkkahallintopalvelujen tarjoaja Silta (35 % lv:sta), keskiuuri ohjelmistotoimittaja EmCe (10 % lv:sta) sekä talous- ja henkilöstöhallinnon asiantuntija Econia (29 % lv:sta), jonka liikevaihdosta merkittävä osa on henkilöstövuokrausta. Liiketoiminta on taloushallinnon alueella erittäin moniulotteinen, yhtiö palvelee käytännössä kaikkia asiakassegmenttejä ja konsernin sisällä on useampia eri liiketoimintamalleja, mikä kasvattaa monimutkaisuutta. Yhtiöllä on potentiaalia tehdä kaikissa liiketoiminnoissa hyvää liiketoimintaa, mutta selkeitä kilpailuetuja on vaikeampi löytää. Administer toimii defensiivisellä Suomen noin 1,4 mrd. euron tiloimistomarkkinalla sekä arviolta yli 300 MEUR:n HR-palvelumarkkinalla.

Käänneyhtiö hakemassa kannattavan kasvuyhtiön leimaa takaisin

Voimakkaan yritysostovetoisen kasvun, sen tuomien haasteiden ja Suomen talouden heikentymisen myötä Administer on viime vuosina tipahtanut sijoitusprofiililtaan käänneyhtiöiden laariin. Vuonna 2023 aloitetut tehostamistoimet ovat kuitenkin alkaneet tuottaa tuloksia, ja yhtiön tulostäätteen on edennyt viimeisen reilun vuoden hyvin. Käyttökate nousi vuonna 2024 7,4 %:iin (2023: 3,8 %), ja tälle vuodelle yhtiön ohjeistus on 7-10 %:iin. Potentiaalia on kuitenkin vielä selvästi parempaan, ja näemme yhtiön käyttökatetäätteen ainakin 10-15 %:ssa. Yhtiöllä riittää vielä tekemistä lunastaakseen kannattavan kasvuyhtiön leiman takaisin, mutta strategian fokus on tällä hetkellä selkeästi tehostamisessa ja kannattavuuden parantamisessa. Suomen talouden piristyminen toisi selkeää myötätuulta kannattavuuspaannuksen taustalle, mutta yhtiön kaikissa liiketoiminnoissa on yhä tehostuspotentiaalia. Oman ohjelmistokehityksen hyötyjen realisoitumisen ja prosessien tehostamisen lisäksi yhtiö pyrkii edistämään ristiinmyyntiä eri liiketoimintojen välillä, missä ei ole tähän mennessä vielä juurikaan onnistuttu.

Tuotto-riskisuhde on kiinnostava

Administerin arvostus on maltillinen vuoden 2025 ennusteilla (oik. P/E 11x ja EV/EBITA 9,5x) ja erittäin houkutteleva vuoden 2026 ennusteilla (oik. P/E 8x ja EV/EBITA 6,7x). Vaikkei ensi vuoteen ole vielä näkyvyyttä, mielestämme noin 10 %:n käyttökatteen pitäisi olla normaalissa markkinatilanteessa hyvin saavutettavissa oleva taso. Mikäli Administer saisi yhä enemmän tehoja irti koneestaan ja yhtiöstä kuoriutuisi kannattavan kasvun yhtiö, osakkeen tuottoäätteenä olisi keskipitkällä aikavälillä merkittävä. Matala arvostus toisaalta rajaa osakkeen laskuvaraa, mikäli tulostäätteen alkaisi jostain syystä yskiä. Näin ollen kokonaisuutena tuotto-riskisuhde näyttää tällä hetkellä kiinnostavalta.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

2,80 EUR

(aik. 2,80 EUR)

Osakekurssi:

2,50 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	74,7	75,5	79,1	82,7
kasvu-%	-2 %	1 %	5 %	5 %
EBIT oik.	2,9	4,7	6,2	8,2
EBIT-% oik.	3,9 %	6,2 %	7,8 %	9,9 %
Nettotulos	-2,3	-0,7	0,5	2,4
EPS (oik.)	0,13	0,23	0,32	0,45
P/E (oik.)	16,1	10,7	7,9	5,6
P/B	1,2	1,5	1,5	1,5
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,8 %	4,0 %	6,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,9	9,5	6,7	4,6
EV/EBITDA	7,4	6,7	5,2	3,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,5	0,4

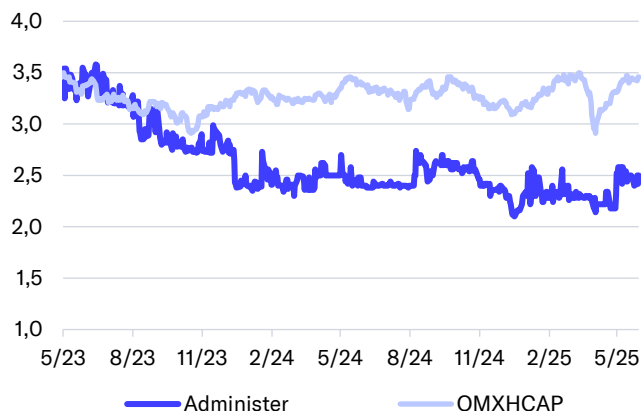
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

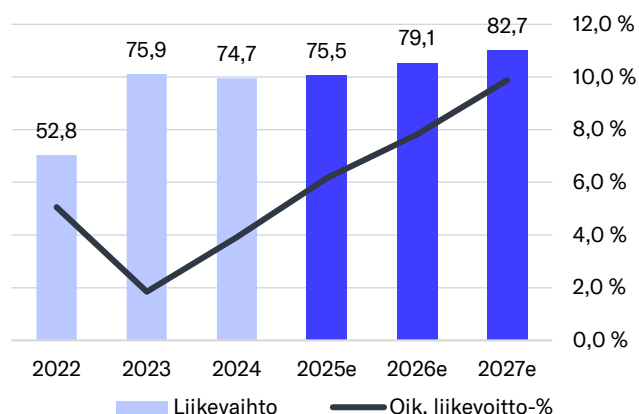
Administer arvioi liikevaihdon olevan 72-78 MEUR ja käyttökatemarginaalin olevan 7-10 % vuonna 2025.

Osakekurssi



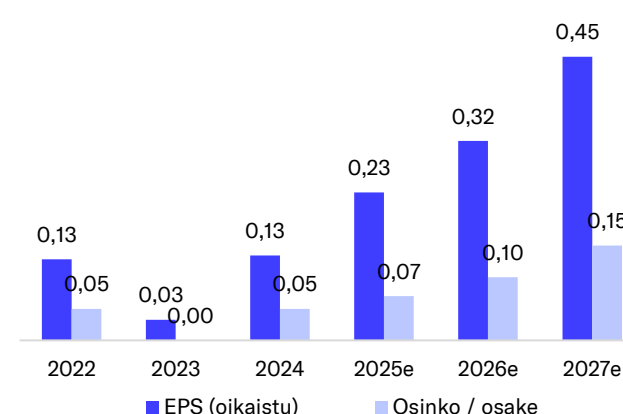
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Näemme yhtiön tehokkuudessa ja kannattavuudessa merkittävää parantamisen varaa nykytasolta
- Voimakas tuloskasvu kannattavuuden parantuessa
- Hyväksyttävän arvostustason nousu taloudellisen kehityksen parantuessa
- Defensiiviset kassavirrat ja toimiala, joka on kasvanut historiallisesti suhdanteista riippumatta
- Kasvu onnistuneilla yritysostoilla

Riskitekijät

- Yritysostojen integraation puutteeseen ja kasvavaan organisaatorakenteeseen liittyvä kompleksisuus
- Teknologiapanostuksien (automaatiikka / tekoäly) hyödyt eivät ole heijastuneet kannattavuuteen
- Monimutkaisen kokonaistarjoaman hallitseminen ja alisuoriutujaksi jääminen
- Heikkenevä taloustilanne, kilpailutilanteen kiristymisen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,50	2,50	2,50
Osakemäärä, milj. kpl	14,4	14,4	14,4
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	44	42	37
P/E (oik.)	10,7	7,9	5,6
P/E	neg.	67,5	14,7
P/B	1,5	1,5	1,5
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,7	5,2	3,6
EV/EBIT (oik.)	9,5	6,7	4,6
Osinko/tulos (%)	neg.	270 %	88,1 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	4,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitus- ja riskiprofiili	11-13
Toimiala	14-20
Strategia	21-22
Taloudellinen tilanne	23-25
Ennusteet	26-30
Arvonmääritys	31-33
Taulukot	34-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Administer lyhyesti

Administer on talous- ja palkkahallinnon palveluja, konsultointipalveluja, ohjelmistopalveluja sekä henkilöstövuokrausta tarjoava konserni.

1985

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

74,7 MEUR (-1,6 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

+12 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2018-2024

2,9 MEUR (3,9 % lv:sta)

EBITA 2024

1046

Henkilöstö keskimäärin 2024

-2019

Liikevaihto ylittää 10 MEUR ensimmäistä kertaa vuonna 2014

2014-2019 voimakkaan kasvun aikaa

Yhtiö laajenee uuteen kokoluokkaan Silta-yritysjärjestelyn (2018) myötä

2020-2021

Transaktioliiketoiminta laskee koronan vuoksi ja tytäryhtiö Adner kohtaa asiakaskatoa järjestelmäuudistuksen vuoksi

Liikevaihto kääntyy laskusuuntaan

EmCe-yrityskauppa 2021

Listautumisella (2021) kerättiin 14 MEUR:n bruttovarat

2022-2024

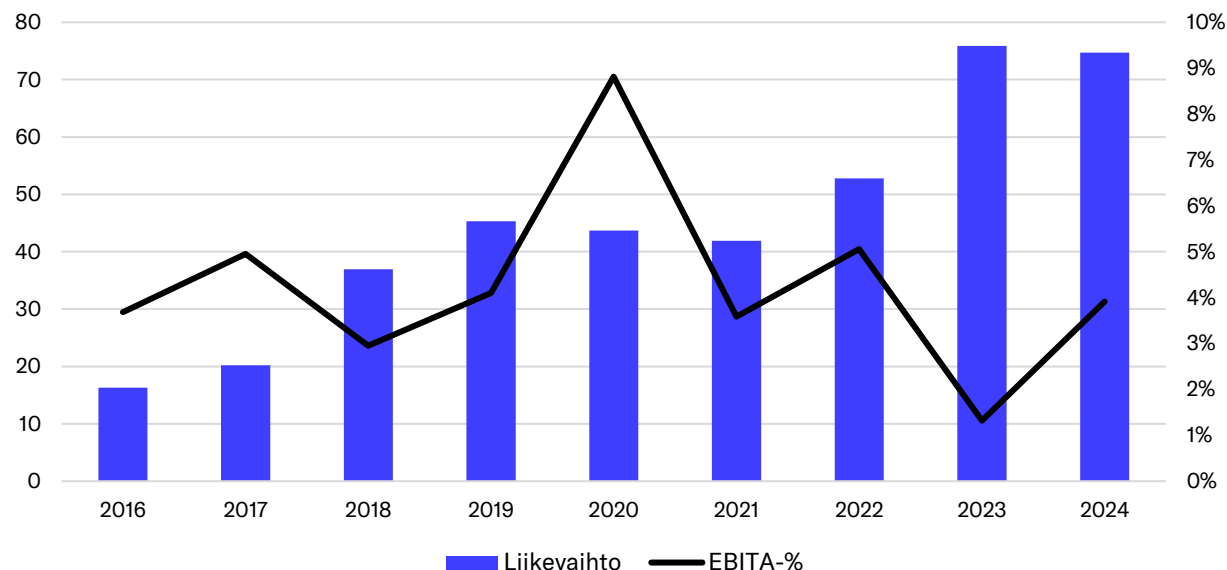
Liikevaihto palaa kasvu-uralle lukuisien yritysostojen myötä

Tytäryhtiö Adnerin asiakaskato rasittaa edelleen yhtiötä

Merkittävä yrityskauppa (Econia) 2022 lopulla

Orgaaninen kasvu painuu Suomen talouden mukana

Kannattavuusohjelman käynnistäminen (2023) ja sen onnistunut läpivienti 2024 aikana



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Taloushallinnon moniottelija

Administer on talous- ja palkkahallinnon palveluja, konsultointipalveluja, ohjelmistopalveluja sekä henkilöstövuokrausta tarjoava konserni. Yhtiö on liikevaihdolla mitattuna yksi suurimmista taloushallintopalvelujen tarjoajista Suomessa sekä palkkalaskelmien määrällä mitattuna Suomen suurin HR- ja palkkahallintopalvelujen tarjoaja. Administer toimii Suomen noin 1,4 miljardin euron tilitoimistomarkkinoilla sekä arviolta yli 300 MEUR:n HR-palvelumarkkinalla.

Administerin asiakaskuntaan kuuluu kaikenkokoisia organisaatioita pienistä ja keski suurista yrityksistä suuryrityksiin, kuntiin ja kaupunkeihin. Yhtiö pystyy tarjoamaan taloushallinnon palveluita kaikissa kokoluokissa. Yhteensä yhtiöllä on yli 5000 asiakasta. Asiakaskunta on hyvin hajautunut ja kymmenen suurimman asiakkaan osuus vuonna 2024 on arviomme mukaan ollut alle 20 % liikevaihdosta. Administerilla oli vuoden 2024 lopussa 29 toimipistettä ympäri Suomea sekä pientä toimintaa myös Tukholmassa, Tallinnassa ja Espanjassa.

Administer on perustettu Helsingissä vuonna 1985 kirjanpito palveluja tarjoavana yrityksenä. Administerin oma ja edelleen käytössä oleva selainpohjainen taloushallinnon ohjelma eFina lanseerattiin vuonna 2000. Osana laajentumisstrategiaansa Administer on ollut aktiivinen yritysostoissa jo vuodesta 2001 lähtien. Vuoden 2018 jälkeen yhtiö on toteuttanut lähemmäs 30 yritysostoa, jotka vaihtelevat hyvin pienten tilitoimistojen ostoista suurempiin strategisiin ja liiketoimintaa laajentaviin järjestelyihin (Silta, EmCe ja Econia).

Administer konserniin kuuluu useita omilla brändeillään toimivia tytäryhtiöitä. Merkittävimmät konserniyhtiöt ovat

tilitoimisto Administer sekä yhtiön 100 %:sti omistamat HR- ja palkkahallintopalveluja tarjoava Silta, ohjelmistopalveluja tarjoava Emce Solution Partner sekä Econia, joka on talous- ja henkilöstöhallinnon sekä kansainvälisten palveluiden asiantuntijayritys. Konserniin kuuluu myös muita tytä- ja osakkuusyhtiöitä. Näistä merkittävin on yhtiön 90 %:sti omistama Kuntalaskenta Oy (2023: lv. 2,3 MEUR), joka tarjoaa talous- ja palkkahallinnon palveluita julkishallinnolle.

Palvelualueittain Administerin liikevaihto voidaan jakaa taloushallintopalveluihin, HR- ja palkkahallintopalveluihin sekä ohjelmistopalveluihin. Lisäksi Econian kautta tarjoamaan kuuluu työoikeudellisia palveluja, henkilöstövuokrausta sekä isännöintiä. Yhtiö tarjoaa myös konsultointia kaikilla sen liiketoiminta-alueilla, joten erilaista liiketoimintaa on paljon.

Taloushallintopalvelut

Administerin taloushallintopalvelut kattavat digitaalisen taloushallinnon, kirjanpidon, osto- ja myyntilaskujen käsittelyn, raportointipalvelut sekä perintäpalvelut. Kirjanpito palveluihin kuuluu kaikkien lakisääteisten kirjanpito palveluiden tarjoaminen, mitkä voidaan ulkoistaa yhtiölle.

Taloushallintopalveluiden perustana toimii yhtiön asiakasrajapinnassa oleva eFina-taloushallintojärjestelmä, joka on rakennettu tukemaan paperitonta taloushallintoa. Administerin tavoitteena taloushallintopalveluissa on automatisoida kirjanpitäjän perinteisesti manuaalisesti hoitamia työtehtäviä. Yhtiö pyrkii muun muassa tekoälyn avulla käsittelemään ostolaskut ja kuitit tuoden tehokkuutta työtehtäviin. Yhtiö pyrkii hyödyntämään tekoälyä myös kasvavissa määrin kirjanpito työn suorittamisessa.

Konsernirakenne ja merkittävimmät konserniyhtiöt

ADMINISTER

ADMINISTER

- Administer on sähköisiin taloushallinnon palveluihin erikoistunut tilitoimisto
- Perustettu vuonna 1985
- Liikevaihto 18,1 MEUR (2024)



- Palkanlaskennan ja HR-palveluiden asiantuntijayritys
- Osaksi Administeria yritysostolla 2018
- Liikevaihto 25,8 MEUR (2024)

econia

- Econia on talous- ja henkilöstöhallinnon asiantuntijayhtiö
- Osaksi Administeria yritysostolla 2022
- Liikevaihto 21,6 MEUR (2024)

emce

- Taloushallinto- ja toiminnanohjausohjelmisto
- Käytetään Administerin eFina-ohjelmiston taustajärjestelmänä sekä myydään erikseen
- Liikevaihto 7,8 MEUR (2024)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Yhtiön taloushallintoasiakkaat ovat pääasiassa pk-yrityksiä, jotka tyypillisesti ostavat Administerilta kokonaisvaltaisen taloushallinnon palvelukokonaisuuden. Taloushallinnon palvelut ovat pääasiassa jatkuvaluonteista kuukausilaskutusta. Palveluissa on kausiluontoisuutta tilinpäätöskauden vuoksi, minkä vuoksi alkuvuosi on tyypillisesti loppuvuotta vahvempi.

HR- ja palkkapalvelut

Administer tarjoaa palkkahallintopalveluja pääasiassa tytäryhtiönsä Silta Oy:n kautta suurille ja keskisuurille yrityksille. Lisäksi yhtiö tarjoaa palkkahallintoa tilitoimistoasiakkailleen emoyhtiönsä kautta ja julkiselle sektorille Kuntalaskennan kautta. Administer on palkkalaskelmien määrällä mitattuna Suomen suurin palkkahallintopalvelujen tuottaja. Valtaosa HR- ja palkkapalveluiden liikevaihdosta tulee palkanlaskennasta ja pieni osa HR-palveluista.

Palkanlaskenta on isoissa asiakkuuksissa pääosin volyymi- ja tehokkuuskilpailua, sillä prosessien täytyy olla erittäin tehokkaita ja näiden luominen vaatii tiettyä mittakaavaa. Administer käsittelee arviomme mukaan noin 140 000 palkkalaskelmaa joka kuukausi. Palkkahallinnon palvelut ovat luonteeltaan jatkuvia ja liikevaihto kertyy tasaisesti koko vuoden ajan. Palkanlaskenta on myös luonteeltaan varsin defensiivistä, sillä palkat maksetaan suhdanteista riippumatta. Suuremmat henkilöstövähennykset aiheuttavat kuitenkin muutoksia palkkakuittien määrässä.

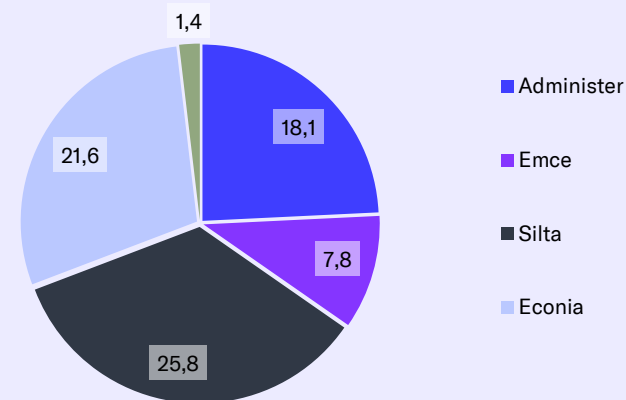
HR- ja palkkapalvelut räätälöidään aina asiakkaan tarpeiden mukaisesti ja palvelukokonaisuus riippuu yleensä asiakkaan koosta. Suuret yritykset ostavat usein vain palkkahallintopalveluja, kun taas pienet ostavat usein laajemman kokonaisuuden sisältäen myös HR-palveluja.

Pienille asiakkaille Administer tarjoaa palvelut omien eFina- ja EmCe-ohjelmistojen kautta, mutta suurten asiakkaiden osalta hyödynnetään useimmiten asiakkaiden omia ohjelmistoja.

