

Lemonsoft

Laaja raportti

3.3.2023 07:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kannattavaa kasvua kohtuulliseen hintaan

Toistamme Lemonsoftin 8,8 euron tavoitehinnan, mutta kurssilaskun myötä nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Lemonsoft on vuoden 2021 lopun listautumisensa jälkeen jatkanut yritysostoilla vauhditettua kannattavaa kasvuaan, vaikka heikentynyt talousnäkyvä onkin samalla hidastanut orgaanista kasvuvauhtia alkuperäisiin odotuksiin nähden. Osakkeen arvostus näyttää mielestämme kohtuulliselta yhtiön keskipitkän aikavälin tuloskasvunäkymiin peilattuna ja puoltaa varovaisen positiivista näkemystä osakkeesta.

SaaS-mallilla toimiva pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) toimittaja

Lemonsoft on vuonna 2006 perustettu SaaS-mallilla toimiva pk-yrityksille suunnattujen ERP-järjestelmien toimittaja. Asiakastarpeiden mukaan skaalautuvan ERP-järjestelmän tarkoituksena on tarjota kaikki yrityksen keskeisimmät toiminnot ja toimialakohtaiset erityispiirteet yhdessä kokonaisratkaisussa. Lemonsoftin ydinkohderyhmää ovat 10-250 henkeä työllistävät pk-yritykset teollisuuden, tukku- ja erikoistavarakaupan, asiantuntija- ja palvelualan, tilitoimistojen sekä rakentamisen toimialoilla. Erikoistuminen pk-yrityksiin mahdollistaa skaalautuvan, monistettavan ja modulaarisen ohjelmistoratkaisun tarjoamisen asiakkaille kilpailukykyiseen hintaan.

Markkinalla runsaasti kasvupotentiaalia niin orgaanisesti kuin yritysostoin

Lemonsoftin markkinakasvua ja -potentiaalia ohjaa yhtiön asiakastoimialojen matala digitalisaation aste, kasvava tarve tuottavuutta parantaville ratkaisuille sekä siirtymä SaaS-ohjelmistoratkaisuihin. Lemonsoftin SaaS-malliin pohjautuva, toimialaerikoistunut laaja kokonaisratkaisu antaa sille selvää kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Lemonsoft panostaa voimakkaasti tuotekehitykseen, jonka lisäksi tuoteportfolioa laajennetaan yritysostoilla. Joulukuun 2019 jälkeen yhtiö onkin toteuttanut yhteensä 9 kooltaan melko pientä yrityskauppaa. Näemme Lemonsoftilla edelleen selvää kasvupotentiaalia nykyisillä kohdemarkkinoilla, vaikka tällä hetkellä hidastuva talousnäkyvä jarruttaa lyhyen aikavälin orgaanista kasvua.

Sijoitusprofiili: Kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö

Lemonsoftin sijoitusprofiilissa yhdistyy vahva kasvu, erittäin hyvä kannattavuus ja kassavirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus, skaalautuvuus ja ennustettavuus. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 25 % vuosina 2014-2022 ja oikaistu liikevoitto-% oli viime vuonna 29,6 %. Historiassa kasvusta valtaosa on ollut orgaanista, mutta viime vuosina yritysostojen rooli on korostunut (2021-22: org. kasvu 13 % ja 10 %). Lemonsoftin yritysostojen myötä laajentunut tuoteportfolio sekä asiakaskanta tarjoavat yhtiölle jatkossa huomattavasti lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia. Tämän potentiaalin täysi realisoituminen vaatii kuitenkin vielä ohjelmistorajoitusten yhtenäistämistä niin tuotekehityksen kuin myynnin puolella. Ennustamme Lemonsoftin liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 10 % vuosina 2023-2026, joka asteittain skaalautuvan kannattavuuden myötä heijastuu noin 13 %n tuloskasvuksi keskipitkällä aikavälillä.

Arvostus näyttää viime aikojen kurssilaskun myötä taas kohtuulliselta

Ennusteillamme Lemonsoftin vuosien 2023-2024 liikearvopoistoilla oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat nyt 18x-16x ja vastaavat P/E-kertoimet 24x-22x. Etenkin Lemonsoftin melko ison nettokassan huomioivat EV-pohjaiset kertoimet näyttävät kohtuullisilta yhtiön keskipitkän aikavälin tuloskasvunäkymään peilattuna. Ennustamamme tuloskasvun toteutuessa arvostus painuu maltilliselle tasolle jo melko nopeasti (2025e-2026e EV/EBIT 13x-11x). Samalla yhtiöllä on edellytyksiä luoda arvoa ja kiihdyttää tuloskasvua onnistuneilla yritysostoilla, mihin vahva tase antaa hyvän tilaa.