Palkkapalveluissa Administer tarjoaa asiakkailleen alustan, jonka kautta he toimittavat tarvittavat aineistot (kuten työsuhde- ja palkkatiedot). Administer käsittelee tiedot aineiston pohjalta ja siirtää tiedot palkkajärjestelmään, jonka kautta aineiston mukaisten palkkojen laskenta ja maksatus tapahtuu. Isoille yrityksille Silta tarjoaa palkkapalveluiden täydellistä ulkoistusta, jossa Silta ottaa käytännössä haltuun yhtiön koko palkanlaskentaosaston henkilöstöineen. Sillan arvolutaus asiakkaalle on tehokkuushyödyt (eli kustannussäästöt) sekä toimintavarmuus, mikä on palkanlaskennassa kriittisessä roolissa.

HR-palveluihin kuuluu asiakkaiden tukeminen niin strategisen tason suunnittelussa kuin operatiivisissa käytännön toimenpiteissä. Yhtiö tarjoaa palveluita muun muassa organisaatorakenteen suunnittelussa, toimenkuvien määrittelyssä, lakisääteisten dokumenttien laatimisessa sekä rekrytointiprosesseissa. Yhtiö tarjoaa myös kokonaisvaltaisia PEO-palveluja (Professional Employer Organization eli työvoiman ulkoistuspalveluja), ja tätä aluetta myös Econia-yritysosto myös vahvisti. HR-palvelut ovat katerakenteeltaan verrattavissa hyväkatteiseen konsultointiliiketoimintaan, mutta PEO-palvelut eivät yllä aivan samalle tasolle.

Liikevaihdon jakauma 2024 (MEUR)



Sillan valikoituja referenssejä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Ohjelmistopalvelut

Administer hyödyntää kehittämiään ohjelmistoja ja ohjelmistoratkaisuja pääasiassa osana sen tarjoamia palvelukokonaisuuksia. Administerin taloushallinnon ytimessä on eFina-ohjelmisto, jonka kautta yhtiö tarjoaa asiakkailleen kirjanpidon, raportoinnin, laskutuksen, palkkahallinnon, arkistot sekä matka- ja kululaskutuksen. Selainpohjaisen eFina-ohjelmiston lisäksi yhtiö on kehittänyt ohjelmistosta mobiiliversion.

Yhtiön EmCe-ohjelmisto toimii taas eFinan palkanlaskennan taustajärjestelmänä, minkä lisäksi yhtiö myy EmCe-ohjelmistoa tilitoimistoasiakkailleen sekä näiden loppukäyttäjille erillisenä tuotteena. Siten varsinainen ohjelmistomyynti koostuu EmCe-ohjelmiston myynnistä. Tästä arvioimme mukaan hieman yli puolet koostuu SaaS-pohjaisesta liikevaihdosta. Tämän lisäksi EmCe toimittaa Microsoftin järjestelmiin pohjautuvaa Microsoft Business Central -toiminnanohjausjärjestelmää.

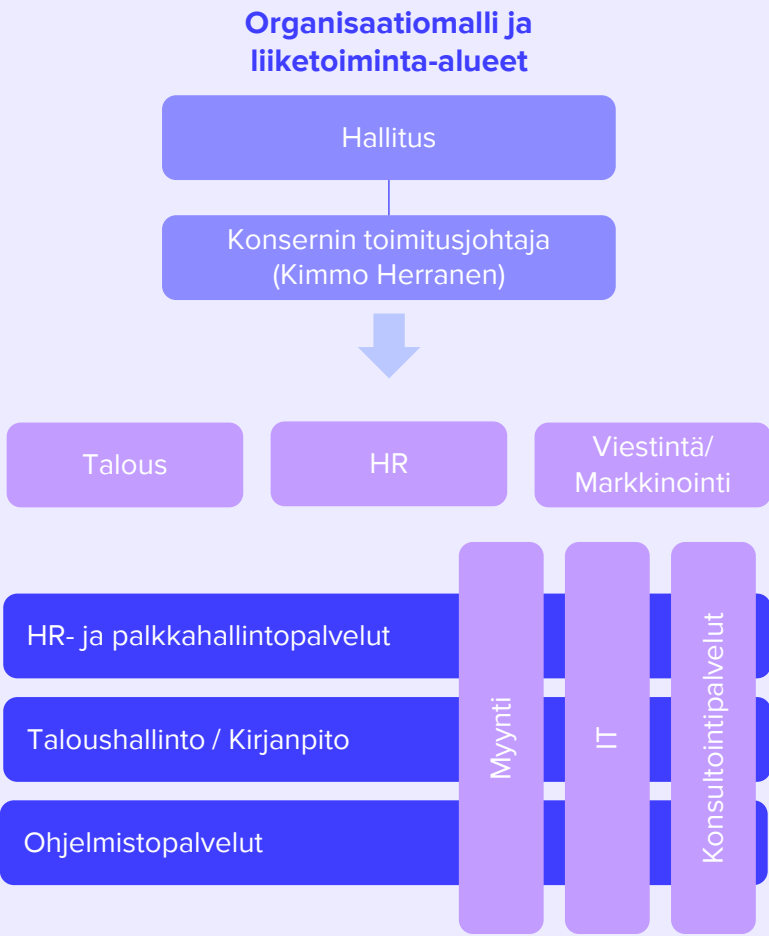
Kokonaisuudessaan arvioimme, että noin 60 % EmCen liikevaihdosta on lisenssituloa ohjelmistoista ja loput 40 % koostuu valtaosin Microsoftin ERP-järjestelmien toimituksista ja käyttöönottopalveluista. Jälkimmäinen on luonteeltaan enemmän ohjelmistopalveluita, ja vähemmän arvokasta kuin SaaS-ohjelmistoliikevaihto. EmCen liikevaihto oli 7,8 MEUR vuonna 2024, mikä on 10 % konsernin liikevaihdosta. Ohjelmistojen merkitys on kuitenkin tätä suurempi, koska niitä käytetään myös sisäisesti muualla konsernissa.

EmCe-ohjelmistossa yhdistyvät taloushallinto- ja palkanlaskentajärjestelmät. Taloushallinnon puolella ohjelmistoon sisältyy kirjanpito, palkkahallinto, laskutus ja raportointi. Lisäksi ohjelmistoon sisältyy

toiminnanohjausjärjestelmän osa-alueita, kuten toimitusketjujen hallintaa, analytiikkaa ja raportointia. EmCen markkinaosuus taloushallinnon ohjelmistoissa on alle 4 %, ja viime vuosien hitaan kasvun perusteella markkinaosuutta on menetetty muille toimijoille. Administer kuitenkin näkee EmCellä paikkansa markkinalla järeänä ammattilaiskäyttäjän työkaluna, ja palkkapuolella ohjelmisto on yhtiön mukaan kilpailijoihin nähden vahva.

Konsultointipalvelut

Administerin konsultointipalvelut muodostuvat pääasiassa talousjohtopalveluihin (esim. CFO- ja controller-palvelut) ja palkkahallintoon liittyvästä konsultoinnista. Konsultointia tarjotaan konsernissa usean tytäryhtiön kautta, joten sen tarkkaa osuutta on haastavaa arvioida tarkasti. Isossa kuvassa kaikki konsultointipalvelut ovat mielestämme tukitai lisäarvopalveluita nykyiselle asiakaskunnalle eri liiketoiminnoissa.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Keskitettyä myyntivastuuta jaettu viime vuonna eri liiketoimintoihin

Muutama vuosi sitten Administer-konsernin myynnistä vastasi sisäinen noin 30 hengen myyntiorganisaatio. Kaikki myyjät myivät Administerin laajaa palvelujen ja ohjelmistojen kokonaisuutta, vaikka myyjillä oli myös omia erityisiä osaamisalueita. Viime vuosina myyntimallia on kuitenkin muutettu ja tehostettu, sillä tulokset eivät olleet aiemmalla mallilla tyydyttäviä. Tänä päivänä jokaisella liiketoiminnalla on oma myyntitiiminsä, joka hoitaa uusmyyntiä. Kokonaisuutena konsernissa on tällä hetkellä noin 20 myyjää.

Yhtenä fokusalueena myynnin kehittämisessä on ristiinmyynnin parantaminen. Tällä hetkellä vain hyvin pieni osa Administerin asiakkaista ostaa palveluita konsernin useammilta liiketoiminnoilta. Osittain ristiinmyyntiä hankaloittaa hyvin erilaiset asiakkaiden kokoluokat ja sitä kautta erilaiset tarpeet. Kokonaisuutena arvioimme, että viime vuosien muutosten myötä myynnin tehostamisessa on otettu jo pieniä positiivisia askelia, ja pienemmällä tiimillä saadaan aikaan ainakin vastaavia tuloksia kuin aiemmin.

Tutkimus- ja tuotekehitys

Administer panostaa merkittävästi omaan tuote- ja tutkimuskehitykseen. Yhtiön tuote- ja tutkimuskehityksen ytimessä on rutiininomaisten tehtävien automaatiota edistävien teknologioiden kehittäminen. Näitä ominaisuuksia yhtiö on kehittänyt sisäisesti erityisesti eFina-ohjelmistoonsa, jota kehittää tänä päivänä vajaa 10 ohjelmistokehittäjää. Merkittävässä roolissa on tekoälyn kehitys, ja tekoälypohjaisten toimintojen automaatiota eFina-järjestelmässä on viime vuosina laajennettu selvästi. Tämä on yhtiön mukaan tuonut toimintaan lisää tehokkuutta, mutta

tämä ei ole kuitenkaan heijastunut yhtiön kannattavuuteen vielä kovinkaan olennaisesti.

Viime vuonna EmCe-tuotteissa on jatkokehitetty avointa API-rajapintaa, panostettu talous- ja palkka-automaatioon sekä integraatoratkaisuihin. Palkanhallinnan sähköisestä asiointista on myös julkaistu ensimmäiset toiminnallisuudet. Econian harmaan talouden torjuntaan ja alihankintaketjujen hallintaan suunnattuun Sedatus -järjestelmään tehtiin viime vuonna lukuisia uusia toiminnallisuuksia ja käytettävyyden parannuksia sekä uusittiin järjestelmän backend -alustaa. Myös Sillan Silta Mobiili -ohjelmisto vaatii jatkuvaa kehittämistä.

Administer kirjaa suuren osan tuotekehitysmenoistaan suoraan kuluina, joiden suuruutta yhtiö ei erikseen raportoi. Yhtiö aktivoi myös osan T&K-menoistaan taseeseen, ja vuonna 2024 aktivoidut tuotekehitysmenot olivat 1,5 MEUR (2023: 2,1 MEUR). Kokonaisuutena Administerilla työskentelee ymmärryksemme mukaan arviolta vajaa 40 ohjelmistokehittäjää.

Julkisen sektorin palvelut

Administer on taloushallinto- ja palkkahallintopalveluidensa osalta merkittävä toimija myös julkisella sektorilla. Yhtiö palvelee julkisen sektorin toimijoita sekä Administer-brändinsä alla että kuntasektorilla Kuntalaskenta-brändin alla. Kuntien tarvitsema taloushallinto ja kirjanpito poikkeavat monilta osin yksityisen sektorin taloushallinnosta. Kunnilla on vaativat raportointivelvoitteet, jotka asettavat erityisiä vaatimuksia IT-järjestelmien osalta. Administerin eFina-ohjelmistoa onkin pidempään kehitetty vastaamaan myös kuntien vaatimuksia.

Kuntalaskennan kilpailijoita ovat muun muassa tiettyjen kuntien itse omistavat Monetra ja Sarastia. Kilpailuasetelma onkin varsin poikkeuksellinen, sillä kuntien omistusosuuksien kautta kunnat voivat joissain määrin kiertää avointa kilpailutusta, minkä laillisuudesta on eriäviä mielipiteitä.

Kuntalaskenta pyrkii kilpailemaan haastavassa asetelmassa avoimien kilpailutusten kautta, ja pienemmissä kunnissa kilpailutustilanteet voivat myös olla aidosti avoimia. Näissä Kuntalaskenta onkin pärjännyt. Kuntalaskenta pyrkii erottautumaan kuntaomisteisista yhtiöistä paremman maineen sekä mahdollisesti parempien hintojen ja yleisesti palvelutarjooman avulla. Syksyllä eduskunnan käsittelyyn näillä näkymin saapuva hankintalain muutosehdotus voisi toteutuessaan avata merkittävästi uutta potentiaalista markkinaa Kuntalaskennalle.

Palvelut muille asiakasryhmille

Administer tuottaa palveluita myös muille kirjanpitovelvollisille, kuten yhdistyksille ja asunto-osakeyhtiöille. Näistä tuleva tulovirta on arviomme mukaan pientä, vaikka asiakasjoukko on kappalemääräisesti suuri. Tyypillisesti Administer tarjoaa näille lain vaatimat vähimmäistoimenpiteet, joita on mahdollisuus täydentää lisäpalveluilla.

Administer liiketoimintamalli

Tuotekehitys ja järjestelmät	 - Administerin tuotekehitys tähtää rutiininomaisten tehtävien automatisointiin ja tekoälyn hyödyntämiseen - Administer tuottaa palvelujaan omien ohjelmistojensa eFinan ja EmCen kautta (EmCeä myydään myös erillisenä ohjelmistona) - Sekä talous- että palkkahallinnossa käytetään myös asiakkaan omia kolmannen osapuolen ohjelmistoja - Konsernissa työskentelee arviolta vajaa 40 henkilöä tuotekehityksessä ohjelmistokehittäjinä			
Palvelualueet	Taloushallinto - Administer konsernin ydin, joka kattaa digitaalisen taloushallinnon, kirjanpidon, osto- ja myyntilaskujen käsittelyn, raportointipalvelut sekä perintäpalvelut - Taloushallintopalvelut tuotetaan pääasiassa Administer emoyhtiön alla - Harmaan talouden torjuntapalvelut ja yrittäjäpalvelut (Econia)	HR- ja palkkahallinto - Palkkahallintopalvelut tuotetaan pääasiassa tytäryhtiö Sillan kautta - Palvelut räätälöidään asiakkaan tarpeiden mukaisesti - Tarjotaan palkkahallinnon ulkoistuksia, jotka tarjoavat asiakkaille tehokkuushyötyjä - HR-palvelut kattavat mm. rekrytointi- ja PEO-palvelut	Ohjelmistot - Ohjelmistoratkaisuja hyödynnetään pääasiassa osana yhtiön tarjoamia palvelukokonaisuuksia - EmCe-ohjelmistoa myydään asiakkaille myös palveluista erillisenä ohjelmistona - Yhtiö pyrkii myös jatkuvasti kehittämään uusia taloushallintoon liittyviä ohjelmistoratkaisuja	Konsultointi - Pääasiassa talousjohtopalveluihin ja (esim. CFO- ja controller-palvelut) palkkahallintoon liittyvää konsultointia. Lakipalveluita tarjotaan n. 10 hengen tiimillä - Konsultointia tarjotaan jokaisen palvelualueen kyljessä 2025 lähtien konsultointi siirretty osaksi konsernin muita toimintoja
Asiakaskunta	Pääasiassa pk-yrityksiä, mutta myös keskisuuria ja suuria yrityksiä	Pääasiassa keskisuuria ja suuria yrityksiä, Kuntalaskennan kautta myös julkisen sektorin toimijat	Tilitoimistot sekä näiden loppukäyttäjäasiakkaat	Pääosin pk-yrityksiä
Markkinat	Pääkohdemarkkinat Suomen noin 1,4 miljardin taloushallintomarkkina, yli 300 MEUR:n HR-palvelumarkkina sekä taloushallinnon ohjelmistojen markkina			
Myynti	- Jokaisella liiketoiminnalla oma myyntitiimi ja kokonaisuutena konsernissa noin 20 myyjää - Fokusalueena myynnin kehittämisessä on ristiinmyynnin parantaminen			

Sijoitusprofiili

Käänneyhtiö hakemassa kannattavan kasvuyhtiön leimaa takaisin

Voimakkaan yritysostovetoisen kasvun, sen tuomien haasteiden ja Suomen talouden heikentymisen myötä Administer on viime vuosina tipahtanut sijoitusprofiililtaan käänneyhtiöiden laariin. Vuonna 2023 aloitetut tehostamistoimet ovat kuitenkin tuottaneet tuloksia, ja yhtiön tulostakäänne on edennyt viimeisen reilun vuoden hyvin. Potentiaalia on kuitenkin vielä selvästi parempaan, ja yhtiöllä riittää vielä tekemistä lunastaakseen kannattavan kasvuyhtiön leiman takaisin. Yhtiön liiketoiminta on taloushallinnon alueella erittäin moniulotteista, eikä yhtiötä ole helppo laittaa yhteen muottiin suurten ja suhteellisen itsenäisten tytäryhtiöiden takia. Konsernin sisällä on myös useampia eri liiketoimintaprofiilin omaavia liiketoimintoja, mikä kasvattaa kompleksisuutta edelleen. Suurin osa liiketoiminnasta on kuitenkin suhteellisen henkilöintensiivistä asiantuntijaliiketoimintaa, jota täydennetään ja tehostetaan sitä tukevilla ohjelmistoilla.

Vahvuudet ja potentiaali

Laaja-alainen tarjonta ja osaaminen: Administerin tarjonta kattaa käytännössä kaikki taloushallinnon osa-alueet, ja yhtiö pystyy palvelemaan kaikkia potentiaalisia asiakaskuntia pienistä start-up yrityksistä aina Suomen suuryrityksiin. Lisäksi yhtiöllä on merkittävä määrä ohjelmisto-osaamista. Onnistuessaan yhtiöllä on vielä selvää potentiaalia saada tästä kokonaisuudesta synergioita irti niin myynnin kuin kulujen puolella.

Liiketoiminta on varsin defensiivistä, sillä kirjanpito ja

palkanlaskenta täytyy hoitaa talouden suhdanteista riippumatta. Econian henkilöstövuokraus tuo tähän kuitenkin selvän poikkeuksen. Kokonaisuutena Administerilla on kuitenkin hyvä asema defensiivisellä ja kasvavalla toimialalla.

Tulovirrat ovat hyvin hajautuneet niin asiakaskohtaisesti kuin palveluiden välillä. Näin ollen yhtiö ei ole kovin riippuvainen yksittäisen yhtiön, sektorin tai edes liiketoiminta-alueen menestyksestä. Suurimmat asiakkuudet ovat käsityksemme mukaan keskimäärin noin 1 MEUR:n kokoluokassa (vuodessa).

Kassavirtaprofiili on hyvä negatiivisen käyttöpääoman vuoksi. Yhtiö aktivoi vain osan tuotekehityksestään, mitä kautta kassakonversio on hyvällä tasolla.

Oman ohjelmisto-osaamisen tarjoama potentiaali: Administer on panostanut automaatioon, robotiikkaan ja tekoälyyn, jota yhtiö hyödyntää osana kirjanpito-ohjelmistojaan. Onnistuessaan yhtiö voi luoda tästä kilpailuedun itselleen, mutta toistaiseksi panostukset eivät ole heijastuneet tehokkuuteen tai kannattavuuteen.

Keskeiset heikkoudet ja riskit

Kannattavuus on ollut historiassa vaisu ottaen huomioon yhtiön omat tavoitteet ja toimialan varsin houkutteleva kannattavuuspotentiaali. Yrityssostojen myötä kasvanut monimutkaisuus ja tehottomuus sekä orgaanisen kasvun puute ovat olleet mielestämme keskeisimpiä haasteita. Kannattavuuden parantaminen on kuitenkin otettu strategiassa keskeiseksi fokusalueeksi, ja kehitys on ollut vuodesta 2024 lähtien oikeansuuntaista.

Selkeän fokuksen puute: Administerin laaja tarjonta kääntyy selväksi vahvuudeksi, jos kokonaisuus saadaan toimimaan ja kilpailukyky vahvistuu kaikilla alueilla. Tällä hetkellä meidän on vaikea määrittää Administerin ydinkohderyhmää, jossa yhtiön tarjonta olisi ylivertainen (ja siten kilpailuetu olisi vahva). Osasyynä tähän on selkeän fokuksen puute, koska yhtiön rajalliset resurssit ovat hajautuneet erittäin laajoille alueille. Yhtiö kuitenkin pyrkii jatkuvasti kehittämään kaikista liiketoiminnoista itsenäisesti kilpailukykyisiä ja kannattavia.