Suositus

Lisää

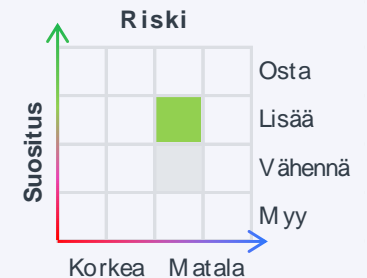
(aik. Vähennä)

8,80 EUR

(aik. 8,80 EUR)

Osakekurssi:

7,80



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	22,6	25,7	27,8	30,4
kasvu-%	31 %	14 %	8 %	9 %
EBIT oik.	6,7	7,5	8,2	9,5
EBIT-% oik.	29,6 %	29,2 %	29,4 %	31,2 %
Nettotulos	3,2	3,5	4,0	5,1
EPS (oik.)	0,27	0,32	0,35	0,40

P/E (oik.)	29,1	24,4	22,4	19,4
P/B	6,0	5,7	5,4	5,1
Osinkotuotto-%	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	20,7	18,0	16,1	13,4
EV/EBITDA	20,1	17,3	15,0	12,7
EV/Liikevaihto	6,1	5,3	4,7	4,2

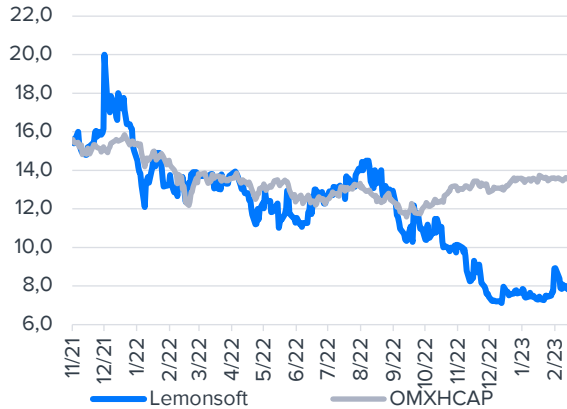
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

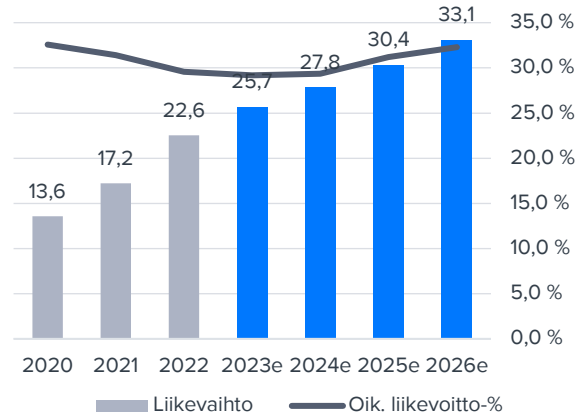
"Lemonsoft arvioi, että tilikauden 2023 liikevaihto kasvaa 10-20 %, ja että oikaistu liikevoitto on 25-30 % liikevaihdosta."

Osakekurssi



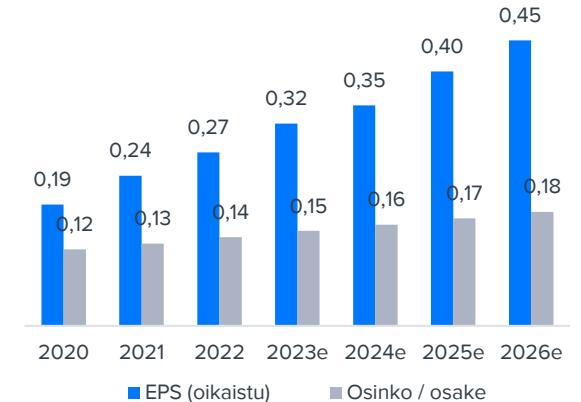
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvu nykyisillä toimialoilla niin nykyasiakkaissa laajentamalla kuin uusasiakashankinnalla
- Kasvun kiihdyttäminen ja arvonluonti yritysjärjestelyillä
- Kannattavuudessa skaalautumispotentiaalia kasvun mukana
- Korkea asiakaspito (liiketoimintakriittinen järjestelmä asiakkaille)
- Laajentuminen uusille toimialoille ja uusiin toimintamaihin



Riskitekijät

- Heikentyvä talousympäristö luo epävarmuutta orgaanisen kasvunäkymän ylle
- Yritysosot ja niiden integrointi
- Tuoteportfolion liika hajautuminen ja fokuksen menettäminen
- Kilpailun kiristyminen
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Avainhenkilöriskit
- Tiettyjen kohdetoimialojen korkea suhdanneherkkyys

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,80	7,80	7,80
Osakemäärä, milj. kpl	18,5	18,5	18,6
Markkina-arvo	145	145	145
Yritysarvo (EV)	135	131	127
P/E (oik.)	24,4	22,4	19,4
P/E	41,2	35,8	28,7
P/Kassavirta	43,5	21,3	18,1
P/B	5,7	5,4	5,1
P/S	5,6	5,2	4,8
EV/Liikevaihto	5,3	4,7	4,2
EV/EBITDA (oik.)	17,3	15,0	12,7
EV/EBIT (oik.)	18,0	16,1	13,4
Osinko/tulos (%)	79,3 %	73,3 %	62,5 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,1 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Markkinat	15-17
Kilpailukenttä	18-20
Strategia	21-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-29
Sijoitusprofiili	30-31
Arvonmääritys	32-35
Taulukot	36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Lemonsoft lyhyesti

Lemonsoft on suomalainen SaaS-mallilla toimiva pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) toimittaja.

2006

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

22,6 MEUR (+31% vs. 2021)

Liikevaihto 2022

+25 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2014-2022

6,7 MEUR (29,6 % lv:sta)

Oik. EBIT 2022

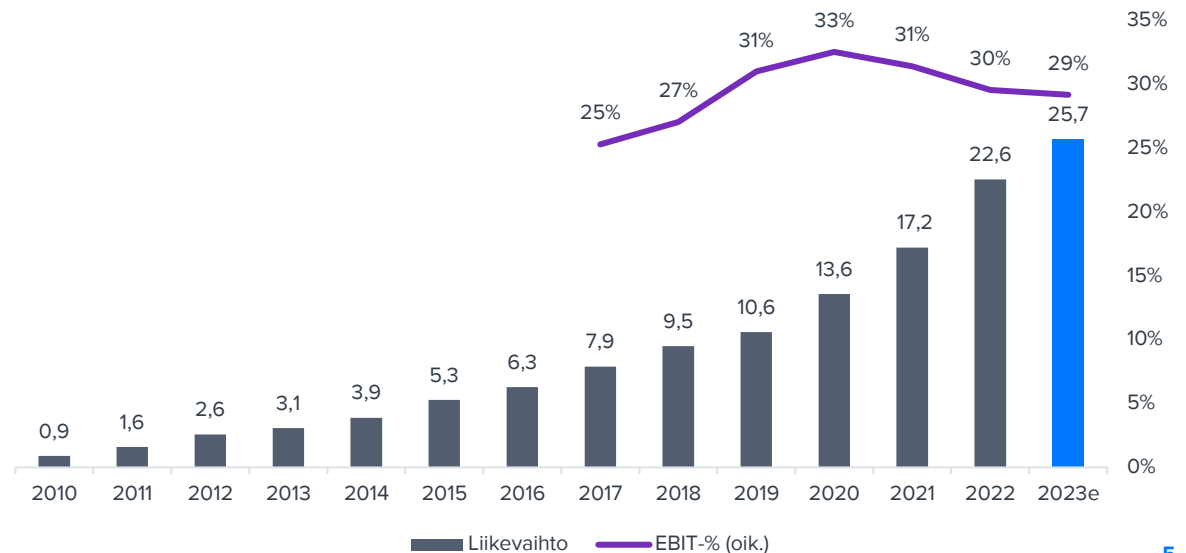
184

Henkilöstö 2022 lopussa

80,5 %

Toistuvan kuukausilaskutuksen osuus liikevaihdosta 2022

-2012	2013-2016	2017-2020	2021	2022
<ul style="list-style-type: none"> Tuotekehitys ja uusien työkalujen kehittäminen ohjelmistoon CRM, valmistuksen ohjaus (MES), projektinhallinta Fokus teollisuudessa sekä tukku- ja erikoistavarakaupan toimialoilla SaaS-transformaatio käynnistetään 2012 	<ul style="list-style-type: none"> Liiketoiminnan skaalaaminen ja onnistunut muutos SaaS-yhtiöksi Laajentuminen rakennusalalle 2014 Laajentuminen tilitoimistoihin 2016 Cloud Partners ja Suomen Ohjelmistopalvelu .fi -yritysostot 2016 	<ul style="list-style-type: none"> Kannattava kasvu jatkuu 12/19 Ohjelma-Aitta-yritysosto 1/20 Aacon-yritysosto (Kellokortti) 5/20 Lixani-yritysosto Laajentuminen asiantuntija- ja palvelualalle 2020 	<ul style="list-style-type: none"> 4/21 Metsys-yritysosto 6/21 Talosofta-yritysosto 8/21 PlanMill-yritysosto 11/21 Listautumisannilla 15 MEUR:n bruttovarat kasvun kiihdyttämiseksi 	<ul style="list-style-type: none"> 5/22 Logentia-yritysosto 7/22 Finazilla-yritysosto 12/22 Duunissa.fi-liiketoimintakauppa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Lemonsoftin tausta ja historia

Lemonsoft on vuonna 2006 perustettu SaaS-mallilla toimiva pk-yrityksille suunnattujen toimialakohtaisten toiminnanohjausratkaisujen (ERP) toimittaja. Yhtiö keskittyy tällä hetkellä tarjoamaan ohjelmistoaan Suomen markkinoille.

Ennen Lemonsoftin perustamista yhtiön perustaja ja toimitusjohtaja Kari Joki-Hollanti kehitti Novanin toiminnanohjausohjelmiston, joka myytiin 2000-luvun alkupuolella Vismalle. Perustamisesta lähtien Lemonsoft on ollut tuotevetoinen yhtiö ja ohjelmistoa on kehitetty asiakaslähtöisesti. Ohjelmistoaan ohjelmiston vahvuutena on laajin tarjooma pk-yritysten toiminnanohjauksen tarpeisiin, joka samalla huomioi toimialakohtaiset erityispiirteet. Lemonsoft aloitti pilvisiirtymän ja muodonmuutoksen SaaS-yhtiöksi hyvissä ajoin vuonna 2012, mikä katkeamattomien kasvulukujen valossa sujui yhtiöltä kivuttomasti. Tämä oli myös tärkeä strateginen valinta, sillä pilviohjelmistojen suosio on tämän jälkeen lyönyt vahvasti läpi. Vuonna 2021 listautumisen aikaan noin 70 % Lemonsoftin ERP-järjestelmän käytöstä oli pilvipohjaista, mutta tulovirta on jo lähes kokonaan SaaS-pohjaista. Pieni osa asiakkaista haluaa kuitenkin käyttää vielä ohjelmiston lokaalia työpöytäversiota, mikä sitoo T&K-resursseja vähäisin määrin myös tämän version ylläpitoon.