Orgaaninen kasvu on laskelmiemme mukaan ollut heikkoa, mikä kertoo nähdäksemme heikon talousympäristön lisäksi hankaluuksista myynnin puolella kuin myös yritysostoihin liittyvästä asiakasvuodosta.

Kilpailun kiristyminen: Taloushallinto digitalisoituu varsin nopeasti, mitä kautta toimialalle voi tulla uusia toimijoita ja kilpailu olemassa olevien toimijoiden kanssa voi kiristyä. Erityisesti ohjelmistoissa kilpailu on jo osin rajat ylittävää, ja mahdolliset skaalaedut ovat merkittäviä. Sitä kautta erityisesti ohjelmistot (EmCe) ovat alttiita myös kansainväliselle kilpailulle, vaikka palvelut ovat enemmän paikallisia. Keskisuurena toimijana näemme EmCe:llä riskin jäädä väliin putoajaksi ohjelmistojen taistossa.

Yrityssostojen epäonnistuminen: Administerin historialliset näytöt yritysostoilla arvonluonnista ovat kyseenalaiset. Esimerkiksi Adnerin ja Econian ostot ovat näkemyksemme mukaan tuhonneet arvoa, ja joissakin pienemmissä tilitoimistoissa asiakaspoistuma on ollut tavoiteltua korkeampaa yrityskauppojen jälkeen. Silta-yritysjärjestely on taas käsityksemme mukaan ollut onnistunut.

Sijoitusprofiili

1

Hyvä asema defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla

2

Hajautunut liiketoimintakokonaisuus taloushallinnon ympärillä

3

Kannattavuuskäännne lähtenyt hyvin liikkeelle ja siinä on edelleen merkittävää parantamisen varaa

4

Maltillinen riskiprofiili pääosin defensiivisten tulovirtojen ansiosta

5

Yritysstostrategia ei ole viime vuosina luonut arvoa

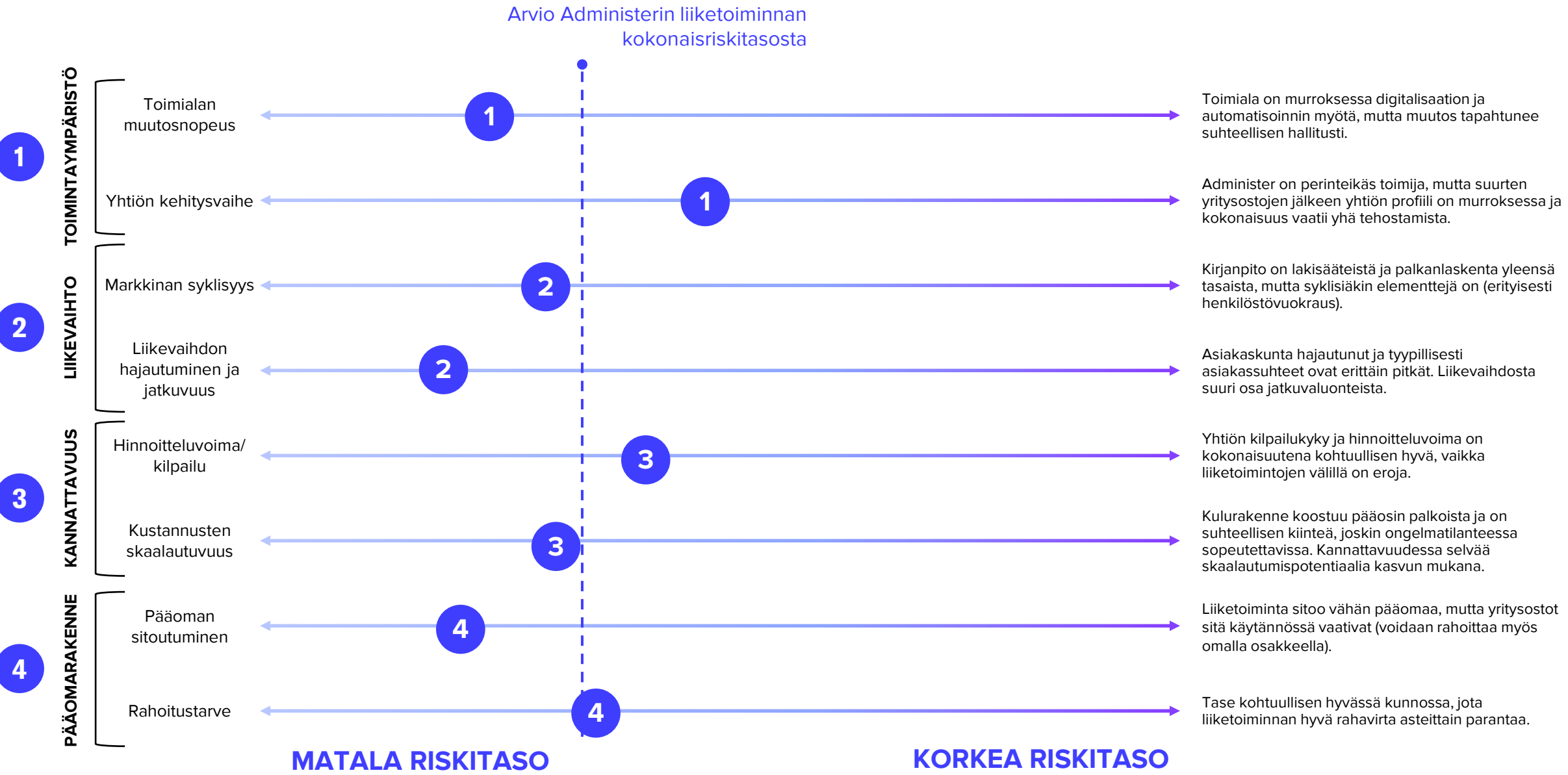
Potentiaali

- Näemme tehokkuudessa ja kannattavuudessa merkittävää parantamisen varaa kaikissa liiketoiminnoissa
- Voimakas tuloskasvu kannattavuuden parantuessa ja mikäli orgaaninen kasvu piristyy Suomen talouden mukana lähivuosina
- Administerin liiketoimintojen kassavirtaprofiili on hyvä
- Kasvu onnistuneilla yritysostoilla
- Hyväksyttävän arvostustason nousu taloudellisen suorittamisen parantuessa

Riskit

- Yritystostojen integraation puutteeseen ja kasvavaan organisaatorakenteeseen liittyvät riskit
- Teknologiapanostuksien (automaatiikka / tekoäly) hyödyt eivät ole toistaiseksi heijastuneet kannattavuuteen
- Monimutkaisen kokonaistarjoaman hallitseminen ja alisuoriutujaksi jääminen
- Heikkona jatkuva tilanne, kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat

Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala 1/6 (Tilitoimistot)

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,4 miljardia euroa vuonna 2023. Tilitoimistojen asiakasyritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä jossain määrin keskiuurista yrityksistä. Keskiuurissa ja suurissa yrityksissä taloushallinto hoidetaan vielä pitkälti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistustrendi etenee asteittain. Jos nykyisten asiakkaiden itse tekemän taloushallinnon työn ja vielä ulkoistamattomien (ulkoistusaste Suomessa arviolta 70-80 %) yritysten taloushallinnon työn arvo huomioitaisiin markkinan määrittelyssä, olisi markkinan koko huomattavasti nykyistä suurempi.

Markkina on erittäin defensiivinen. Yrityksillä on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, että toimiala on selvinnyt finanssikriisistä ja eurokriisistä ilman liikevaihdon laskua. Koronapandemian yhteydessä vuonna 2020 alan liikevaihto laski vajaat 3 % ja elpyi nopeasti vuonna 2021. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että asiakkaiden liiketoimintojen kutistuessa myös tilitoimiston laskutus yleensä tippuu.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,1 % vuodessa jaksolla 2002-2023. Lyhyellä aikavälillä Suomen talouden heikko kehitys voi jarruttaa kehitystä, mutta pitkällä aikavälillä odotamme noin 2-4 %:n kasvun jatkuvan.

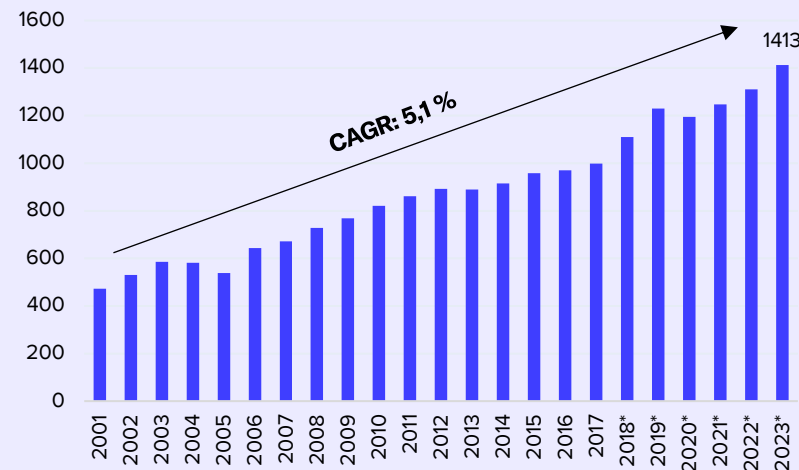
Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arviomme mukaan olleet noin puolet markkinan kasvusta. Kirjanpidon sähköistymisen ja digitalisaation myötä kiristyneen kilpailun vuoksi merkittäviä hinnankorotuksia on nykyään vaikeampaa saada läpi, vaikkakin viime vuosina kohonnut inflaatio on näitä mahdollistanut. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Tämä sidonnaisuus on kuitenkin arviomme mukaan asteittain murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä. Viime vuosina vauhdittunut tekoälyn kehitys kiihdyttää tätä trendiä entisestään. Samalla digitalisaatio on lisännyt kirjanpidon rutiinipalveluiden laajuutta, mikä on tukenut transaktioliikevaihdon kasvua.

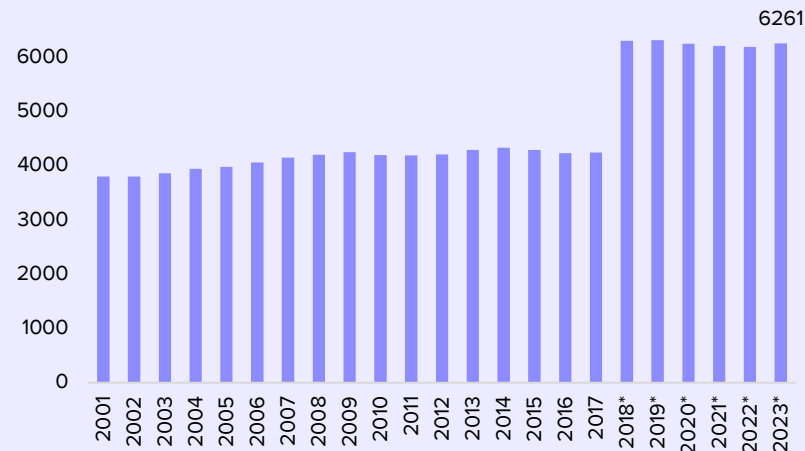
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, joka näkyikin toimialan luvuissa. Vuosina 2023-2024 heikentyneessä taloussympäristössä transaktiomäärissä on nähty alan yhtiöiden mukaan laskua, mutta kokonaismarkkina on siitä huolimatta kasvanut.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajureina toimivat lähivuosina erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistuminen. Yritykset ulkoistavat yhä enemmän tukitoimintojaan (esim. IT) keskittyessään ydinliiketoimintaansa. Tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluille.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



* Toimialan tilastoyksiköiden joukko on laajentunut ja luvut ovat uuden laskentatavan mukaiset 2018 alkaen. Suurin vaikutus muutoksella oli yhtiöiden lukumäärään. Markkinan kokoon vaikutus oli pieni.

Lähde: Tilastokeskus, Taloushallintoliitto

Toimiala 2/6 (Tilitoimistot)

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jota ajavat digitalisaatio, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo vallitseva käytäntö, monissa tilitoimistoissa paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn on edennyt viime vuosina laajalla rintamalla ja tulee vääjäämättä jatkumaan. Sähköistyminen on muuttamassa tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta konsultin työtehtävät kasvattavat merkitystään. Tämä vapauttaa resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen. On kuitenkin hyvä muistaa, että asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/tilitoimistosuhde voi muodostua hyvin läheiseksi, ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys, mikä selittää toimialan pientä asiakasvaihuvuutta.

Valtaosa pienistä ja paikallisista tilitoimistoista pyrkii lähinnä säilyttämään oman reviirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys ja lainsäädäntömuutosten tuomat vaatimukset ovat merkittävä haaste ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit haastaa muita tilitoimistoja. Toisaalta toimialan suurimmat hallitsevat sähköisen palvelun ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa.

Markkina edelleen hyvin fragmentoitunut

Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2023 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 6261 yritystä. Vuodesta 2018 lähtien lukuihin vaikuttaa raportointitavan muutos, ja aktiivista liiketoimintaa

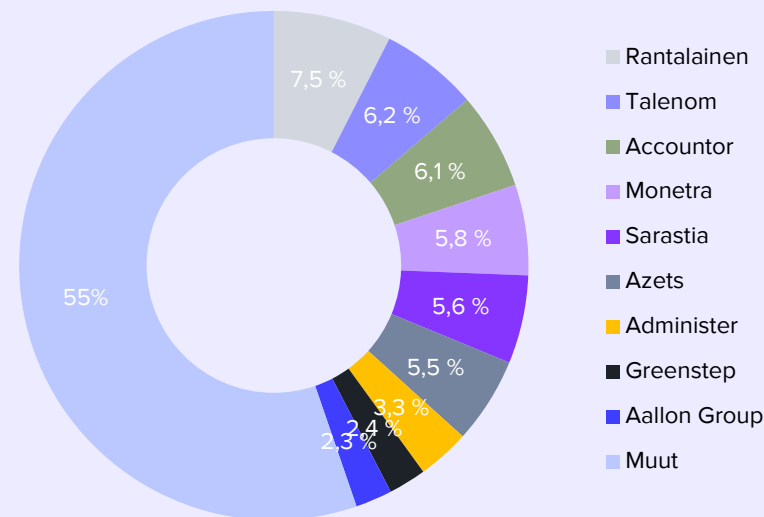
harjoittavia tilitoimistoja on Suomessa edelleen reilu 4000. Keskimääräisessä yrityksessä on vain reilu 2 työntekijää. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen tai ohjelmistohankintoihin, eikä vastata regulaation tuomiin lisävaatimuksiin. Sääntelyn puolella haasteita aiheuttavat esimerkiksi rahanpesuun, asiakkaiden tunnistamiseen, tietoturvallisuuteen ja asiakasdatan käsittelyyn liittyvät asiat. Näistä seikoista huolimatta tilitoimistojen lukumäärä ei ole viime vuosina olennaisesti laskenut, mutta suurimpien yhtiöiden osuus koko markkinasta on kasvanut.

Alan merkittävimpiä toimijoita Suomessa ovat Rantalainen, Talenom, Accountor, Azets, Administer, Greenstep ja Aallon Group sekä julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Sarastia. Edellä mainitut yhtiöt ovat myös Administerin keskeisiä kilpailijoita. Administer (Administer tilitoimisto + Silta + Econian taloushallintopalvelut) muodostaa markkinaan merkittävän toimijan.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan edellä mainitut yhdeksän suurta toimijaa pitivät vuonna 2023 hallussaan noin 45 % markkinasta, joten merkittävä osa siitä on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Suurten toimijoiden osuus markkinasta on kuitenkin ollut jo pitkään asteittaisessa nousussa ja arvioimme hitaan konsolidaation jatkuvan. Edellä mainittujen lisäksi tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä. Yritysostoista on tullut myös hyvin normaali käytäntö toimialalla, ja joissakin tapauksissa pienempiä toimijoita on yhdistynyt, jotta tämä kokonaisuus näyttää suuremmille yhtiöille entistä kiinnostavammalta ostokohteelta.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista Suomessa 2023



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot ja kotisivut, Inderes, luvuissa pyritty huomioimaan vain taloushallinto- ja palkkapalveluista syntyvä liikevaihto

Toimiala 3/6 (Tilitoimistot)

Skaalaetujen merkitys korostuu

Tilitoimistoliiketoiminnassa koolla on tänä päivänä väliä, ja skaalaedut tukevat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatiassa mahdollistavat erittäin vahvan kannattavuuden ydinliiketoiminnassa ja toisaalta myös kasvavan hintakilpailun, mikäli automaatio yleistyy merkittävästi ja se määrää joskus ns. rajahinnan. Esimerkiksi Talenomin arvion mukaan ~10 vuoden päästä kirjanpidon perustehtävistä ei makseta enää oleellisia palkkioita, koska ne on automatisoitu täysin. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi skaalaetuja on saavutettavissa myynnin ja markkinoinnin alueilla. Suurempi kokoluokka antaa myös paremmat mahdollisuudet investoida ohjelmistoihin tai omaan teknologiakehitykseen. Sääntelyn tuomat pakolliset kustannukset skaalautuvat myös koon kasvaessa, mutta voivat olla pienille tilitoimistoille ylitsepääsemätön kasvun este, kun toiminnan skaalaamista noin miljoonan euron liikevaihdosta useampiin miljooniin edes suunnitellaan.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Muutospaineet haastavat toimialaa ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Jo tähän mennessä merkittävän aseman toimialalla saavuttaneet ovat hyvissä asetelmissa myös jatkoa ajatellen. Näillä kaikilla on vielä edellytyksiä kasvattaa markkinaosuuttaan pienten toimijoiden kustannuksella ja niitä ostamalla. Jossain kohtaa kasvun rajat konsolidaatiossa tulevat tältä osin vastaan, ja pidemmällä aikavälillä toimialalla voidaan hyvin mahdollisesti nähdä myös yritysjärjestelyjä suurempien toimijoiden välillä.

Kilpailu toimialalla on edelleen varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut aina rajattua. Alan suuremmista toimijoista Talenom on ollut käytännössä ainoa aidosti aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö jo pitkään, ainakin merkittävässä mittakaavassa. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa ”reviiriä” ja muut suuret toimijat ovat panostaneet pääosin yritysostoihin.

Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitääkin arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä kasvotusten, mikä tekee kilpailusta alueellista. Kilpailu voi myös olla rajoittunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot, eivätkä pienemmät yhtiöt pienillä paikkakunnilla ole välttämättä kovin houkuttelevia ostokohteita isommille toimijoille.

Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

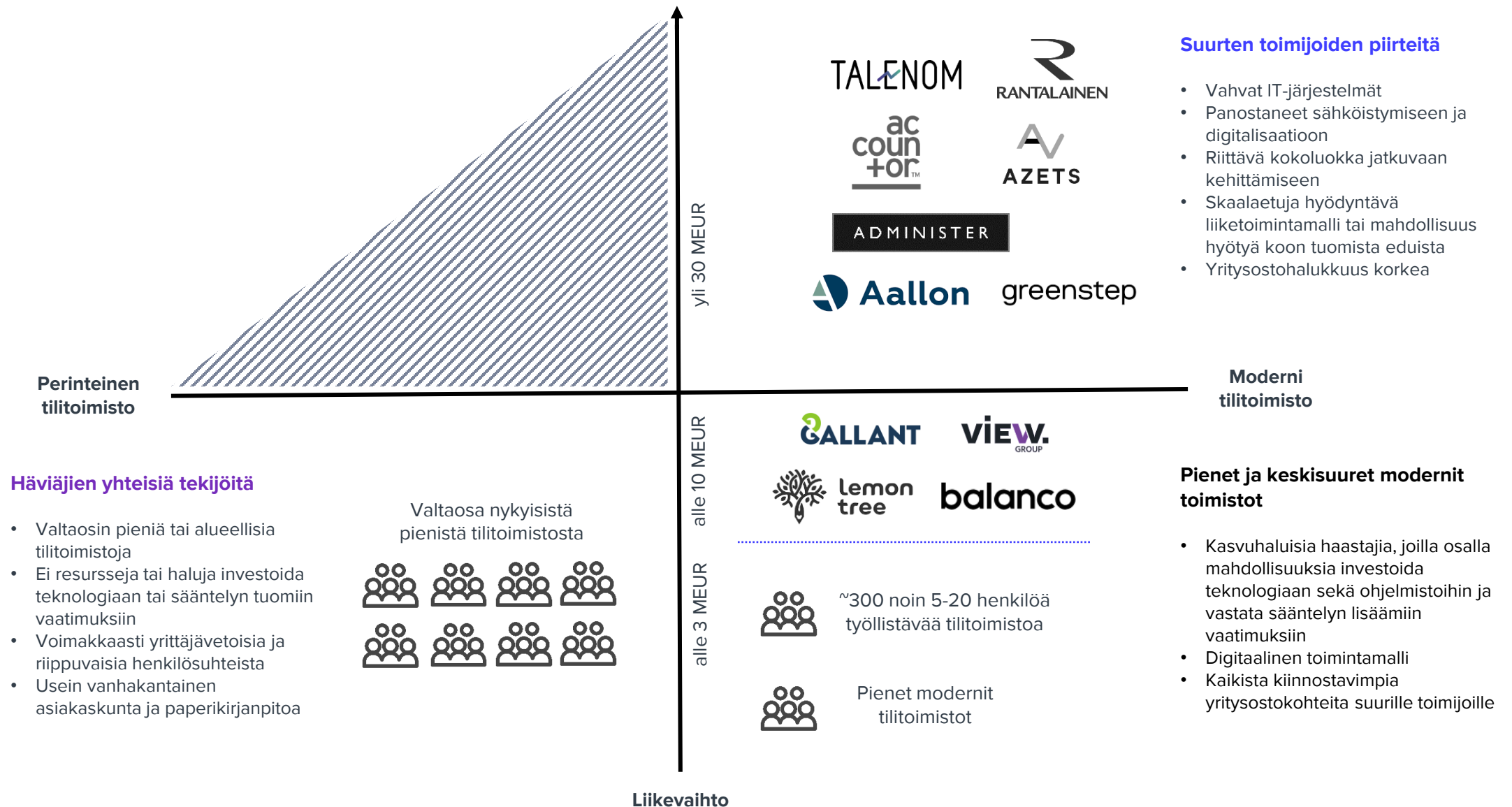
Tilitoimistojen liiketoiminnassa on selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuusta maaliskuulle. Tämä korostaa erityisesti ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Tämä heijastuu myös Ministeriön tilitoimistoliiketoimintaan, mutta yhtiön muut liiketoiminnat tasoittavat tätä vaihtelua.



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä noin 2-4 %:n vuosivauhtia.
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa.
- Toimiala on edelleen hyvin fragmentoitunut
- Yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, sillä kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille.
- Kilpailu on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaan eivät ole erityisen aggressiivisia. Hintakilpailu on suhteellisen maltillista.
- Asiakassuhteet ovat normaalisti erittäin pitkiä ja asiakaspoistuma johtuu usein yritysostosta tai konkurssista.
- Defensiivisyyden, kasvun ja terveen kannattavuuden ansiosta vahva markkinaposition toimialalla on erittäin arvokas.
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan.
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistyminen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvuajurin
- Arviomme mukaan skaalaetujen merkitys tulee korostumaan tulevaisuudessa entisestään automatisaation edetessä, mitä tekoäly kehitys kiihdyttää
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä korkeana.

Tilitoimistojen kilpailukenttä Suomessa



Toimiala 4/6 (Palkanlaskenta)

Palkanlaskenta suurissa yhtiöissä

Palkanlaskenta on osa tilitoimistojen normaalia toimintaa, mutta yleensä se on enemmänkin osa muuta taloushallintoa. Pk-yrityksille tilitoimistojen tarjoamat standardiratkaisut ovat lähtökohtaisesti täysin riittäviä. Administerin kohdalla palkanlaskenta on merkittävästi normaalia suuremmassa roolissa Sillan kautta. Sillan asiakkaita ovat mm. Nokia, Neste ja Kemira, joiden volyymit, tarpeet ja vaatimustasot poikkeavat merkittävästi pk-yrityksistä. Suuryhtiöissä palvelut räätälöidään asiakastarpeisiin ja niitä hoitaa yleensä palkanlaskentaan erikoistuneet yhtiöt.

Palkanlaskennan ulkoistamisratkaisut

Silta tarjoaa asiakkailleen koko palkanlaskennan ulkoistamista, jolloin yhtiö rakentaa asiakkaalle digitaalisen palkka- ja HR-palveluiden kokonaisuuden. Silta tarjoaa asiakkailleen integraatioalustan, jonka kautta eri järjestelmät keskustelevat keskenään ja tieto liikkuu automaattisesti järjestelmien välillä. Tämä on merkittävä investointi toiminnan alkuvaiheessa. Sillan osaamis- ja palveluvalikoimaan kuuluvat seuraavat palkkajärjestelmät: CGI Palkat (pääjärjestelmä), Mepco sekä EmCe.

Palkanlaskennan ulkoistaminen tarkoittaa yleensä sitä, että tehtävä annetaan tilitoimiston hoidettavaksi ilman suurempia rakenteellisia järjestelyitä. Esimerkiksi Silta ottaa toiminnan haltuunsa ja kehittää sitä hyödyntäen omaa erikoisosaamistaan ja teknologiaratkaisujaan. Suuryrityksien kohdalla sisäisen toiminnan ulkoistaminen voi tarkoittaa myös henkilöstön siirtymistä asiakkaalta Siltaan. Koko käyttöönottoprosessi voikin kestää jopa vuoden. Prosessin onnistuessa palkanlaskenta tehostuu ja henkilöt vapautuvat palvelemaan asiakkaita laajemmin, mitä kautta liiketoiminnasta voi muodostua hyvin kannattavaa.

Asiakkaat hakevat ulkoistuksella luotettavuuden ja helppouden lisäksi säästöjä, minkä takia tehostaminen on onnistumisen edellytys.

Liiketoiminnan luonne

Palkanlaskenta suuryrityksille on ensisijaisesti volyymi- ja tehokkuuslaji, koska yksikkökustannukset on painettu alas. Yhden ”palkkapussin” laskeminen maksaa yleensä noin 7-20 euroa, mutta volyymien mukana alalaita lienee merkittävästi lähempänä. Sillalla on käsityksemme mukaan 140 tuhatta ”palkkapussia” hoidettavana kuukaudessa, mikä tarkoittaisi esimerkiksi 11-13 euron kappalehinnalla yli 1,5-1,8 MEUR liikevaihtoa kuukaudessa (18,5-21,8 MEUR / vuosi).

Suuryrityksien palkanlaskenta onkin pitkälle hiottua prosessiteollisuutta, jotta toiminta on mahdollisimman automatisoitua ja virheetöntä. Volyymien mukana kannattavuus voi skaalautua, mutta markkinassa kilpailukykyinen järjestelmä / liiketoiminta vaatii suurempia investointeja kuin perinteinen tilitoimisto. Markkinalle tulokynnys on korkeampi erityisesti suuryhtiöissä, jotka vaativat referenssejä, auditointeja ja luotettavuutta. Dynamiikka on siten erilainen kuin tilitoimistopalveluissa.

Palkanlaskennan kilpailukenttä suuryrityksissä

Aiemmin mainitusta kilpailukentästä suuryrityksille tarjoavat palveluita jossain määrin esimerkiksi Accountor ja Visma, mutta Sillan pääkilpailijat ovat palkanlaskentaan erikoistuneita yhtiöitä kuten Zalaris (listattu Oslossa) ja belgialainen SD Worx. Molemmat ovat levittäytyneet laajasti Eurooppaan, ja molemmilla on myös omat ohjelmistot toimialalle. Tätä kautta suora vertailu Siltaan voi olla osin harhaanjohtavaa, vaikka Administerilla on myös omaa ohjelmistotarjontaa EmCen tukemana.

Palkanlaskentaan erikoistuneita yhtiöitä ja muita toimijoita



Toimiala 5/6 (HR-palvelumarkkina)

HR-palvelumarkkinat

HR-palvelualalla Administerin kohdemarkkinat voidaan jakaa henkilöstöhallinnon konsultointiin, rekrytointipalveluihin sekä taloushallinnon henkilöstövuokraukseen. Kokonaisuudessaan kohdemarkkina on Tilastokeskuksen datan pohjalta arvioituna ollut viime vuosina yli 300 MEUR:n kokoinen. Palveluerissä on Tilastokeskuksen aineistossa varsin suurta vuosikohtaista vaihtelua, joten markkinakoon tarkkaan määrittelyyn liittyy epävarmuutta.

HR-palvelumarkkinasta vajaa puolet koostuu rekrytointipalveluista, joka on noin 150 MEUR:n kokoinen. Henkilöstöhallinnon konsultointipalvelut muodostavat puolestaan noin puolet markkinasta. Rekrytointipalvelut ovat kasvaneet kokonaismarkkinasta nopeimmin edellisen kymmenen vuoden aikana. Kasvun taustalla on arviomme mukaan ulkoistamistrendi rekrytoinneissa sekä haasteet löytää osaajia. Kokonaisuudessaan HR-palvelumarkkina on kasvanut noin 8 %:n vuotuista vauhtia vuosien 2013-2023 välillä. Tähän liittyy kuitenkin epävarmuutta joidenkin puuttuvien datapisteiden takia, joissa olemme käyttäneet omia oletuksiamme.

HR-palvelualan odotetaan muuttuvan entistä kokonaisvaltaisemmaksi osaksi yritysten liiketoimintaa tukien siten markkinan kasvua. Administer näkee, että HR-palveluissa erityisesti data-analytiikan ja teknologian hyödyntäminen on Suomessa vielä aikaisessa vaiheessa, ja yhtiö näkee tässä selviä kasvumahdollisuuksia.

Taloushallinnon ohjelmistomarkkinat

Administer toimii EmCen kautta myös Suomen taloushallinnon ohjelmistojen markkinalla. Tarkkaa tietoa markkinan koosta ei ole, mutta sen on yleisesti arvioitu

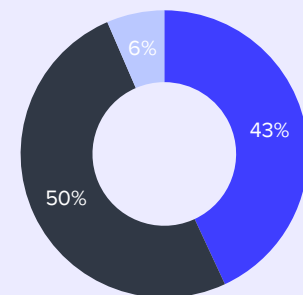
olevan 300 MEUR:n kokoluokassa tilitoimistoille. EmCen tarjonnassa on myös Microsoftin toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) tarjontaa, mikä vaikeuttaa kokonaisuuden hahmottamista edelleen.

Taloushallinnon ohjelmistojen markkina on nähdäksemme selvässä kasvussa, jota tukevat digitalisaatioon linkittyvät markkinatrendit. Isossa kuvassa taloushallinnon ohjelmistomarkkinan kasvu perustuu siihen, että sen osuus taloushallintopalveluiden arvoketjusta kasvaa automaation myötä. Kirjanpitäjän ja taloushallinnon rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan ohjelmistoilla, jolloin perinteisen, käsityönä tehtävän työn osuus arvoketjusta pienenee (kuten tositteiden mapittaminen, tositteiden tiliöinti kirjanpito-ohjelmaan ja laskujen postittaminen). Verkkolaskutuksen yleistymisen on markkinan kasvun keskeinen mahdollistaja, sillä paperilaskuista luovuttaessa ohjelmistosta saadaan tehokkuushyötyjä irti.

Verkkolaskutusta on ollut jo vuosikymmeniä, mutta tekemistä on edelleen. Pidämme laskutuksen sähköistymistä vääjäämättömänä mm. EU:n ajaessa tätä voimakkaasti eteenpäin verkkolaskustandardilla. Tällä yrityksillä pakotetaan sähköisen laskutuksen ja viranomaisilmoitusten piiriin. Suurissa yrityksissä siirtymä sähköisiin taloushallinnon ratkaisuihin on jo pitkälti tapahtunut, kun osassa pk-yrityksissä siirtymä on edelleen alkuvaiheessa maasta riippuen.

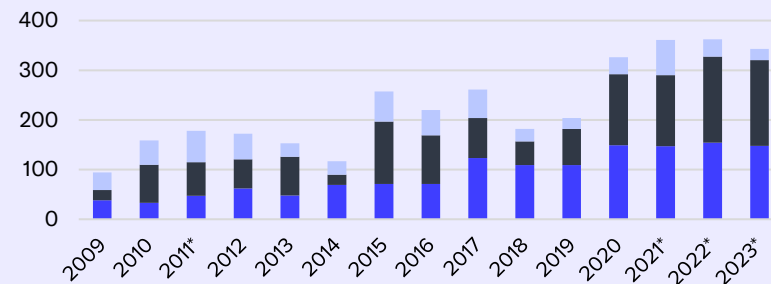
Suomi on taloushallinnon teknologiamurroksessa selvästi Euroopan kärkikastia. Esimerkiksi Eurostatin tilastojen mukaan vuonna 2023 noin 78 % suomalaisista yrityksistä oli ostanut jonkinlaisia pilvipohjaisia ohjelmistoja tai palveluja. Pilvipohjaisten taloushallinto-ohjelmistojen käyttö Suomessa on myös hyvin yleistä.

Arvio HR-palvelumarkkinan jakaumasta 2023 (%)



- Rekrytointipalvelut (ml. Johtohenkilöiden rekrytointipalvelut)
- Henkilöstöhallinnon konsultointipalvelut
- Taloushallinnon henkilöstön vuokrauspalvelut

HR-palvelumarkkinan erien kehitys



- Taloushallinnon henkilöstön vuokrauspalvelut
- Henkilöstöhallinnon konsultointipalvelut
- Rekrytointipalvelut (ml. Johtohenkilöiden rekrytointipalvelut)

Lähde: Tilastokeskus

* Vuosien 2011 ja 2021-2023 osalta puuttuvia datapisteitä, joiden osalta käytetty Inderesin oletuksia.

Lähde: Inderes, Administer

Toimiala 6/6 (Taloushallinto-ohjelmistot)

Kilpailua useammassa tasossa

Pienemmillä tilitoimistoilla ei ole suurten toimijoiden resursseja investoida omiin ohjelmistoihin, mikä luo tarpeen ohjelmistotoimittajille. Taloushallinnon ohjelmistomarkkinoilta löytyy laaja valikoima ohjelmistoja. Eroja löytyy mm. ohjelmistojen laajuudessa (taloushallinto, muut yritysohjelmistot, toimialakohtaiset ratkaisut, ERP), palvelujen kattavuudessa (ohjelmisto / tilitoimisto), kohdeasiakasryhmissä (mikro-, pk- & suuryritykset) ja hinnoitteluperusteissa.

Tilisanomien vuonna 2021 tekemässä tilitoimistoammattilaisille suunnatussa kirjanpito-ohjelmistovertailussa EmCen markkinaosuus oli noin 4 %, ja vuoden 2023 vertailussa hieman alle 4 %. Liikevaihdon vakaan kehityksen perusteella EmCen osuus ei ole myöskään euromääräisesti ainakaan olennaisesti kasvanut viime vuosina. EmCe asemoituu markkinalla edelleen selvästi haastajan asemaan, mitä kautta markkinaosuuksien voittaminen olisi yhtiölle tärkeää. Ohjelmistoissa skaalaeduct ovat selkeitä, koska T&K-panostuksia on helpompi tehdä suuremmasta tulovirrasta. Käyttäjien tyytyväisyydellä, ohjelmiston helppokäyttöisyydellä ja työskentelyn tehokkuudella mitattuna ohjelmisto sijoittui vertailussa hieman keskikastin alapuolelle. Tämä osaltaan nostaa huolia ohjelmiston pidemmän aikavälin kilpailukyvvystä, sillä suosituimpia ohjelmistoja kehitetään huomattavasti suuremmilla resursseilla.

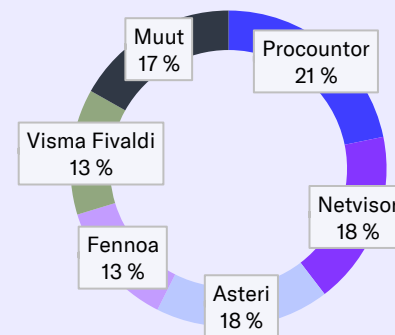
Positiivisella puolella Tilisanomien tekemässä vuoden 2024 palkkaohjelmistojen vertailussa EmCe sijoittui keskiarvon yläpuolelle, mikä kertoo EmCen vahvuuksien olevan palkanlaskennan puolella. Hyvän yleisarvosanan lisäksi

kiitosta sai niin ohjelmiston tuki, hinta-laatusuhde, asiakastarpeiden mukaisten raporttien tuottaminen, ohjelmiston helppokäyttöisyys ja tehokkaan työskentelyn mahdollistaminen.

Yksinkertaistaen kilpailukentästä löytyy nähdäksemme karkeasti kolmenlaisia toimijoita: 1) puhtaasti ohjelmistoon keskittyvät yhtiöt (esim. Visma, Accountor / Procountor, Fennoa), 2) ohjelmistoja ja tilitoimistopalveluja yhdistävät yhtiöt (kuten Administer) ja 3) tilitoimistotoimijat, joilta löytyy itse kehitettyjä ohjelmistoja (esim. Talenom). Markkinoilta löytyy myös paljon täsmäratkaisuja tiettyihin taloushallinnon alueisiin.

Administerin kannalta kilpailutilanne on moninainen. EmCen tilitoimistoille sekä näiden asiakkaille suunnatun ohjelmistomyyntin kautta yhtiö kilpailee puhtaasti ohjelmistoihin keskittyvien yhtiöiden kanssa, mutta toisaalta tilitoimistoliiketoiminnassaan Administer kilpailee omaa ohjelmistokehitystä tekevien tilitoimistojen (kuten Talenom) ja puhtaasti kolmannen osapuolen ohjelmistoihin nojaavien toimijoiden (kuten Aallon Group) kanssa.

Kirjanpito-ohjelmistojen markkinaosuudet
2023



Muut: Adminet (nyk. Ultima), Balanssi, Briox, EmCe, Heeros, Lemonsoft, Maestro, Netbaron, Oscar, Sonet

Taloushallinnon ohjelmistomarkkinan trendejä

- Automaatio ja tekoäly
- Pilvipohjaiset ratkaisut
- Sähköisen laskutuksen ja veroraportoinnin yleistymisen
- Reaaliaikainen raportointi ja analytiikka
- Käyttäjäkokemuksen ja käyttöliittymän merkityksen kasvu
- Ohjelmistotoimittajien konsolidaatio tilitoimistomarkkinan mukana

Strategia 1/2

Strategian painopistealueet

Administer uudisti strategiaansa maaliskuussa 2024. Strategian perustana ovat kannattava kasvu ja tehokas liiketoimintasynergioiden hyödyntäminen sekä asiakasrajapinnassa että sisäisissä prosesseissa. Administerin voimakkaan yritysostovetoisen kasvun myötä yhtiön palveluvalikoima on laajentunut merkittävästi. Yhtiö toimii henkilöstö-, taloushallinto-, palkkahallinto- sekä ohjelmistoliiketoiminnoissa, joiden palvelut ja teknologiat tukevat yhtiön mukaan toisiaan. Kasvua haetaan jatkossakin yritysostojen ja orgaanisen kasvun kautta. Tiivistetysti vuosien 2024-2026 strategiakauden painopisteet ovat:

- Kasvaa kannattavasti Suomessa ja valituilla markkinoilla Itämeren alueella
- Panostaa asiakaskokemukseen
- Kehittää yhtiön asiantuntijoita ja johtamista
- Yhtenäistää, selkiyttää ja tehostaa prosesseja

Kokonaisuutena Administerin strategian painopisteen muutos voimakkaan kasvuvaiheen jälkeen kannattavuuden parantamiseen on ollut näkemyksemme mukaan erittäin tervetullutta. Yhtiön eri liiketoimintojen synergioiden löytymisestä on saatu jo pieniä signaaleja, ja potentiaalia pitäisi olla vielä merkittävästi parempaan tulevana vuosina.

Taloudelliset tavoitteet

Päivitetyn strategian yhteydessä Administer antoi uudet taloudelliset tavoitteet. Vuodelle 2026 yhtiö tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtoa ja 15 %:n käyttökatetta. Sekä kasvu- että

kannattavuustavoite näyttävät tällä hetkellä liian optimistisilta, sillä tavoitteiden asettamisen jälkeen markkinatilanne on pysynyt yhä haasteellisena ja sitä kautta orgaaninen kasvu on ollut vaisua. Kasvutavoite olisi saavutettavissa suurella yritysjärjestelyllä, mitä emme kuitenkaan pidä järkevänä tai todennäköisenä Administerin nykyinen kehitysvaihe huomioiden. Strategian fokus on tällä hetkellä selkeästi nykyisen kokonaisuuden tehostamisessa, mihin iso yritysjärjestely toisi lisää monimutkaisuutta.

Kannattavuustavoite vaikuttaa myös aikataulullisesti haastavalta saavuttaa, sillä tälle vuodelle yhtiö ohjeistaa 7-10 %:n käyttökatetta. Yhtiö ei ole myöskään kertonut uusista suuremmista säästöohjelmista, eikä Suomen talouden lyhyen aikavälin kehitys tue orgaanisen kasvun nopeaa kiihtymistä. Pidemmällä aikavälillä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan potentiaalia yltää 15 %:n kannattavuuteen orgaanisen kasvun piristyessä, mikäli yhtiö onnistuu saamaan nykyisestä kokonaisuudesta enemmän tehoa irti.

Osinkopolitiikkansa mukaan Administer pyrkii jakamaan osinkoa vähintään 30 % sen liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta. Vuodelta 2023 osinko jätettiin maksamatta, mutta vuodelta 2024 yhtiö maksoi 5 sentin osingon, mikä vastasi 37 %:n jakosuhdetta. Pidämme suhteellisen konservatiivista politiikkaa järkevänä yhtiön allokoidessa pääomiaan yritysjärjestelyihin ja velan maksuun.

Teknologiastategia

Olenmaisessa roolissa Administerin kasvu- ja kannattavuustavoitteiden taustalla on yhtiön omat teknologiset kyvykkyydet. Perinteisiin tilitoimistoihin nähden Administer panostaakin merkittävästi ohjelmistokehitykseen,

ja konsernissa on arviolta vajaa 40 ohjelmistokehittäjää.

Administerin teknologiastategia on moniulotteinen, koska yhtiö hyödyntää ja kehittää toiminnassaan kahta eri ohjelmistoalustaa. Taloushallintopalvelut tehdään pääasiassa yhtiön omalla eFina-ohjelmistolla, eikä tätä myydä erillisenä ohjelmistona asiakkaille. EmCen ohjelmistoja tarjotaan puolestaan yhtiön tilitoimistoasiakkaille sekä näiden loppukäyttäjille. Lisäksi EmCe toimii eFina-ohjelmiston taustajärjestelmänä. Ohjelmistoja ei ole kuitenkaan tarkoitus yhdistää, mikä olisi käsittääksemme erittäin vaikeaa. EmCen ohjelmisto-osaamista hyödynnetään myös yhtiön muussa tuotekehityksessä ja erityisesti uusien tuotteiden kehittämisessä. Lisäksi Econia kehittää harmaan talouden torjunnassa käytettävää Sedatus -alustaa. Kokonaisuus on siis suhteellisen monimutkainen.

Uusien tuotteiden kehityksen lisäksi Administerin tuotekehitys keskittyy vahvasti tekoälyn, automaation ja toiminnanohjauksen hyödyntämiseen sen toiminnoissa. Automaation tuomat edut kasvavat volyymien mukana, minkä ansiosta kannattavuuden pitäisi skaalautua kasvun myötä. Etuja on kuitenkin hankala kvantifioida. Esimerkiksi Administerin tekoälyn käsittelemien ostolaskujen osuus on kasvanut viimeisen viiden vuoden aikana merkittävästi, mutta vastaavalla jaksolla ei ole nähty oleellista kannattavuusparannusta. Mielestämme Administerin teknologinen kilpailuetu on siten vielä todistamatta. Vahvan teknologisen kilpailuedun pitäisi näkyä kilpailijoita vauhdikkaampana orgaanisena kasvuna sekä toimintojen tehostamisen kautta toimialaa parempana kannattavuutena. Administerin orgaaninen kasvu tai kannattavuus eivät täytä näitä kriteerejä ainakaan toistaiseksi.

Strategia 2/2

Yritysostostrategia

Yritysostot ovat suuressa roolissa Administerin strategiassa, ja listautumisen jälkeen yhtiö on tehnyt yli 20 yritysjärjestelyä. Lukuisien järjestelyjen myötä yhtiö on käyttänyt listautumisessa kerätyt rahavarat ja viime vuosina rahoittanut kauppvoja myös velalla. Jatkossa yhtiön mahdollisuudet tehdä suuria järjestelyjä ilman oman osakkeen merkittävämpää roolia maksuvälineenä ovat rajallisemmat. Rahavirran kautta resursseja silti on, ja velkaakin tase kestää kohtuullisen hyvin kannattavuuden elvyttyä ainakin kohtuulliselle tasolle.

Yritysostoissa yhtiö pyrkinee jatkossa etenkin laajentamaan alueellisesti, koska tehtyjen ostojen jälkeen yhtiön palvelutarjooma kattaa jo lähestulkoon kaikki taloushallintopalvelut ja asiakassegmentit. Synergioita Administer hakee tarjoamalla yrityksille tukea henkilöstöhallinnon palveluissa, IT-palveluissa, myyntitoiminnoissa sekä hallinnon palveluissa. Yhtiö ei kuitenkaan integroi yritysostoja voimakkaasti omaan toimintamalliinsa, vaan toiminta jatkuu varsin itsenäisenä. Synergiahyödyt ovatkin olleet toistaiseksi rajallisia, mikä näkyy arviomme mukaan konsernin kannattavuudessa.

Vanhemmista yritysostoista Adner-yritysosto on ollut selkeä epäonnistuminen, ja myös muissa isommissa järjestelyissä arvonaluonti näyttää jääneen tähän mennessä kokonaisuutena vähäisemmäksi. Erityisesti vuonna 2022 tehdyssä Econia-kaupassa maksettiin liian korkea hinta suhteessa koholla olleeseen tulokuntoon. Näkisimmekin mieluummin Administerin jatkossa pyrkivän saamaan nykyisestä kokonaisuudesta enemmän tehoja irti uusien suurempien yritysjärjestelyjen sijaan. Pienet täydentävät yritysostot tai tilitoimistojen hankinnat on mielestämme hyvä pitää osana strategian työkalupakkia.

Kansainvälistyminen osana strategiaa

Listautumisen aikoihin Administerin kansainvälistymisaikheet olivat tulkintamme mukaan astetta nykyistä innokkaampia, mutta viime vuosien kannattavuustalkoiden myötä fokus on ollut kotimaassa. Yhtiöllä on kuitenkin pienimuotoista toimintaa Ruotsissa, Virossa sekä Espanjassa. Ruotsiin yhtiö laajeni jo vuonna 2016 pitkälti olemassa olevien asiakkaidensa toiveesta. Virossa ainakin Administerin omistamalla Sillalla on oma tytäryhtiö. Econialla on puolestaan toimintaa myös Espanjassa. Strategiassa kansainvälistymisen fokus on kuitenkin rajattu ensisijaisesti valituille markkinoille Itämeren alueella.

Kansainvälinen laajentuminen on pidemmän päälle merkittävä mahdollisuus, mutta ottaen huomioon yhtiön vielä vajavaiset näytöt kannattavasta kasvusta Suomessa, pitäisimme voimakasta kansainvälistä laajenemista yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa varsin riskipitoisena.

Administerin yritysjärjestelyt vuodesta 2018 alkaen

Kohde	Aika	Liikevaihto*
Kuntalaskenta Oy 49,9%	4/2018	?
Silta Group Oy	5/2018	21,1
Administer Oy Turku, Administer Oy Jyväskylä & Tilitoimisto Polojärvi Oy	7/2019	?
EmCe Solution Partner Oy	8/2021	8,0
Tilikamut Oy	10/2021	0,2
Konjunkturi Oy	2/2022	1,5
WaBuCo Oy	3/2022	0,9
Sydän-Suomen Taloushallinto Oy	4/2022	0,5
Tilitoimisto Ollikainen Oy	6/2022	0,7
Konsulttiliike Laine Oy	8/2022	?
Tunturi-Lapin Yrityspalvelu Ky	10/2022	?
Econia Oy	11/2022	24,4
Varkauden Tili Oy	11/2022	0,5
Administer Oy Uusimaa	12/2022	0,8
Ruukintili Oy	1/2023	0,2
Varkauden Educa	5/2023	?
Tilitoimisto Kirsi Lehtinen Oy	5/2023	0,2
Enersense Solutions Oy	6/2023	0,76
Pohjanmaan Laskenta oy	1/2024	0,31
Optimi Isännöinti Oy	2024	0,17
Kuntalaskenta Oy 90 %	7/2024	2,3
Tampereen Erikoiskirjanpito Oy	7/2024	0,11
Tilikymppi Kredit Oy	1/2025	0,80
Deebetti Oy	1/2025	?
Yrityspalvelu Pioneeri Oy	1/2025	0,08
Tradefinanssi Ky	1/2025	?

Taloudellinen tilanne 1/3

Liikevaihto kasvanut vauhdilla yritysostoilla, jotka ovat aiheuttaneet myös haasteita yhtiölle

Administer on kasvanut erittäin voimakkaasti viimeisen reilun 10 vuoden aikana, missä yritysostot ovat olleet keskeisessä roolissa. Konsernin liikevaihto ylitti 10 MEUR vuonna 2014 ja vuoteen 2024 mennessä liikevaihto oli kasvanut 74,7 MEUR:oon. Liikevaihdon keskimääräinen kasvu vuosina 2018-2024 on ollut 12,4 %. Suurimmat kasvupyrähdykset ovat tapahtuneet Silta-yrityksoston (2018) ja Econian hankinnan (2022) myötä. Myös EmCe-yritysosto (2021) oli kooltaan merkittävämpi. Kaiken kaikkiaan Administer on tehnyt vuoden 2018 jälkeen jo lähemmäs 30 yritysjärjestelyä, joissa mukana on myös vähemmistöosuuksien lunastuksia ja pienempiä osakkuusyhtiöitä.

Orgaanisen kasvun arvioimme olleen viime vuosina hidasta toimialan yleiseen kasvuun verrattuna ja useampana vuonna negatiivista. Heikentyneen taloustilanteen lisäksi keskeinen syy heikolle orgaaniselle kasvulle ovat historiassa tehdyt yritysostot. Adnerin voimakas asiakaspoistuma alkoi jarruttaa kasvua vuodesta 2020 alkaen. Myös Sillan liikevaihto polki yritysoston jälkeen käytännössä paikoillaan, kunnes kehitys alkoi parantua vuodesta 2022. EmCen liikevaihto on myös käytännössä pysytellyt paikoillaan yritysoston jälkeen. Myös Econian liikevaihto on laskenut selvästi viime vuosina. Yritysostohetkellä Econian arvioitiin tekevän vuonna 2022 noin 25 MEUR liikevaihtoa, mutta vuonna 2024 liikevaihto oli 21,6 MEUR. Lisäksi Administer on todennut tilitoimistoliiketoimintansa kärsineen asiakaspoistumasta, ja täälläkin tehdyistä useammista pienistä ostoista huolimatta liikevaihto ei ole viime vuosina juuri kasvanut.

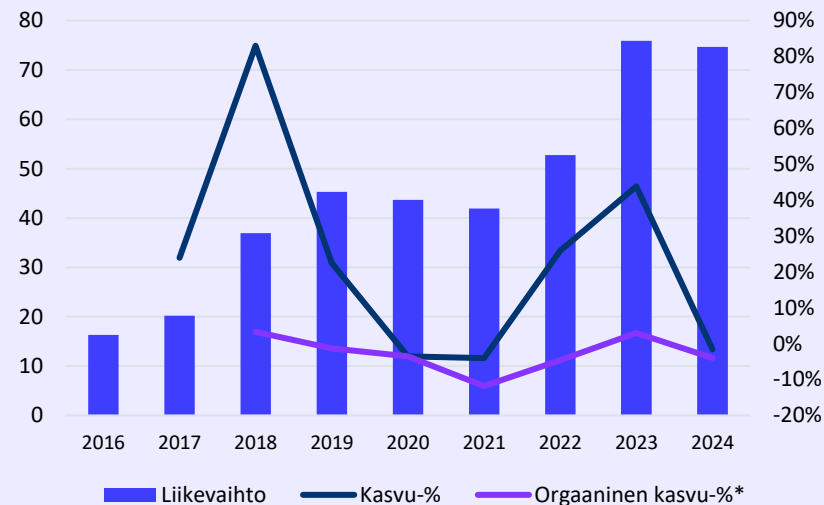
Silta- sekä EmCe-yritysjärjestelyjen kauppahintoja ei ole julkistettu, joten järjestelyistä on vaikea tehdä arvioita. Käsitksemme mukaan näistä ainakin Silta on ollut onnistunut järjestely. Econiasta maksettiin kauppahetken tulosodotuksiin nähden (EV/EBITDA 10x-12x) kova hinta, ja Econian tulos on heikentynyt tämän jälkeen selvästi. Kokonaisuutena voidaankin mielestämme todeta, ettei Administerin yritysostostrategia ole luonut arvoa viime vuosina.

Onnistunut kannattavuuskäännö vuonna 2024

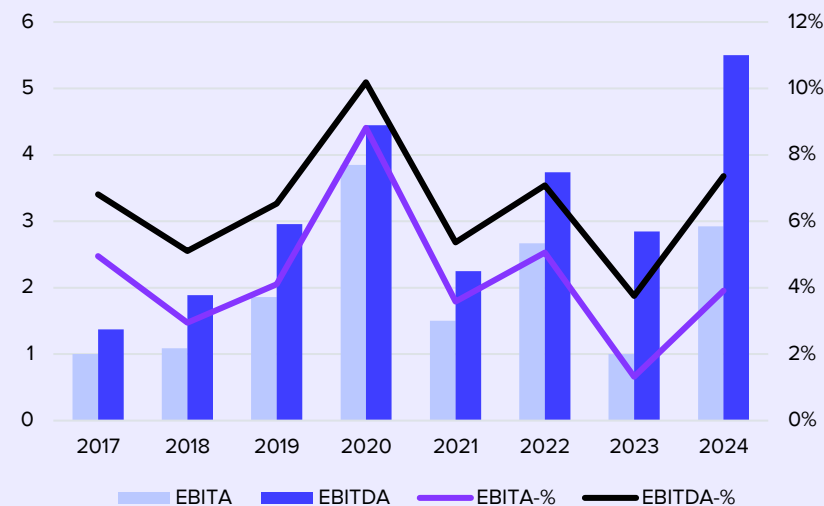
Administerin kannattavuuskehitys on ollut vaihtelevaa ja viime vuosina vaisua, kun huomioidaan yhtiön mielestämme hyvä kannattavuuspotentialiaali houkuttelevalla toimialalla. Näkemyksemme mukaan keskeinen haaste on ollut historiassa yritysostojen myötä kasvanut kokoluokka ja ostokohteiden integraation puutteesta johtunut kompleksisuus, mikä on luonut tehottomuutta.

Tältä osin yhtiö nappasi härkää sarvista ja käynnisti vuoden 2023 loppupuoliskolla 7 MEUR:n vuositason säästöihin tähtäävän tehostamisohjelman. Vuonna 2024 säästötoimet tepsivät ja yhtiön käyttökatemarginaali nousi 7,4 %:iin (2023: 3,8 %), mitä voidaan pitää varsin hyvänä suorituksena vallinneessa markkinatilanteessa. Myös Q1'25:llä nähty käyttökateen parannus (10,7 % vs. 8,7 %) kertoo kehityksen menevän edelleen oikeaan suuntaan. Jatkossa kannattavuusparannus on kuitenkin enemmän kiinni orgaanisesta kasvusta ilman uusia tehostamisohjelmia. Uskomme silti yhtiön tehokkuudessa ja kannattavuudessa olevan vielä selkeää parantamisen varaa, ja nykyisellä liiketoimintarakenteella ainakin noin 10-15 %:n käyttökateen saavuttaminen kestävästi pitäisi olla realistisesti saavutettavissa.

Liikevaihdon kehitys (MEUR) ja kasvu-%



Tuloksen (MEUR) ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Inderes, *perustuu Inderesin laskelmiin, yhtiö ei raportoi orgaanista kasvua

Taloudellinen tilanne 2/3

Tyypillinen asiantuntijayhtiön kulurakenne

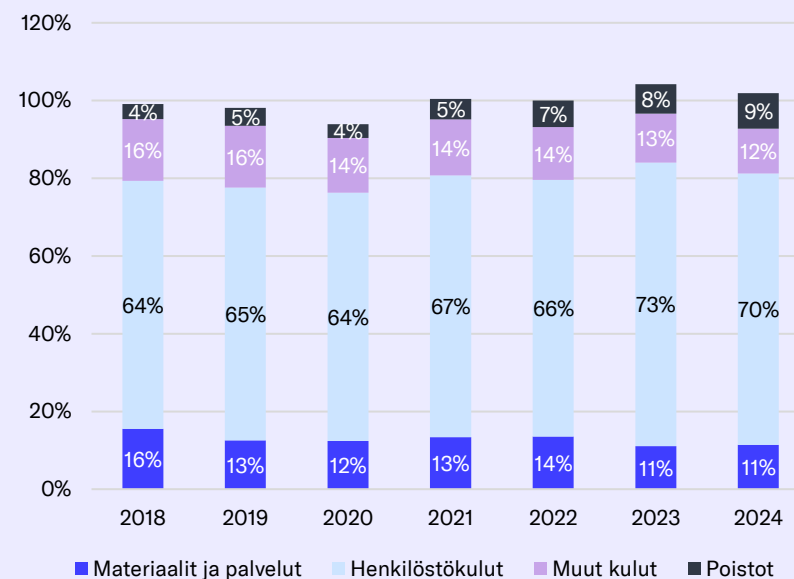
Administerin kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti pääasiassa henkilöstökuluista. Henkilöstökulut vastasivat vuonna 2024 noin 70 % liikevaihdosta. Kuluerä on lyhyellä aikavälillä melko kiinteä, mutta toiminnan tehostamisen (esimerkiksi automatisaation lisääminen) kautta kuluerässä on mielestämme paljon skaalautumispotentiaalia. Arvioimme mukaan nykyinen organisaation kokoluokka on mitoitettu myös isommille liiketoiminnan volyymeille. Viime vuosien heikossa talousympäristössä liikevaihto on ollut paineessa, emmekä usko yhtiön rekrytointitarpeiden kasvavan lähivuosina samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa, jos ja kun markkinatilanne alkaa elpyä. On kuitenkin syytä muistaa, että Administerin henkilöstövuokrausliiketoiminnassa katetasot ovat muita liiketoimintoja matalampia. Tämä tekijä nostaa jossain määrin yhtiön henkilöstökulujen suhteellista osuutta liikevaihdosta.

Materiaalit ja palvelut -erä koostuu ostoista sekä ulkopuolisista palveluista, ja se oli viime vuonna 11 % liikevaihdosta. Kuluerä on käsityksemme mukaan pääasiassa muuttuva, ja arvioimme sen kasvavan suunnilleen liikevaihdon mukana.

Liiketoiminnan muut kulut vastasivat viime vuonna 12 % liikevaihdosta. Muut kulut sisältävät pääasiassa kiinteitä kuluja, joista merkittävä osa liittyy Administerin liiketoiminnan ”infraan” (kuten hallinto, it-järjestelmät ja toimitilat). Myös muuttuvia kuluja on mukana, mutta näemme muissa kuluissa jonkin verran tehostamisen varaa ja sitä kautta erä voi skaalautua liikevaihdon kasvun mukana.

Administerin poistot vastasivat viime vuonna 9 % liikevaihdosta. Näistä valtaosa liittyy yritysostoista tehtäviin liikearvopoistoihin FAS-kirjanpidon mukaisesti. Nykyrakenteella arvioimme näiden poistojen olevan noin 4 MEUR vuodessa tulevina vuosina. Näillä ei luonnollisesti ole kassavirtavaikutusta, mutta ne rasittavat raportoituja tuloslukuja. Muuten yhtiön operatiivinen poistotaso on maltillinen ja esimerkiksi tuotekehitysmenoja on aktivoitu taseeseen maltillisesti.