Lemonsoftin ohjelmiston ytimessä olevaa toiminnanohjausjärjestelmää on kehitetty skaalautuvuus edellä, mikä on mahdollistanut tuotteen laajentamisen uusille toimialoille. Ytimen ympärille on kehitetty eri toimialojen erityispiirteet huomioivia ratkaisuja, joita asiakkaat voivat ottaa

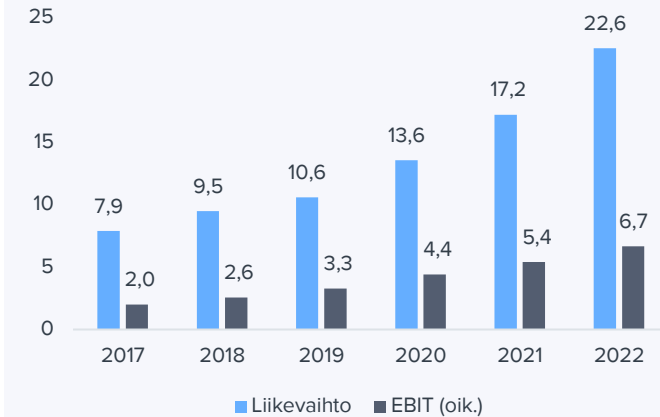
joustavasti käyttöön. Lemonsoftin ohjelmiston kehittäminen aloitettiin teollisuuden sekä tukku- ja erikoistavarakaupan tarpeisiin, josta yhtiö laajeni rakentamisen toimialalle vuonna 2014. Vuonna 2016 Lemonsoft laajeni tilitoimistoihin, jotka toimivat myös yhtenä jakelukanavana ohjelmistolle. Asiantuntija- ja palvelualan toiminnanohjaukseen yhtiö laajeni vuonna 2020 ja vahvisti siellä asemiaan elokuussa 2021 tehdyllä PlanMill-yritysostolla. Tuoteportfolion vahvistaminen yritysostoilla on viime vuosina noussut Lemonsoftin strategian työkaluksi ja joulukuun 2019 jälkeen yhtiö on toteuttanut yhteensä 9 kooltaan melko pientä yrityskauppaa.

Lemonsoft tänään

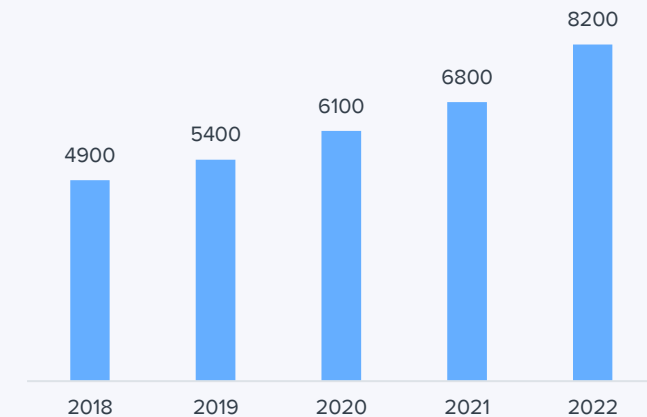
Lemonsoft on onnistunut erittäin hyvin ohjelmistotarjoomansa kaupallistamisessa, mistä kertoo keskimäärin 25 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu 2014-2022. Samalla Lemonsoftin kannattavuus on skaalautunut voimakkaasti, minkä ansiosta yhtiön kannattavuus on jo erittäin hyvällä tasolla. Vuodelle 2023 Lemonsoft ohjeistaa 10-20 %:n liikevaihdon kasvua ja 25-30 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia.

Lemonsoftin ydinkohderyhmää ovat 10-250 henkeä työllistävät pk-yritykset yhtiön viidellä kohdetoimialalla. Tässä kohderyhmässä on muodostunut selkeä tarve kokonaisvaltaisille toiminnanohjauksen ratkaisuille, eikä ohjelmistoilta edellytetä pitkälle vietyä räätälöitävyyttä. Näin kohderyhmälle voidaan tarjota hyvin skaalautuvaa, modulaarista, vakioitua ja automatisoitua ohjelmistoratkaisua kilpailukykyiseen hintaan. Lemonsoftin asiakaskunta on hyvin hajautunut ja yhtiöllä on jo yli 8200 asiakasta.

Liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



Asiakkaiden lukumäärä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Yksittäisiin asiakkuuksiin liittyvät riskit ovat pieniä, ja 10 suurinta asiakasta vastasivat vuonna 2022 arviomme mukaan noin 10 % liikevaihdosta.

Lemonsoftin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti niin orgaanisesti kuin yritysostoin ja 2022 lopussa yhtiö työllisti 184 henkilöä. Yhtiöllä on toimipisteet kahdeksalla paikkakunnalla Vaasassa, Helsingissä, Joensuussa, Jyväskylässä, Kouvolassa, Oulussa, Tampereella ja Turussa.

Lemonsoft listautui Helsingin First North -listalle 2021 syksyllä ja keräsi osakeannilla 15 MEUR:n bruttovarat. Samalla yhtiön pääomistajat Rite Ventures ja Kari Joki-Hollanti myivät osakkeita yhteensä noin 39 MEUR:lla. Rite Ventures omistaa nyt 42,8 % ja Kari Joki-Hollanti 25,8 % Lemonsoftista ja ovat siten edelleen selvästi suurimmat omistajat.

Tuote ja liiketoimintaidea

Lemonsoftin ERP-järjestelmän tarkoituksena on tarjota kaikki yrityksen keskeisimmät toiminnot ja toimialakohtaiset erityispiirteet yhdessä kokonaisratkaisussa. Lemonsoftin ERP-järjestelmä on muokattavissa asiakkaan yksilöllisiin tarpeisiin, jolloin asiakas voi valita ratkaisuihin mukaan vain tarvitsemansa toiminnot.