Kulurakenteen kehitys (%-liikevaihdosta)



Taloudellinen tilanne 3/3

Tase kohtuullisen hyvässä kunnossa kannattavuuskäänteen jäljiltä

Administerin tase on varsin yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema on kohtuullisen hyvällä pohjalla. Yhtiön omavaraisuusaste vuoden 2024 lopulla oli 44,6 % ja nettovelkaisuusaste noin 47,2 %. Nettovelan suhde käyttökatteeseen oli vuoden vaihteessa noin 1,7x. Aiemmin historiassa yhtiön heikko kannattavuus painoi rahoitusasemaa ja esimerkiksi vuoden 2023 lopussa yhtiö ei vielä täyttänyt lainoihin asetettuja kovenanttiehtoja. Yhtiön tekemän kannattavuuskäänteen myötä velkaantuneisuuden tunnusluvut ovat kääntyneet parempaan asentoon, ja jatkuvasti rahavirtaa luova liiketoiminta myös asteittain parantaa tasetta. Sijoittajien on kuitenkin syytä muistaa, että velanhoito syö lähivuosina osan yhtiön kassavirroista.

Taseen loppusumma vuoden 2024 lopussa oli 56,9 MEUR. Taseen vastaavaa puolella ylivoimaisesti suurimpana eränä oli liikearvo (35,2 MEUR, pääosin konserniliikearvoa) ja muuta aineetonta omaisuutta oli 6 MEUR edestä. Kassavarat (2,4 MEUR) olivat vuoden vaihteessa melko matalat, mutta käytettävissä olevat luottolimiitit huomioiden likviditeettiasema oli kohtuullisen hyvä.

Taseen vastattavaa puolella oma pääoma oli 25,3 MEUR. Korollista velkaa taseessa oli 11,9 MEUR, jota on nostettu yrityskauppojen rahoittamiseen. Administerin liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa.

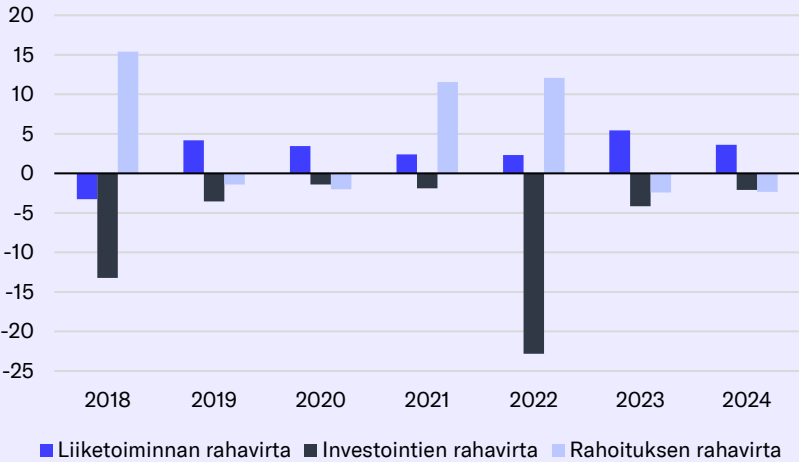
Kassavirta ja investoinnit

Administerin liiketoiminta on historiallisesti pyörinyt negatiivisella käyttöpääomalla. Vuosina 2018-2024

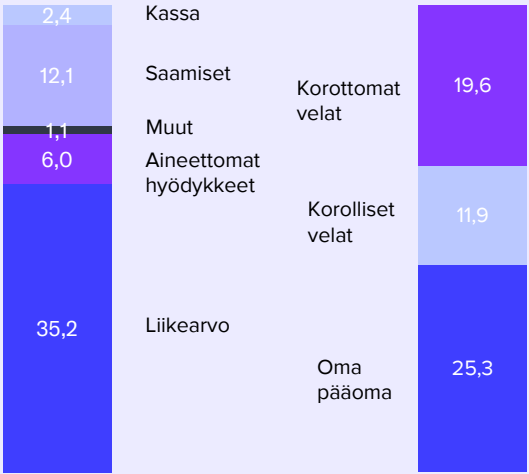
käyttöpääoma on ollut noin -6 % liikevaihdosta (vaihdellut -10 %:n ja -2 %:n välillä). Käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostovelosta. Negatiivinen käyttöpääoma tarkoittaa sitä, että yhtiön kasvu ei sido pääomaa. Administerin kassavirtaprofiili on siis hyvä, mutta historiassa ongelmana runsaamman kassavirran tuottamiselle on ollut vaisu kannattavuus. Tältä osin tilanne alkoi kohentua vuoden 2024 aikana.

Administer on historiassa investoinut käytännössä kaikki liiketoiminnan rahavirrat yritysjärjestelyihin. Yhtiö aktivoi osan tuotekehitysmenoistaan taseeseen, mutta arviomme mukaan suurin osa kirjataan suoraan kuluiksi. Vuosina 2018 ja 2022 rahavirroissa näkyvät Silta- ja Econia-yritysjärjestelyt. Vuonna 2021 rahoituksen rahavirrassa näkyy listautumisannissa kerätyt varat (bruttona 14 MEUR).

Rahavirtojen kehitys (MEUR)



Tase Q4'24



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Arvioimme Administerin liikevaihdon kehitystä sen raportointien liiketoimintojen kautta:

- Administer-tilitoimistot
- Silta
- Econia
- EmCe
- Muut (pääosin Kuntalaskenta)

Yhtiö ei raportoi liiketoimintojen kannattavuuksia, joten mallinamme kulurakennetta konsernitasolla. Olemme tämän raportin yhteydessä tarkistaneet lähivuosien kasvuennusteitamme lievästi alaspäin eri liiketoimintojen osalta, millä oli lievä negatiivinen vaikutus tulosenennusteisiin. Isossa kuvassa ennustamme Administerin kannattavuuden paranevan lähivuosina vielä selvästi nykytasolta orgaanisen kasvun piristymisen sekä toiminnan tehostamisen kautta. Orgaanisen kasvun suhteen odotamme Suomen talousnäkymän asteittain elpyvän lähivuosina, minkä pitäisi tukea Administerin kaikkia liiketoimintoja.

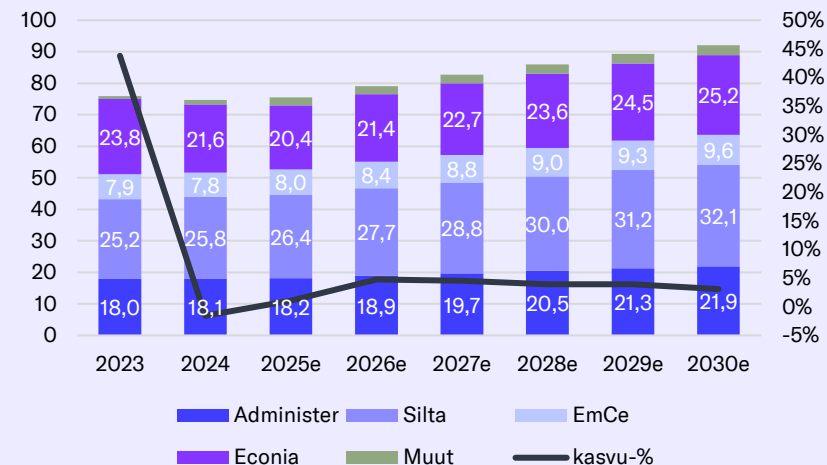
Näemme yhtiön jokaisella liiketoiminnalla potentiaalia parantaa kannattavuuttaan lähivuosina, ja siihen myös yhtiö itse tähtää. Esimerkiksi omien ohjelmistojen kautta yhtiöllä pitäisi olla potentiaalia tilitoimistoliiketoiminnassa toimialaa parempiin kannattavuuksiin, mutta tähän mennessä näytöt ovat olleet vajavaisia. Econian viime aikojen liikevaihdon lasku on johtunut erityisesti heikompien henkilöstövuokrauksen laskusta heikossa taloussuhdanteessa. Samalla kuitenkin harmaan talouden vastaisissa ratkaisuissa on edistytty, missä arvioimme mukaan marginaalit ovat parempia. Tämä asteittainen liikevaihdon jakauman muutos voi tukea tulevana vuosina

Econian kannattavuutta, mutta henkilöstövuokraus on käsityksemme mukaan jatkossakin iso osa sen liikevaihtoa. Kuntalaskenta tuli osaksi Administerin lukuja viime vuoden lopulla kasvaneen omistuksen myötä. Tuolloin yhtiön kannattavuus oli vielä heikko, mutta ongelmien kanssa paininutta yhtiötä korjattiin vuoden 2024 aikana selvästi. Kuntalaskennan pitäisi siis myös alkaa lähivuosina tukea omalta osaltaan kannattavuutta. Sillan ja EmCen osalta petrattavaa riittää myös, ja erityisesti Sillan suuren kokoluokan myötä sen vaikutus konsernitasolla on olennainen.

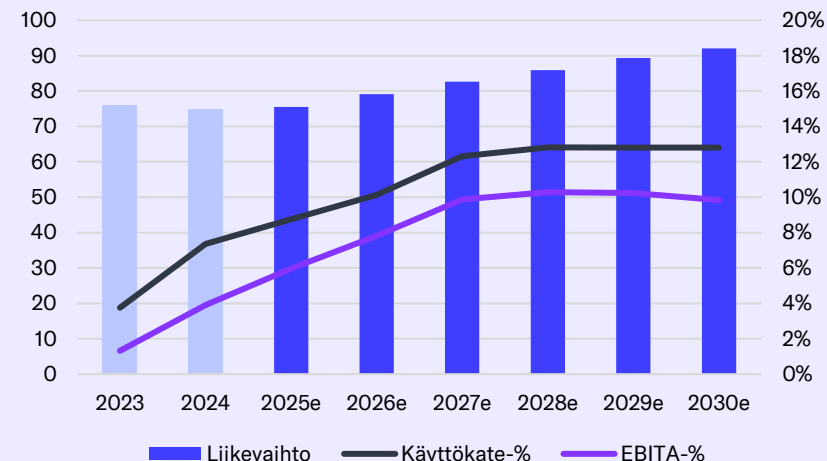
Kannattavuuden osalta ennustemme jäävät pitkälläkin aikavälillä selvästi alle yhtiön 15 %:n käyttökate tavoitteen. Hyvällä strategian toteuttamisella ennusteissa voisi siis olla vielä selvää nousuvaraa. Viime vuosien suoritusten valossa tavoitteisiin pääseminen ei kuitenkaan mielestämme ole vielä missään nimessä perusskenaario. Tekemisen tasoa pitää parantaa vielä selvästi, jotta kestävästi kaksinumeroiset marginaalit näyttäisivät realismilta.

Liiketoiminnoittain kannattavuuspotentiaalia voidaan nähdäksemme hahmotella seuraavasti. Administer-tilitoimiston käyttökate voisi toimialan kontekstissa olla noin 15-20 %:n välillä. Econian on nähdäksemme vaikea yltää kaksinumeroisiin marginaaleihin henkilöstövuokrauksen korkean osuuden vuoksi, ja lähellä 10 % oleva käyttökate olisi hyvä suoritus. Ohjelmistoliiketoimintana EmCe:llä pitäisi olla potentiaalia selkeästi kaksinumeroiseen kannattavuuteen (20-40 %). Sillan potentiaali on nähdäksemme jonkin verran Administeria matalampi, mutta hyvällä suorituksella 10-15 %:n käyttökate on tehtävissä. Muut-segmentissä Kuntalaskennan potentiaali on mahdollisesti Administerin tilitoimistoliiketoiminnan tasolla.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 2/3

Vuoden 2025 ennusteet

Administer ohjeistaa vuodelle 2025 liikevaihdon olevan 72-78 MEUR ja käyttökatemarginaalin 7-10 %. Q1-raportin yhteydessä markkinakommentit olivat edelleen odotetun varovaisia Suomen talousnäkymän ollessa parhaimmillaankin epävarma, mutta liiketoiminnoissa nostettiin esille useita pienempiä positiivisia ajureita. Silti isossa kuvassa liikevaihdon kasvu on edelleen erittäin tiukassa ja orgaanisesti todennäköisesti lähiaikoina edelleen negatiivista. Ennusteemme odottaa tälle vuodelle liikevaihdon kasvavan 1 %:n 75,5 MEUR:oon.

Administer-tilitoimistoliiketoiminnassa (2025e: 18,2 MEUR, 0,9 %) asiakkaiden alentuneet transaktiomäärät, lisääntyneet konkurssit sekä joidenkin ostettujen yritysten integraatiohaasteet jarruttavat tänä vuonna kehitystä. Alkuvuodesta tehty yritysostot kuitenkin kääntävät kokonaiskasvun ennusteessamme lievästi positiiviseksi.

Sillan (2025e: 26,4 MEUR, 2,2 %) osalta odotamme Q1:llä nähdyn vakaan kehityksen jatkuvan myös koko vuoden osalta. EmCen liikevaihdon ennustamme myös kasvavan tänä vuonna maltillisesti 3 % 8,0 MEUR:oon.

Econian liikevaihto (Q1'25: 5,0 MEUR, -7 %) oli alkuvuodesta vielä paineessa, mutta absoluuttisissa euroissa kehitys on alkanut tasaantua viime neljänneksinä. Odotammekin koko vuodelta liikevaihdon laskevan 6 % 20,4 MEUR:oon, mikä vaatii tilanteen tasaantumista H2:lla. Q2:lla ennustamme liikevaihdon vielä laskevan selvästi vertailukaudesta.

Muut-liikevaihtoerän ennustamme olevan tänä vuonna 2,5 MEUR. Administerin omistus Kuntalaskennasta nousi viime vuoden lopulla 90 %:iin, ja tämän myötä yhtiö konsolidoidaan nykyään kokonaan konserniin mukaan. Kuntalaskennassa on tehty viime vuonna iso

kannattavuusremontti ja toiminta on saatu takaisin raiteilleen. Administer näkee täällä lähivuosille huomattavia kasvumahdollisuuksia, mikäli kilpailukenttä kuntapuolella avautuu lainsäädäntömuutosten myötä. Olemme ison muutosvaiheen jäljiltä ennusteissamme kuitenkin toistaiseksi melko varovaisia.

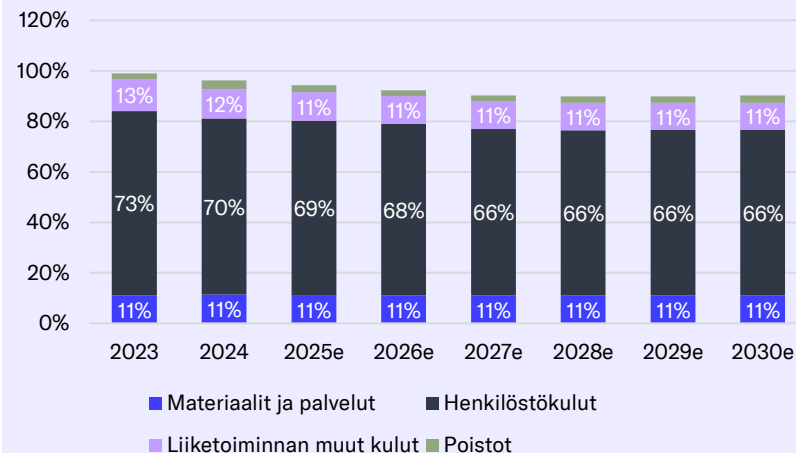
Käyttökatemarginaalin ennustamme asettuvan tänä vuonna 8,8 %:n tasolle. Q1:n hyvän kehityksen (10,7 %) jäljiltä olemme suhteellisen luottavaisia siitä, että Administerin tulos pysyy tänä vuonna kasvutrendillä parantuneen kulutehokkuuden ansiosta. Administer pyrkii tehostamaan toimintaansa ja parantamaan kannattavuuttaan kaikissa liiketoiminnoissa, mutta hidas orgaaninen kasvu osaltaan jarruttaa kannattavuusparannuksen vauhtia.

Vuosien 2026-2028 ennusteet

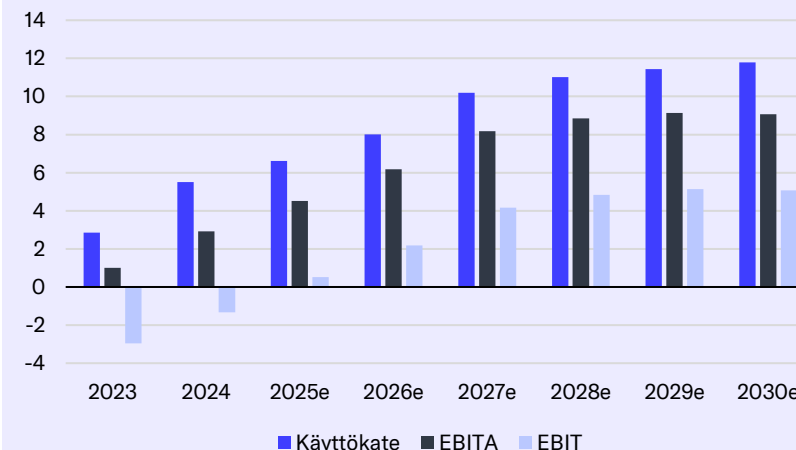
Näkyvyys ensi vuoteen on toistaiseksi olematon, mutta viime vuosina Administer on onnistunut parantamaan kannattavuuttaan asteittain tehostamalla toimintaansa. Tehtävä vaikeutuu ”helpomprien” säästötoimien tekemisen jälkeen, mutta toisaalta markkinatilanteen pitäisi helpottaa asteittain lähivuosina ja antaa tätä kautta tukea tulokasvun jatkumiselle. Pienikin talouskasvu Suomessa nostaa taloudellista aktiviteettia, minkä pitäisi edelleen heijastua positiivisesti Administerin markkinatilanteeseen.

Ennusteemme odottaa vuonna 2026 Administerin kaikkien liiketoimintojen kääntyvän noin 4-5 %:n kasvuun ja sitä kautta kokonaisliikevaihdon nousevan 5 % 79,1 MEUR:oon. Yhtiöltä voidaan nähdä matkan varrella myös vielä uusia yritysostoja, joilla kasvua saadaan vauhditettua. Mikäli kasvu piristyy ja tehostamistoimet etenevät, pitäisi myös kannattavuuden jatkaa nousu-uralla. Ennustammekin vuodelle 2026 käyttökateen nousevan 10,1 %:iin.

Kulurakenteen kehitys (%-liikevaihdesta)



Tuloksen kehitys (MEUR)



Ennusteet 3/3

Vuosina 2027-2028 ennustamme markkinatilanteen parantumisen ja jatkuvan tehostamisen myötä Administerin liikevaihdon kasvavan noin 4,0-4,5 %:n vauhtia ja käyttökäteen nousevan 12,3-12,8 %:n tasolle. Tämä tarkoittaisi EBITA-marginaalin asettumista noin 10 %:iin.

Kokonaisuutena ennustamme Administerin EBITA:n kasvavan vuosien 2026-2028 välillä keskimäärin 24 %. Voimakkaan tulospääsyn taustalla on luonnollisesti potentiaaliin nähden vielä melko vaatimaton vuoden 2025 ennustettu lähtötaso.

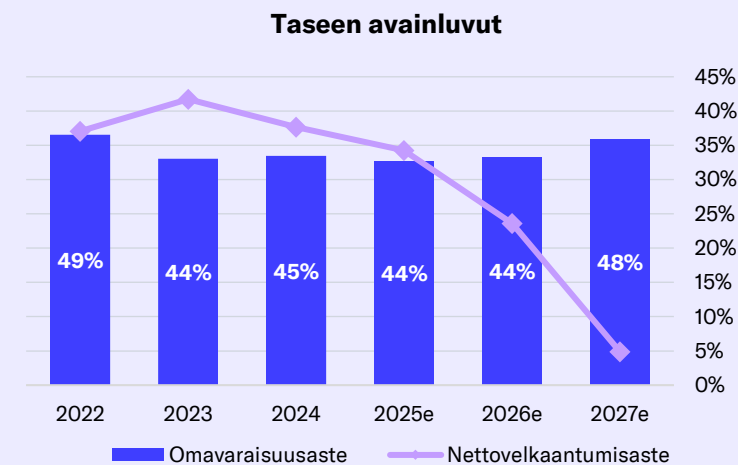
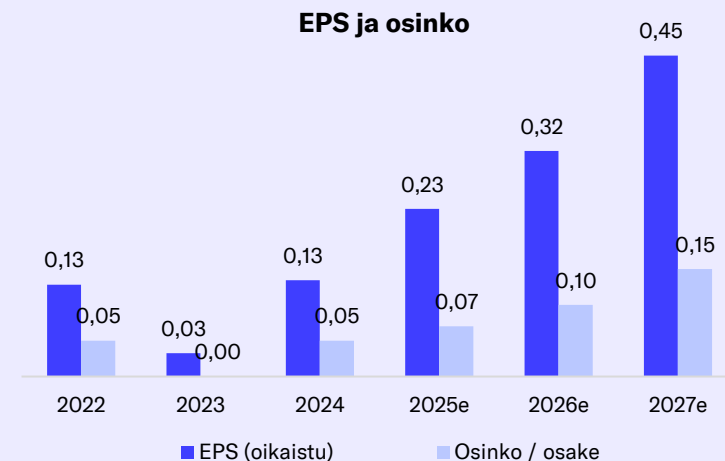
Ennustamme Administerin osingonjakosuhteen olevan lähivuosina noin 30-34 % liikearvopoistoilla oikaistusta tuloksesta, kun yhtiön tavoite on vähintään 30 %. Näin ollen ennustamme asteittain tuloksen mukana kasvavaa osinkovirtaa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2029-2030 ennustamme liikevaihdon kasvavan 4 % ja 3 %. Tämän jälkeen ennustamme vauhdin tasaantuvan 2 %:iin, mikä on myös ikuisuuskasvuoletuksemme. Pitkällä aikavälillä kasvua hidastaa ennusteessamme nykyisten päätoimialojen saturoitumisen myötä tapahtuva uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä olemassa olevien asiakkuuksien laajentumisen hidastuminen.

Käyttökäteen ennustamme nousevan vuosina 2029-2031 noin 12,8 %:n tasolle, mutta laskevan terminaalissa noin 9 %:iin. Raportoidun liikevoiton tasolle ennustamme siten noin 5,5 %-6,0 %:n välillä olevaa kannattavuutta. Pitkän aikavälin kannattavuusoletukset eivät ole nähdäksemme erityisen vaativia, joten kannattavuusparannusten edetessä niissä

voisi olla vielä hyvässä skenaariossa nousupainetta. Todennäköisesti pidemmällä aikavälillä Administerin liiketoiminnan rakenne tulee muuttumaan uusien yritysjärjestelyjen myötä, jolloin myös kannattavuuden potentiaali voi olla erinäköinen tähän päivään verrattaessa.



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	75,9	19,0	19,3	17,6	18,7	74,7	19,0	19,4	18,1	19,1	75,5	79,1	82,7	85,9
Käyttökate	2,8	1,7	1,9	1,0	0,9	5,5	2,0	1,9	1,4	1,3	6,6	8,0	10,2	11,0
Poistot ja arvonalennukset	-5,8	-1,5	-1,5	-1,5	-2,3	-6,8	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-5,8	-6,0	-6,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,4	1,3	1,4	0,5	-0,2	2,9	1,6	1,4	0,9	0,8	4,7	6,2	8,2	8,8
Liikevoitto	-3,0	0,2	0,4	-0,5	-1,4	-1,3	0,5	0,4	-0,1	-0,2	0,6	2,2	4,2	4,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2
Tulos ennen veroja	-3,9	0,0	0,6	-0,7	-1,7	-1,9	0,4	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	1,7	3,9	4,7
Verot	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-1,4	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-3,9	0,0	0,5	-1,0	-1,8	-2,3	0,3	0,0	-0,4	-0,5	-0,7	0,5	2,4	3,1
EPS (oikaistu)	0,03	0,07	0,11	0,00	-0,04	0,13	0,09	0,07	0,04	0,03	0,23	0,32	0,45	0,49
EPS (raportoitu)	-0,27	0,00	0,04	-0,07	-0,12	-0,16	0,02	0,00	-0,03	-0,04	-0,05	0,04	0,17	0,22

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	43,8 %	-3,1 %	-1,3 %	-4,0 %	2,3 %	-1,6 %	-0,2 %	0,2 %	2,7 %	1,7 %	1,1 %	4,8 %	4,5 %	3,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-47,5 %	76 %	-9914 %	2125 %	-136 %	108 %	24,8 %	1,2 %	69,7 %	-424 %	59,2 %	32,8 %	32,2 %	8,2 %
Käyttökate-%	3,8 %	9,1 %	9,6 %	5,8 %	4,7 %	7,4 %	10,7 %	9,8 %	7,8 %	6,8 %	8,8 %	10,1 %	12,3 %	12,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,8 %	6,6 %	7,1 %	3,0 %	-1,3 %	3,9 %	8,3 %	7,2 %	5,0 %	4,1 %	6,2 %	7,8 %	9,9 %	10,3 %
Nettotulos-%	-5,1 %	0,0 %	2,6 %	-6,0 %	-9,4 %	-3,1 %	1,7 %	-0,2 %	-2,4 %	-2,8 %	-0,9 %	0,7 %	3,0 %	3,6 %

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	75,5	75,5	0 %	79,8	79,1	-1 %	84,1	82,7	-2 %
Käyttökate	6,6	6,6	0 %	8,1	8,0	-1 %	10,4	10,2	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,7	4,7	0 %	6,2	6,2	-1 %	8,3	8,2	-2 %
Liikevoitto	0,6	0,6	0 %	2,2	2,2	-3 %	4,3	4,2	-4 %
Tulos ennen veroja	-0,1	-0,1	0 %	1,7	1,7	-4 %	4,0	3,9	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,23	0 %	0,32	0,32	-1 %	0,45	0,45	0 %
Osakekohtainen osinko	0,06	0,07	17 %	0,09	0,10	11 %	0,15	0,15	0 %

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	46,2	42,3	39,3	36,5	33,6
Liikearvo	39,3	35,2	31,2	27,2	23,2
Aineettomat hyödykkeet	5,6	6,0	7,0	8,2	9,2
Käyttöomaisuus	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	16,3	14,5	15,5	16,3	17,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	13,0	12,1	12,5	13,1	13,6
Likvidit varat	3,3	2,4	3,0	3,2	3,8
Taseen loppusumma	62,5	56,9	54,9	52,8	51,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	27,5	25,3	23,9	23,5	24,5
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-3,2	-5,5	-6,9	-7,4	-6,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	30,6	30,8	30,8	30,8	30,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	9,5	6,7	7,4	5,7	3,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	9,5	6,6	7,4	5,6	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	25,5	24,8	23,5	23,7	23,5
Korolliset velat	5,3	5,3	3,9	3,1	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,2	19,5	19,6	20,6	21,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	62,5	56,9	54,9	52,8	51,1

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

Administerin liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden suosimme arvostuksen tarkastelussa erityisesti tulos pohjaisia arvostuskertoimia, kuten liikearvopoistoista oikaistu EV/EBIT. Isossa kuvassa melko vakaiden ja ennustettavien kassavirtojen ansiosta myös DCF-malli on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä, vaikkakin viime vuosien suoritusten valossa luottamus pidemmän aikavälin oletuksiin on vielä koetuksella.

Tuotto-riskisuhde on positiivinen

Administeria hinnoitellaan tällä hetkellä pörssissä käännetyhtiönä, mutta sijoitusprofiili ja sitä kautta arvostus voi muuttua lähivuosina tulospöytäedessä. Näkyvyyden tulevien vuosien kehitykseen on vielä heikko, mutta ainakin kannattavuuskehitys on ollut isossa kuvassa viime aikoina oikealla trendillä ja näkymä on edelleen uskottava. Markkinoiden vastatuuli voi kääntyä tämän vuoden edetessä myötätuuleksi, minkä jälkeen tulospöytäedessä vahvistuisi merkittävästi. Yhtiön eri liiketoimintojen synergioiden löytymisestä on saatu pieniä signaaleja, ja tätä kautta potentiaalia pitäisi olla merkittävästi parempaan.

Mikäli Administer saisi yhä enemmän tehoja irti koneestaan ja yhtiöstä kuoriutuisi kannattavan kasvun yhtiö, osakkeen tuottopotentiaali olisi keskipitkällä aikavälillä merkittävä. Tähän täysimääräisesti luottaminen vaatisi toistaiseksi liikaa optimismia, mutta luotamme yhtiön arvostuksen kohenevan hyvien suoritusten mukana. Riskipuolella sijoittajien on hyvä huomioda, että yhtiöllä on vielä oleellinen määrä velkaa, ja tämän hoitaminen syö lähivuosina rahavirtaa.

Isossa kuvassa näemme arvostuksessa positiivisen vinouman: tulospöytäedessä jäädessä vaisuksi osakkeen laskuvara on mielestämme rajallinen arvostuksen ja

odotuksien ollessa varsin alhaisia, mutta positiivisen kehityksen toteutuessa nousuvaraa on merkittävästi. Näin ollen osakkeen tuotto-riskisuhde on mielestämme positiivinen.

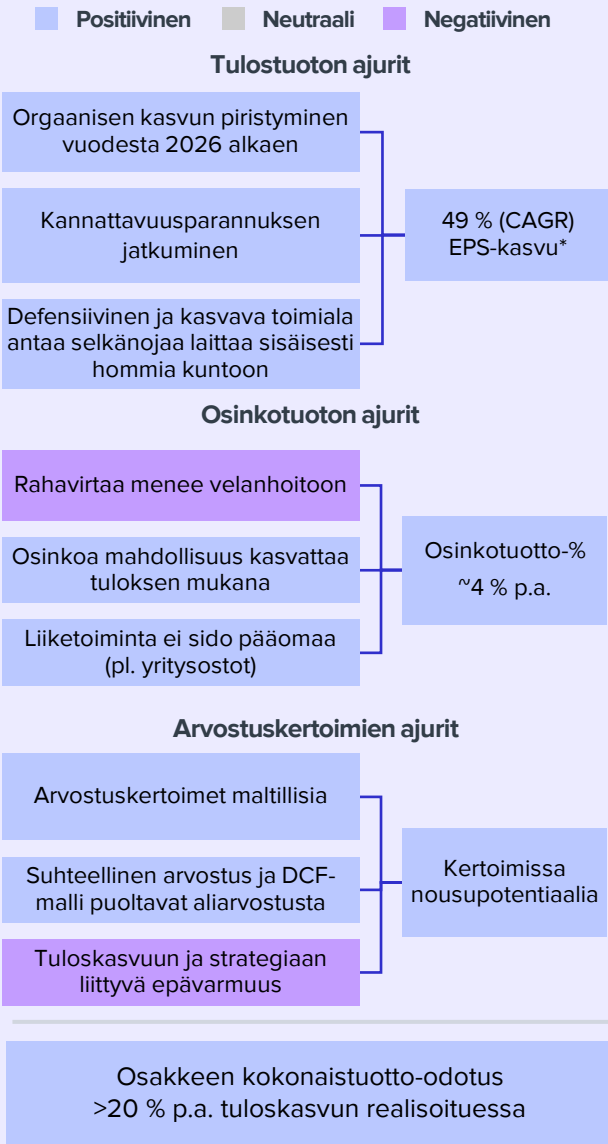
Arvostuskertoimet ovat alhaisia

Administerin arvostus on hyvin maltillinen vuoden 2025 ennusteilla (oik. P/E 11x ja EV/EBITA 9,5x) ja erittäin houkutteleva vuoden 2026 ennusteilla (oik. P/E 8x ja EV/EBITA 6,7x). Vaikkei ensi vuodelle ennustamaamme tulosparannukseen ole vielä näkyvyyttä, mielestämme noin 10 %:n käyttökatetason pitäisi olla normaalissa markkinatilanteessa kohtuullisen helposti saavutettavissa oleva taso Administerille. Käytännössä kyse on mielestämme pitkälti siitä, millä aikataululla Suomen taloudellinen aktiviteetti saadaan jälleen nousuun. Tulospotentialinsa nähden Administer on siis tällä hetkellä hyvin huokeasti hinnoiteltu.

Administer on edullinen myös liikevaihtokertoimilla (2025e EV/S 0,6x), mutta vertailua hankaloittaa yhtiön monimutkainen rakenne. Henkilöstövuokrauksesta ei näitä kertoimia tällä hetkellä makseta, mutta muun liiketoiminnan potentiaali huomioiden pidämme volyymipohjaista hinnoittelua houkuttelevana.

Mielestämme Administeriä voitaisiin hinnoitella ainakin noin 9-11x oik. EV/EBIT-kertoimella siinä vaiheessa, kun luottamus yhtiön tulospöytäedessä kohtaan vahvistuisi. Vuoden 2026 ennusteeseemme peilattuna tämä tarkoittaisi noin 3,5-4,5 euron osakekurssia. Mikäli tulospöytäedessä jatkuisi nykyisten oletustemme mukaisesti, voisi osake yli tuplata vuoteen 2027 mennessä. Potentiaalia on siis merkittävästi, mutta nykyisillä näytöillä emme uskalla nojata siihen vielä täysin.

Osaketuoton ajurit 2025e-2027e



Arvonmääritys 2/3

DCF-mallin valossa potentiaalia riittää

Administerin liiketoiminnan suhteellisen vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on mielestämme käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä yhtiölle. Administerin kohdalla haasteena on, ettei nykyinen kannattavuus mielestämme kuvasta vielä täysin yhtiön normalisoitua tasoa, joka on toistaiseksi jossain määrin epäselvä tai todistamaton. Tämä nostaa merkittävästi pitkän aikavälin ennusteisiin liittyvää epävarmuutta.

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Administerille nykyisillä ennusteillamme noin 3,6 euron osakekohtaisen arvon. Olemme läpikäyneet mallin taustalla olevat oletukset läpi ennuste-kappaleessa. Terminaalijakson (2034-) kasvuodotuksen olemme asettaneet maltilliselle tasolle 2,0 %:iin ja liikevoittomarginaalin 6 %:iin. Tämä vastaisi vain kohtalaista noin 9 %:n käyttökatetta pitkällä aikavälillä. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on vain 42 %, mikä kertoo jo merkittävän osan kassavirroista muodostuvan ennen terminaalijaksoa. Tältäkin kantilta tarkasteltuna mallin oletukset eivät ole erityisen vaativia.

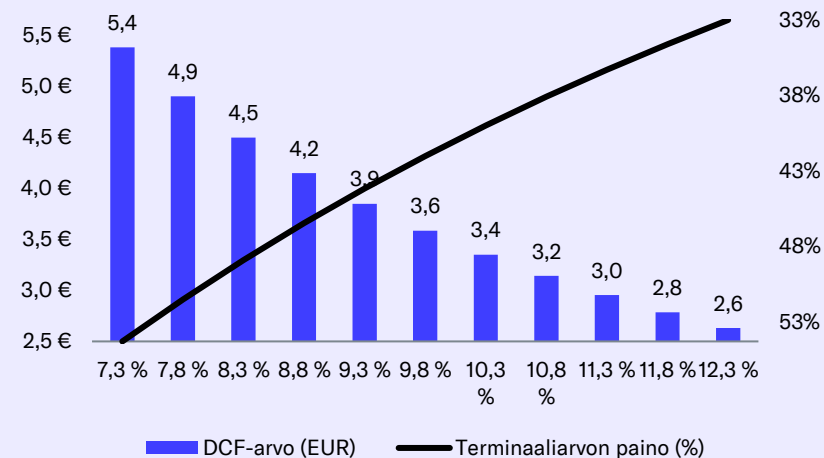
Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 9,8 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 10,5 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme tuottovaateen taso on Administerin liiketoimintamallin riskiprofiiliin nähden melko korkea. Siten tulospäänteen edetessä ja luottamuksen vahvistuessa tuottovaade voisi olla vielä jonkin verran alempi. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa ja terminaalikannattavuudelle viereisissä kuvaajissa. Malli on erityisesti melko herkkä käytetyille tuottovaateelle.

Kokonaisuutena DCF-malli kertoo samaa tarinaa kuin muut arvonmääritysmenetelmät: Administerin osake on halpa, mikäli yhtiön tulospäänteen jatkuu tulevina vuosina. Hyvässä skenaariossa DCF-mallin mukainen arvo voisi nousta vielä selvästi ennustusten ja samalla laskevan tuottovaateen yhdistelmänä.

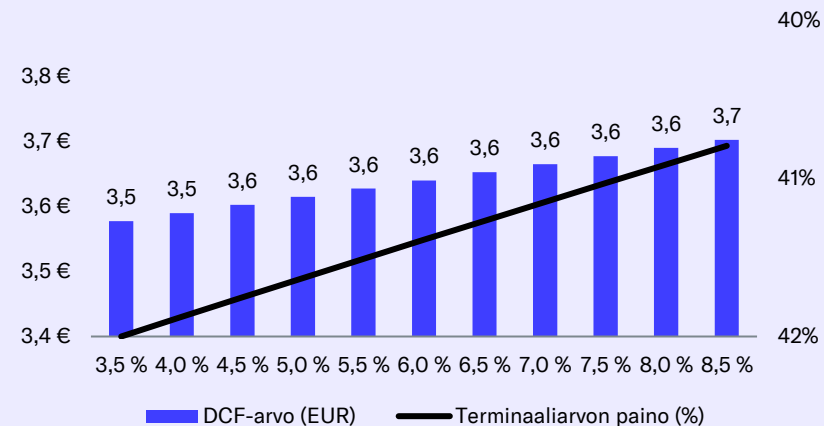
Käypä arvo

Eri arvonmääritysmenetelmien pohjalta sovellettuna arvioimme Administerin käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 2,5-3,5 euroa osakkeelta. Kuten olemme jo edellä todenneet, potentiaalia on myös merkittävästi parempaan, mutta lyhyellä tähtäimellä tulospäänteen kulmakertoimeen liittyvä epävarmuus nähdäksemme painaa arvoa. Käypä arvo voi siis lähivuosina nousta vielä merkittävästi hyvien suoritusten mukana.

DCF-arvon herkkyyks muutoksille WACC-%:ssa



DCF-arvon herkkyyks muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



Arvonmääritys 3/3

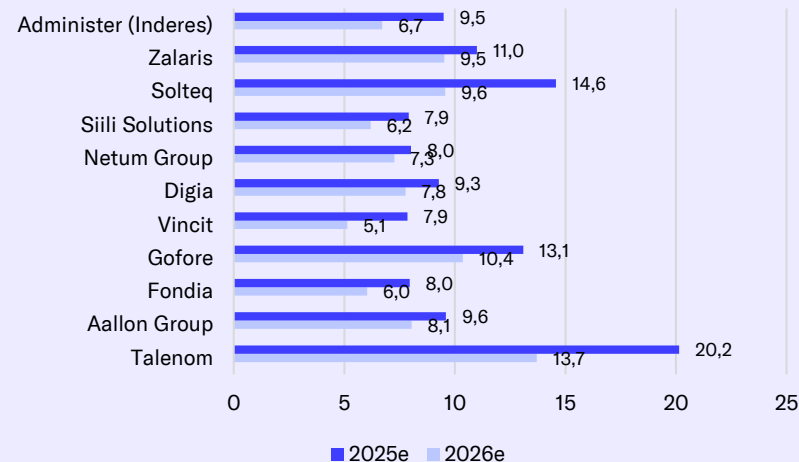
Administerin kokonaisuudelle vaikea kasata hyvää verrokkiryhmää

Olemme muodostaneet Administerin verrokkiryhmän yhtiön lähimmistä tilitoimistoverrokeista Aallon Groupista ja Talenomista sekä Helsingin pörssiin listatuista palveluyhtiöistä. Laadukkaan verrokkiryhmän koostaminen Administerille on vaikeaa, koska yhtiön rakenne poikkeaa merkittävästi myös tilitoimistoverrokeista. Varsinaista tilitoimistoliiketoimintaa Administerin liikevaihdosta on arviolta noin 30 % (2025e). Merkittävä osa (35 %) konsernin liikevaihdosta tulee Sillasta, jonka paras verrokki on mielestämme Zalaris. EmCen ja ohjelmistoliiketoiminnan osuus liikevaihdosta on varsin pieni (2025e 10,6 %), mutta tälle parhaat verrokkit löytyisivät ohjelmistoyhtiöistä ja IT-palveluyhtiöistä (konsultoinnin osalta). Econian (27 % lv:sta) liikevaihdosta suurin osa tulee taas henkilöstövuokrauksesta, jolloin vertailupistettä pitäisi hakea tältä suunnalta (esim. Eezy). Kokonaisuus onkin monimutkainen, ja eri yhtiöiden näytöt omistaja-arvon luonnista ovat eritasoisia. Verrokkiryhmään liittyvien haasteiden vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojaudu verrokkiryhtiöiden kertoiimiin, mutta luonnollisesti peilaamme arvostusta myös niihin.