Lemonsoftin ERP-järjestelmän ydinajatuksena on tehostaa asiakasyrityksen toimintaa ja mahdollistaa taloudellisia säästöjä digitalisaation ja automaation avulla. Kerran ohjelmistoon tallennettu tieto liikkuu järjestelmässä sähköisesti ja mahdollistaa reaaliaikaisen näkyvyyden liiketoimintaan. Lisäksi ohjelmisto keventää

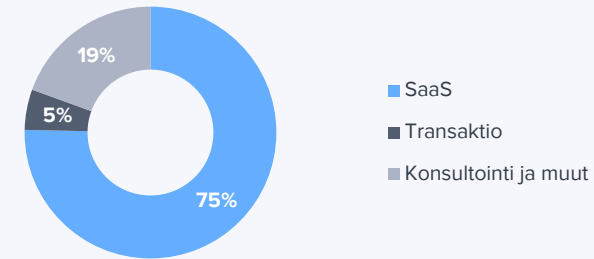
hallinnollista taakkaa, kun rutiinitöiden automatisointi vapauttaa aikaa ja resursseja yrityksen ydintoimintoihin. Lemonsoftin pilvipohjainen ERP-järjestelmä mahdollistaa perinteisiä ohjelmistoratkaisuja nopeamman ja kustannustehokkaamman käyttöönoton ja ylläpidon, jatkuvan ajantasaisuuden, sekä paikkariippumattomuuden.

Lemonsoftin ERP-järjestelmä sisältää moduuleja sekä hallinnollisiin (horisontaalisiin) että liiketoiminnallisiin (vertikaalisiin) prosesseihin. Hallinnollisten prosessien moduulit käsittävät muun muassa taloushallinnon, palkkahallinnon, tietohallinnon, liikkeenjohdon, asiakkuudenhallinnan ja laskutuksen prosesseihin käytettäviä moduuleja. Näiden vaatimukset ovat melko samankaltaisia asiakkaan toimialasta tai koosta riippumatta.

Liiketoiminnallisten prosessien moduulit käsittävät muun muassa tuotannossa, logistiikassa, materiaalien hallinnassa, resurssien hallinnassa, projektinhallinnassa ja tiedonkeruussa käytettäviä moduuleja. Näiden vaatimukset vaihtelevat asiakkaan toimialan mukaan ja niillä vastataan toimialakohtaisiin erityistarpeisiin.

Kaikki Lemonsoftin tarjoamat hallinnollisten ja liiketoiminnallisten prosessien moduulit sekä muut ohjelmistotuotteet integroituvat Lemonsoftin ERP-järjestelmään. Asiakkaalle koko Lemonsoftin tarjooma näkyy yhtenäisenä kokonaisratkaisuna ja parhaimmillaan asiakas voi ottaa uusia moduuleja käyttöön pelkästään nappia painamalla.

Liikevaihdon jakauma 2022



SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalveluiden tuotot

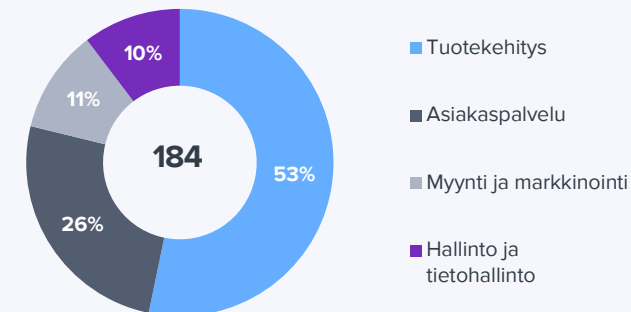
Transaktioliikevaihto

Transaktiovolyyymiin perustuva liikevaihto (esim. verkkolaskutus, verkkopalkka, e-kuitti, perintä)

Konsultointi ja muut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönottokonsultointi ja koulutus sekä muut lisäarvopalvelut.

Henkilöstön jakauma 2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Ydintuotetta täydentävät ratkaisut

Lemonsoft on avoin ohjelmisto, johon voidaan API-rajapintojen avulla liittää kolmannen osapuolen tekemiä ratkaisuja. Asiakas voi asioida kolmansien osapuolien palveluiden kanssa suoraan ERP-järjestelmästä löytyvän LemonHUB-palvelun kautta. LemonHUB mahdollistaa asiakkaille transaktioperusteisia taloushallinnon palveluita, kuten sähköiset palkkakuitit, e-laskutuksen, factoring-rahoituksen, maksuvalvonnan sekä tilausten ja vahvistusten lähettämisen sekä vastaanottamisen.

Lemonsoft on kehittänyt myös muita ydintuotettaan täydentäviä ratkaisuja viime vuosina, joiden liikevaihtovaikutus on arviomme mukaan vielä pieni. 1-3 henkilöä työllistävillä mikroyrityksille on tarjolla selainpohjainen ratkaisu laskutuksen, ostolaskujen, palkanlaskennan ja raportoinnin hoitamiseen. LemonShop on puolestaan verkkokauppa-alusta, joka integroituu Lemonsoftin ERP-järjestelmään. Regista on taas prosessien kuvaamiseen, mittaamiseen ja kehittämiseen erikoistunut ohjelma.

Lemonsoftin tuotetarjooma on viime vuosina laajentunut myös yritysostojen seurauksena, joita käsittelemme lisää strategia-kappaleessa. Aacon-yritysoston myötä yhtiö sai Kellokortti-palvelun, joka tarjoaa ratkaisuja työajanseurantaan, TES-tulkintaan ja lomasuunnitteluun. Lixani- ja Talosofta-yritysostoilla Lemonsoft vahvisti asemiaan rakentamisen toimialalla. Lixani on verkossa toimiva projektinseuranta-, tuntikirjaus- ja laskutusjärjestelmä. Talosoftan avulla tarjooma vahvistui etenkin kustannuslaskennan saralla. Metsys-yritysosto täydensi Lemonsoftin tarjoamaa

ja osaamista varastonhallinnassa. Metsys keskittyy räätälöityjen varastonhallintaratkaisujen kehittämiseen, joita on tarkoitus myös pyrkiä tuotteistamaan SaaS-mallin mukaiseksi.

PlanMill on erityisesti asiantuntija- ja palvelualalla (PSA) toimiville yrityksille suunnattu ERP-järjestelmä. Yrityskaupan (8/21) jälkeen PlanMill on jatkanut toimintaansa omalla brändillään samalla pyrkien hyödyntämään ristiinmyyntisynergioita.

Logentian (5/22) avulla Lemonsoft vahvisti tarjoamaansa teollisuuden ja tukkukaupan asiakkaille kuljetusten hallinnan optimoinnin saralla. Finazilla-kaupalla (7/22) yhtiö vahvisti tarjoamaansa talousjohtamisen ratkaisussa Finazillan pilvipohjaisen budjetointiin, raportointiin ja liiketoiminnan suunnitteluun kehitetyllä ratkaisulla. 12/22 ostettu Duunissa.fi vahvisti yhtiön kokonaisratkaisua työajanseurantaan.

Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Lemonsoft on luonteeltaan puhdas tuoteyhtiö, mutta ratkaisuun liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Yhtiö tarjoaa esimerkiksi ohjelmiston käyttöönoton ja koulutuksen palveluna omalla henkilökunnalla, sillä ERP-järjestelmän hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Ohjelmiston käyttöön on mahdollista ostaa myöhemminkin konsultointia erilaisissa muutostilanteissa (esim. käytön tehostaminen ja laajentaminen tai asiakkaan muuttuneet liiketoimintaprosessit). Normaali asiakastuki tarjotaan osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja. Konsultointi ja muut -erän osuus liikevaihdosta oli 19 % vuonna 2022.

Kohderyhmät

Lemonsoftin tarjoamat hallinnollisten prosessien moduulit soveltuvat useimmille toimialoille asiakasyrityksen koosta tai sijainnista riippumatta. Liiketoiminnallisten prosessien moduulit on kuitenkin kehitetty teollisuuden, tukku- ja erikoistavarakaupan, rakentamisen, asiantuntija- ja palvelualan sekä tilitoimistoalan erityispiirteet huomioiden.

Fokusoituminen 10-250 henkeä työllistävien pk-yritysten asiakaskokoluokkaan mahdollistaa hyvin vakioidun ja automatisoidun ohjelmiston kehittämisen. Lemonsoft kehittää ohjelmistoaan asiakaslähtöisesti ja asiakaskohtaisia räätälöintitarpeita otetaan huomioon, jos uudet ominaisuudet ovat monistettavissa hyödyttämään laajasti yhtiön asiakaskuntaa. Jokaisella asiakkaalla on kuitenkin jossain määrin omat liiketoiminnan fokusalueet ja prosessit. Siten ohjelmiston toimintojen kattavuus ja modulaarisuus on tärkeää, kun pyritään saavuttamaan vahva markkina-asema.

Lemonsoft keskittyy ERP-ohjelmistollaan tällä hetkellä vain Suomen markkinan valittuihin asiakastoimialoihin. Tulevaisuudessa ohjelmistoa on mahdollisuus laajentaa Suomessa uusille asiakastoimialoille hankkimalla esimerkiksi yritysostoilla tarvittavia toimialakohtaisia erityisominaisuuksia. Pidemmällä aikavälillä myös kansainvälinen laajentuminen on suunnitelmassa ja tietyillä Lemonsoftin ratkaisuilla (Esim. Planmill, Metsys ja Logentia) on jo kansainvälisiä asiakkaita.

Kumppanit



LemonHUB-kumppanit



Tilitoimistot



Jälleenmyyjät

Toiminnot

Tuotekehitys
(n. 53 % *)



Asiakaspalvelu
(n. 26 % *)



Myynti ja markkinointi
(n. 11 % *)



Hallinto ja tietohallinto
(n. 10 % *)



* Osuus Lemonsoftin
henkilöstöstä 2022 lopussa

Ratkaisut

Lemonsoft-ohjelmisto

- Toiminnanohjaus
- Taloushallinto
- Palkka- ja henkilöstöhallinto
- Asiakkuudenhallinta (CRM)
- Projektinhallinta
- Resurssien hallinta
- Logistiikka
- Tuotannonohjaus
- Raportointi
- Liiketoimintatiedon hallinta (BI)
- Tiedonhallinta
- LemonHUB-rajapinnat

Liiketoimintaidea

Lemonsoft-ERP sisältää kaikki yrityksen keskeisimmät toiminnot ja toimialakohtaiset erityispiirteet yhdessä kokonaisratkaisussa.

lemonsoft

- Pilvipohjainen ohjelmisto (SaaS)
- Laaja kokonaisratkaisu
- Automatisoi manuaaliset prosessit ja tehostaa toimintaa
- Reaaliaikainen näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen

Myyntikanavat



Uusiasiakashankinta (oma myynti ja tilitoimistokumppanit)