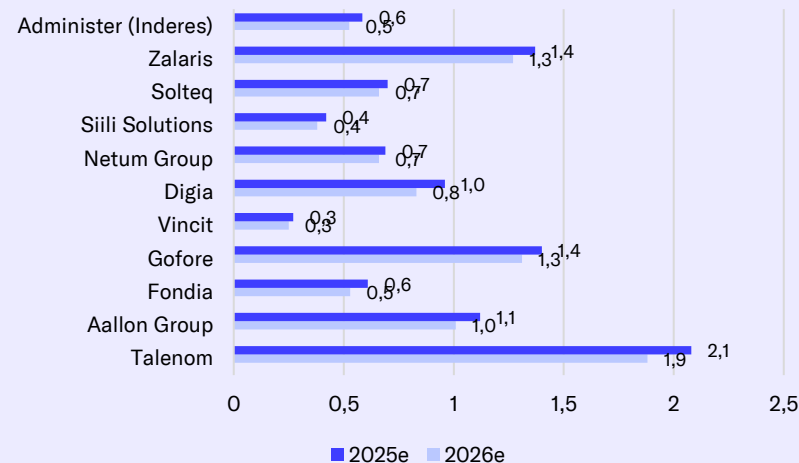
Suhteellisen arvonmäärityksen puutteista huolimatta Administer näyttää maltillisesti arvostetulta verrokkiryhtiöihin nähden. Tilitoimistoverrokeista Administeriä hinnoitellaan alle Aallon Groupin kertoiimien niin liikevaihto- kuin tulospohjaisesti. Pidämme Aallon Groupin nykyistä matalaa arvostusta muutenkin jo houkuttelevana. Myös absoluuttisesti kohtuullisilla kertoiimilla hinnoiteltuun palkanlaskentaverrokki Zalarikseen nähden Administerin arvostus näyttää huokealta.

Kokonaisuutena palveluyhtiöitä hinnoitellaan tällä hetkellä absoluuttisesti melko matalilla kertoiimilla. Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT on lähivuosille 10x-8x ja EV/S 0,8x-0,7x. Erityisesti EV/S-kertoiimella Administeriä (0,6x-0,5x) hinnoitellaan selvällä alennuksella verrokkeihin nähden, ja kannattavuuskäänteen edetessä tilanne voisi tältä osin muuttua. Myös vuoden 2026 tulokertoiimet (EV/EBIT 6,7x) ovat selvästi alle mediaanitasoa, mikä osaltaan kertoo Administerin potentiaalista tulosparannusten jatkuessa lähivuosina.

Administerin ja verrokkien EV/EBIT



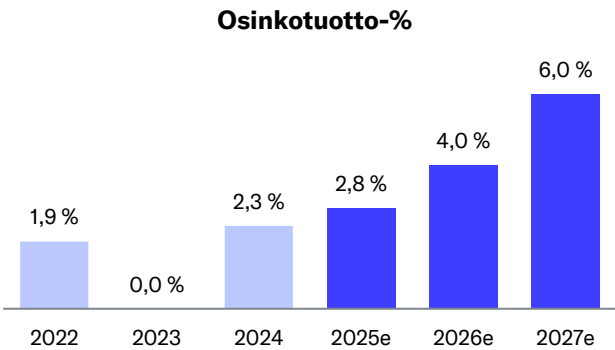
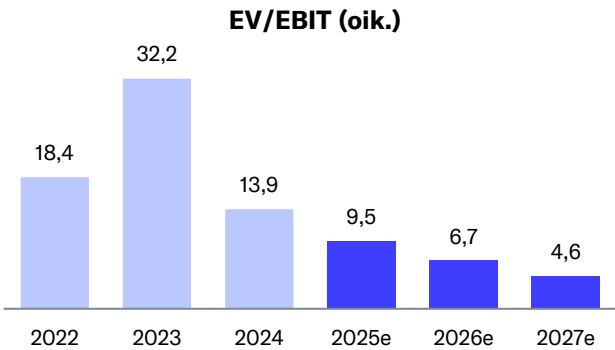
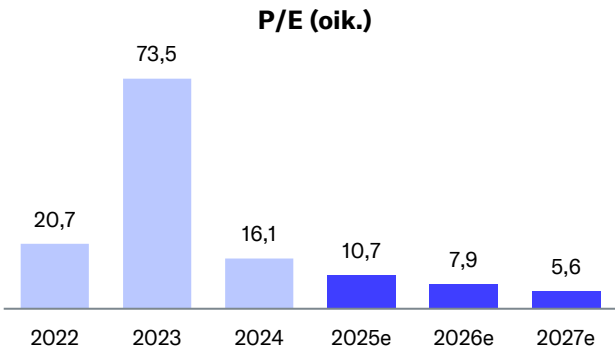
Administerin ja verrokkien EV/S



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi		4,20	2,66	2,41	2,16	2,50	2,50	2,50	2,50
Osakemäärä, milj. kpl		14,2	14,3	14,3	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Markkina-arvo		60	38	35	31	36	36	36	36
Yritysarvo (EV)		51	49	45	41	44	42	37	33
P/E (oik.)		neg.	20,7	73,5	16,1	10,7	7,9	5,6	5,1
P/E		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	67,5	14,7	11,6
P/B		1,8	1,2	1,3	1,2	1,5	1,5	1,5	1,4
P/S		1,4	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto		1,2	0,9	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA		22,6	13,0	15,8	7,4	6,7	5,2	3,6	3,0
EV/EBIT (oik.)		33,8	18,4	32,2	13,9	9,5	6,7	4,6	3,7
Osinko/tulos (%)		0,0 %	neg.	0,0 %	neg.	neg.	269,9 %	88,1 %	79,0 %
Osinkotuotto-%		0,0 %	1,9 %	0,0 %	2,3 %	2,8 %	4,0 %	6,0 %	6,8 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Talenom	182	275	20,2	13,7	7,3	6,1	2,1	1,9	26,1	15,2	5,1	5,1	3,3
Aallon Group	42	45	9,6	8,1	6,7	5,8	1,1	1,0	11,4	10,2	2,2	2,3	2,2
Fondia	18	16	8,0	6,0	6,7	4,7	0,6	0,5	11,1	9,6	6,3	6,3	5,1
Gofore	293	252	13,1	10,4	11,4	8,8	1,4	1,3	18,4	15,5	2,6	2,7	2,5
Vincit	29	21	7,9	5,1	9,0	4,4	0,3	0,3	14,6	9,2	7,0	7,6	1,2
Digia	201	210	9,3	7,8	8,1	6,8	1,0	0,8	11,7	10,2	2,5	2,8	1,9
Netum Group	24	28	8,0	7,3	7,6	7,0	0,7	0,7	13,7	11,5	6,3	7,4	2,7
Siili Solutions	52	49	7,9	6,2	5,3	4,0	0,4	0,4	11,4	9,3	3,1	3,6	1,1
Solteq	13	34	14,6	9,6	8,5	6,9	0,7	0,7		25,9			0,8
Zalaris	153	179	11,0	9,5	7,1	6,2	1,4	1,3	15,3	12,4	1,6	1,9	5,3
Kelly Partners	272	343			15,5		5,2		46,3		1,3		
Administer (Inderes)	36	44	9,5	6,7	6,7	5,2	0,6	0,5	10,7	7,9	2,8	4,0	1,5
Keskiarvo			12,9	8,8	8,4	6,0	1,3	0,8	18,0	12,7	3,8	4,4	2,4
Mediaani			9,6	8,1	7,8	6,1	0,8	0,7	14,1	10,6	2,9	3,6	2,2
Erotus-% vrt. mediaani			-1 %	-17 %	-15 %	-14 %	-30 %	-20 %	-25 %	-25 %	-3 %	11 %	-31 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

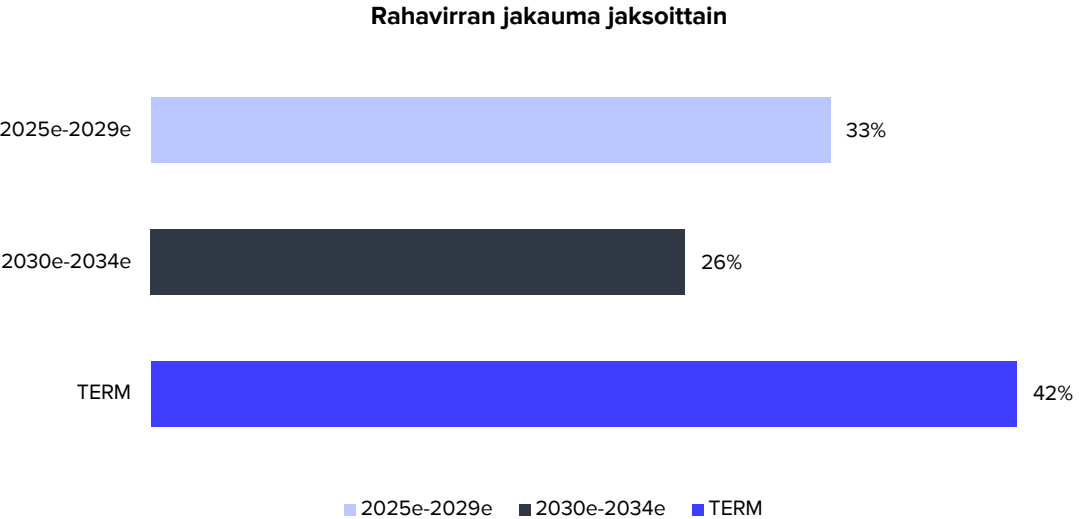
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-1,6 %	1,1 %	4,8 %	4,5 %	3,9 %	3,9 %	3,1 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-1,8 %	0,8 %	2,8 %	5,0 %	5,6 %	5,8 %	5,5 %	5,6 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	-1,3	0,6	2,2	4,2	4,8	5,1	5,1	5,2	5,8	5,9	6,0	
+ Kokonaispoistot	6,8	6,0	5,8	6,0	6,2	6,3	6,7	6,8	4,5	4,5	3,0	
- Maksetut verot	-0,4	-0,5	-1,1	-1,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,3	-1,3	-1,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,1	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	5,1	5,7	7,1	9,1	9,7	10,1	10,4	10,6	9,1	9,2	8,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	2,7	4,1	6,0	6,7	7,1	7,3	7,5	5,9	6,0	4,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,2	2,7	4,1	6,0	6,7	7,1	7,3	7,5	5,9	6,0	4,8	63,3
Diskontattu vapaa kassavirta		2,6	3,5	4,7	4,8	4,6	4,3	4,0	2,9	2,7	2,0	25,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		62,0	59,5	55,9	51,2	46,4	41,8	37,4	33,4	30,5	27,8	25,8
Velaton arvo DCF		62,0										
- Korolliset velat		-11,9										
+ Rahavarat		2,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,7										
Oman pääoman arvo DCF		51,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,6										

Pääoman kustannus (WACC)

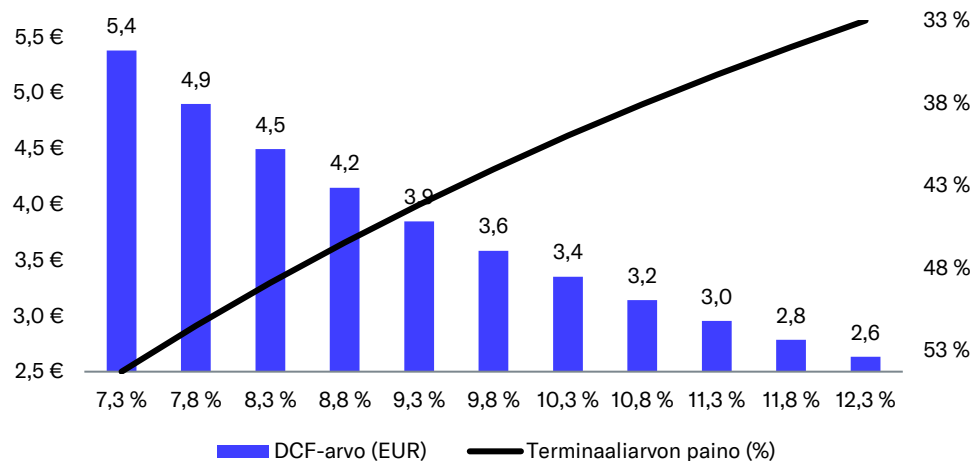
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,20 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,8 %

Lähde: Inderes

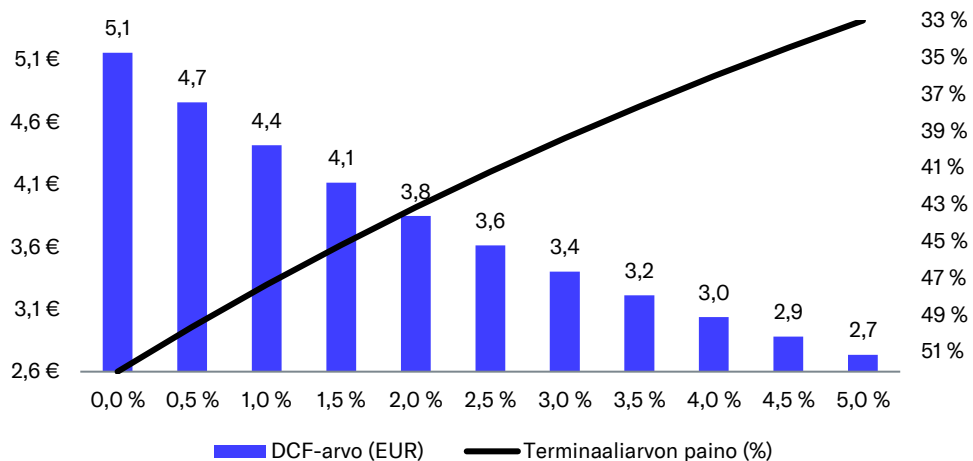


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

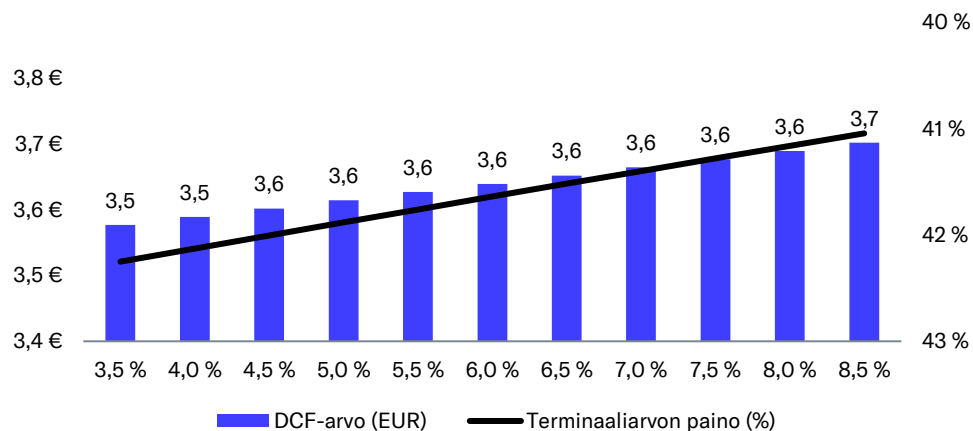
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



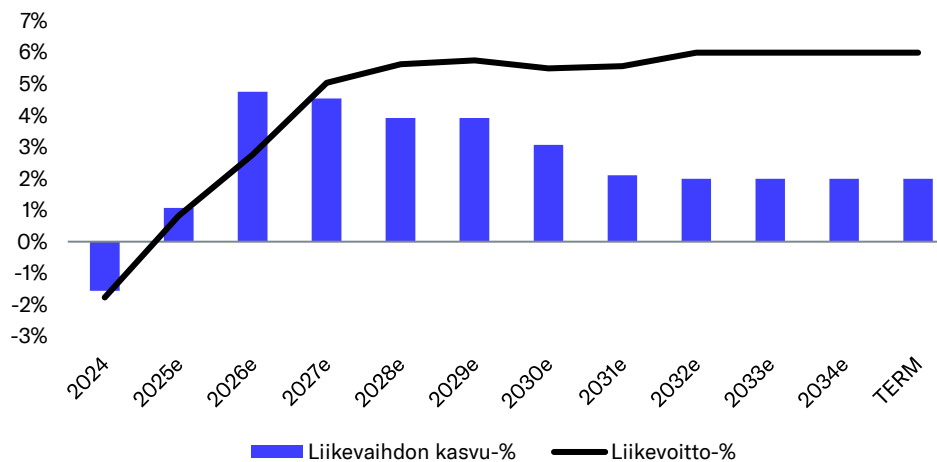
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	52,8	75,9	74,7	75,5	79,1	EPS (raportoitu)	-0,05	-0,27	-0,16	-0,05	0,04
Käyttökate	3,8	2,8	5,5	6,6	8,0	EPS (oikaistu)	0,13	0,03	0,13	0,23	0,32
Liikevoitto	0,1	-3,0	-1,3	0,6	2,2	Operat. Kassavirta / osake	0,11	0,54	0,36	0,40	0,49
Voitto ennen veroja	-0,3	-3,9	-1,9	-0,1	1,7	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-1,45	0,12	0,15	0,19	0,28
Nettovoitto	-0,7	-3,9	-2,3	-0,7	0,5	Omapääoma / osake	2,24	1,92	1,76	1,66	1,63
Kertaluontoiset erät	-2,5	-4,4	-4,2	-4,0	-4,0	Osinko / osake	0,05	0,00	0,05	0,07	0,10
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	66,0	62,5	56,9	54,9	52,8	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	44 %	-2 %	1 %	5 %
Oma pääoma	32,1	27,5	25,3	23,9	23,5	Käyttökatteen kasvu-%	67 %	-24 %	93 %	20 %	21 %
Liikearvo	42,1	39,3	35,2	31,2	27,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	78 %	-47 %	108 %	59 %	33 %
Nettovelat	11,9	11,5	9,5	8,2	5,5	EPS oik. kasvu-%	-632 %	-74 %	310 %	74 %	35 %
						Käyttökate-%	7,1 %	3,8 %	7,4 %	8,8 %	10,1 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	5,1 %	1,8 %	3,9 %	6,2 %	7,8 %
Käyttökate	3,8	2,8	5,5	6,6	8,0	Liikevoitto-%	0,2 %	-3,9 %	-1,8 %	0,8 %	2,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,7	5,0	0,1	-0,2	0,3	ROE-%	-2,2 %	-13,0 %	-8,8 %	-2,7 %	2,2 %
Operatiivinen kassavirta	1,6	7,7	5,1	5,7	7,1	ROI-%	0,3 %	-6,4 %	-3,2 %	1,8 %	6,6 %
Investoinnit	-24,4	-3,9	-3,0	-3,0	-3,0	Omavaraisuusaste	48,7 %	44,0 %	44,6 %	43,6 %	44,4 %
Vapaa kassavirta	-20,8	1,8	2,2	2,7	4,1	Nettovelkaantumisaste	37,0 %	41,7 %	37,7 %	34,3 %	23,6 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,9	0,6	0,5	0,6	0,5						
EV/EBITDA	13,0	15,8	7,4	6,7	5,2						
EV/EBIT (oik.)	18,4	32,2	13,9	9,5	6,7						
P/E (oik.)	20,7	73,5	16,1	10,7	7,9						
P/B	1,2	1,3	1,2	1,5	1,5						
Osinkotuotto-%	1,9 %	0,0 %	2,3 %	2,8 %	4,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. 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 sijoituspäätöstensä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaisia ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.6.2023	Osta	4,00 €	3,27 €
9.8.2023	Osta	3,60 €	3,07 €
1.9.2023	Lisää	3,60 €	3,15 €
21.11.2023	Osta	3,50 €	2,72 €
20.12.2023	Vähennä	2,80 €	2,65 €
29.2.2024	Lisää	2,80 €	2,37 €
7.3.2024	Vähennä	2,50 €	2,40 €
10.5.2024	Vähennä	2,80 €	2,70 €
16.8.2024	Lisää	3,20 €	2,74 €
23.10.2024	Lisää	3,00 €	2,58 €
7.11.2024	Lisää	2,80 €	2,46 €
6.3.2025	Lisää	2,50 €	2,26 €
8.5.2025	Lisää	2,80 €	2,52 €
----- Analyytikko vaihtuu -----			
6.6.2025	Lisää	2,80 €	2,50 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**