Laajennukset olemassa olevaan asiakaskuntaan

Kilpailu

ERP-yleisohjelmistot



Toimialakohtaiset kilpailijat



Visma Nova ja L7



finago ecom^{at}

Asiakassegmentit



Teollisuus



Tukku- ja erikoistavarakauppa



Asiantuntija- ja palveluala



Rakentaminen



Tilitoimistot

- Ydinkohderyhmää 10-250 henkilön pk-yritykset
- Yhteensä yli 8200 asiakasta

Kustannusrakenne (2022)



Henkilöstökulut
(49 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(11 %)



Liiketoiminnan
muut kulut
(9 %)



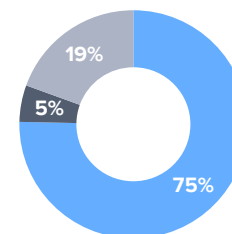
Poistot
(10 %)

184 hiö (2022)
-17,9 m€ (2022)

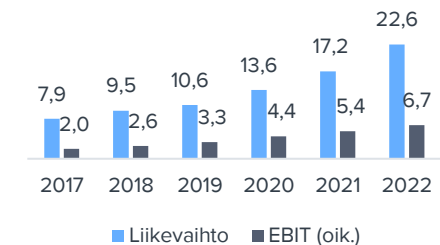
Tulovirrat (2022)

Liikevaihto 22,6 m€
EBIT (oik.) 6,7 m€ (2022)

Liikevaihto tuottolajeittain



- SaaS
- Transaktio
- Konsultointi ja muut

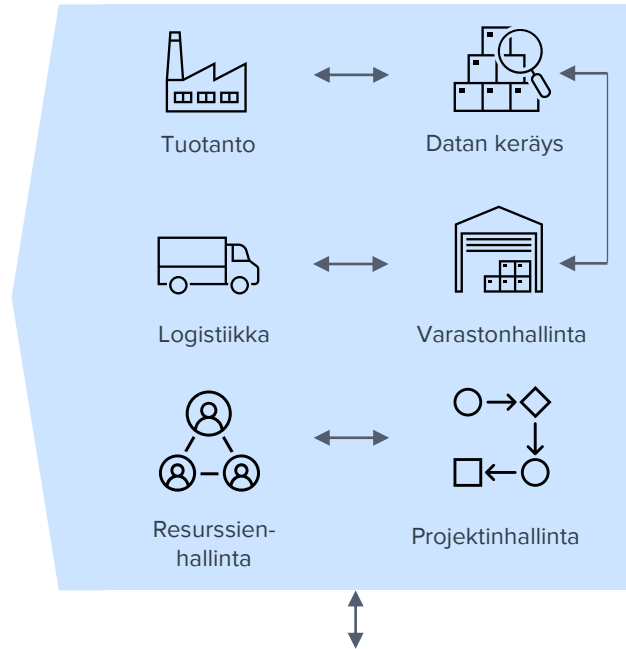


Lemonsoftin ratkaisun kuvaus

Moduulit hallinnollisiin prosesseihin



Toimialakohtaiset moduulit



Lemonsoft-ohjelmiston päätehtävät:

- Kaikki pk-yrityksen tarvitsemat järjestelmät koottuna yhteen modulaariseen ratkaisuun
- Tehostaa tuottavuutta ja tehokkuutta
- Luo kustannussäästöjä asiakkaalle
- Työntekijät voivat keskittyä arvoa luoviin tehtäviin
- Luo läpinäkyvyyttä liiketoiminnan eri prosesseihin
- Reaaliaikainen ja tarkka tiedonkulku, rutiinitöiden automatisointi

Ydintuotteeseen integroituvat lisämoduulit/palvelut* sekä yritysostot

lemon hub
lemon shop
regista

kellokortti
Duunissa.fi
Ratkaisuja työajanseurantaan, TES-tulkintaan ja lomasuunnitteluun

Metsys
WMS Software
Varastonhallinnan räätälöidyt ratkaisut teollisuuteen

PLANMILL
ERP-järjestelmä asiantuntija- ja palvelualalle

TALOSOFTA
LIXANI®
Kustannuslaskenta-, projektinseuranta-, tuntikirjaus- ja laskutusjärjestelmät

LOGENTIA
Transport smarter. Spend less.
Kuljetusten hallinnan optimointi

FINAZILLA
Raportointiin, budjetointiin ja ennustamiseen liittyviä työkaluja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Liiketoimintamalli

Myyntiorganisaatio ja -prosessi

Lemonsoftin tuote on hyvin standardoitu sen kohderyhmiin ja se on nopea ottaa käyttöön. Tämän ansiosta tuotteen myyntiprosessi on ERP-järjestelmäksi melko lyhyt, eikä myynti vaadi tuekseen korkeapalkkaisia asiantuntijoita tai mittavaa konsultointia. Myyntisyklit vaihtelevat ostettavan järjestelmän laajuudesta riippuen ja tyypillisesti kestävät muutamia kuukausia. Järjestelmän ostajana on yleensä kohdeyhtiön toimitusjohtaja ja hallinto. Lemonsoftin kohderyhmät Suomessa ovat selkeitä ja tarkkaan rajattuja, mikä helpottaa myyntityötä. ERP-järjestelmän myynti on konsultoivaa myyntiä, jonka vuoksi Lemonsoft tekee myyntityötä pääasiassa omalla henkilöstöllä. Yhtiön strategian fokuksessa on kuitenkin jatkossa pyrkiä hyödyntämään myynnissä paremmin kumppaneita, mikä vaatii vielä tuotetarjoaman kehittämistä helpommin ostettavaan ja käyttöönotettavaan muotoon. Lemonsoftilla on jo tilitoimistoille suunnattu kumppanuusmalli, johon kuuluvat tilitoimistot ohjaavat omia asiakkaitaan Lemonsoftin ohjelmiston käyttäjiksi. Näin tilitoimistot ovat Lemonsoftille sekä yksi asiakasvertikaali että myyntikanava. Myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli 2022 lopussa 11 % Lemonsoftin henkilöstöstä.

Sopimuksen syntymisen jälkeen Lemonsoftin oma projektitiimi lähtee toteuttamaan asiakkaalle käyttöönottoprojektia. Lemonsoft on panostanut ohjelmistonsa nopeaan käyttöönottoon ja listautumisen aikaan yhtiö kertoi, että keskimäärin projekti kestää noin 6 kuukautta ja maksaa noin 20 TEUR. Yhtiön arvion mukaan tyypillisen

kilpailevan ratkaisun osalta vastaavat luvut olivat tuolloin 9 kuukautta ja 34 TEUR. Käsityksemme mukaan luvut ovat edelleen suunnilleen samalla pallokentällä. Lemonsoft ei tavoittele käyttöönottoon liittyvillä vaiheilla korkeita katteita, vaan laskuttaa käytännössä tehtyjen tuntien mukaan. Kun asiakas on saatu vietyä tuotantoon, alkavat SaaS-maksut tuloutua, joihin sisältyy myös ohjelmiston normaali asiakastuki.

Lemonsoftin tehokkaasta myyntiprosessista, lisämyyntiä tukevasta modulaarisesta tarjoomasta sekä pitkistä asiakassuhteista kertoo yhtiön historiallisesti erittäin vahva LTV/CAC-tunnusluku (2020: 60). Luku kuvastaa asiakkaan elinkaariarvon suhdetta asiakashankinnan kustannuksiin eli asiakashankintaan tehtyjen investointien takaisinmaksuaika oli vain noin 6kk. Arviomme mukaan luku oli poikkeuksellisen hyvällä tasolla ennen listautumista, jonka jälkeen panostuksia uusasiakashankintaan on kasvatettu. Käsityksemme mukaan luku on kuitenkin edelleen vahvalla tasolla ja uusasiakashankinnan olevan yhtiölle hyvin kannattavaa.

Tuotekehitys ja teknologia

Lemonsoftin ERP-järjestelmä on perustaltaan kypsässä vaiheessa ja tuotekehityksen rooli on erityisesti uusien tuotteiden, moduulien sekä ominaisuuksien kehittämisessä. Tällä hetkellä fokuksessa on myös tiettyjen viime vuosien yritysostojen mukana tulleiden tuotteiden syvempi integraatio osaksi Lemonsoftin ydinohjelmistoa. Lemonsoftin merkittävistä panostuksista ohjelmistojensa kehittämiseen kertoo se, että 2022 lopussa 53 % yhtiön henkilöstöstä oli tuotekehityksessä. Näiden panostusten ansiosta ohjelmistoihin ei ole yhtiön mukaan myöskään

kertynyt juurikaan teknologiavelkaa. Siten tuotekehityksen fokus voi jatkossakin olla ensisijaisesti uusien, ohjelmiston kilpailukykyä parantavien ratkaisujen sekä integraatiokyvykkyyksien kehittämisessä.

Lemonsoftin teknologiavalinnoissa johtavana ajatuksena on käyttää uutta, mutta markkinoille vakiintunutta teknologiaa. Ohjelmisto-arkkitehtuurin vakaus, luotettavuus ja ajantasaisuus ovat myös olennaisia kriteerejä yritysostojen tehdessä. Lemonsoftin ohjelmistoratkaisut on alusta lähtien rakennettu kerroksittain siten, että tietokanta ja liiketoimintalogiikka on erotettu käyttöliittymästä. Tämä on mahdollistanut muun muassa mobiili- ja selainsovellusten rakentamisen yhteisen bisneslogiikan päälle, jolloin eri käyttäjäprofiileja edustavat käyttäjät pystyvät työskentelemään saman tiedon kanssa reaaliaikaisesti.

Lemonsoft kehittää ohjelmia mikropalvelu-arkkitehtuurin periaatteiden mukaisesti, jolloin kehitetyt sovellukset toimivat itsenäisesti tai toisiinsa integroituna kokonaisuutena. Mikropalveluarkkitehtuuri mahdollistaa tarvittaessa globaalisti hajautettujen itsenäisten sovellusten rakentamisen yhteisen bisneslogiikan varaan. Tämä takaa eri tuotelinjojen välisten palvelujen rakentamisen kustannustehokkaasti sekä tuottaa selkeitä asiakashyötyjä korkeamman automaatioasteen rakentamisessa. Kaiken kaikkiaan standardoitujen ja skaalautuvien ohjelmistoratkaisujen kehittämiseen tähtäävä tuotekehitys vähentää tarvetta asiakaskohtaiselle räätälöinnille, asiakastuelle ja huoltotoimenpiteille, mikä mahdollistaa liiketoiminnan skaalautumisen kasvun mukana.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Lemonsoftin liikevaihdosta 75 % (2022) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan tyypillisesti kuukausittain. Keskimääräinen asiakas tuottaa Lemonsoftille arviomme mukaan noin 300 euroa kuukaudessa. Ohjelmistoa ja sen lisämoduuleja täysimääräisesti käytävissä asiakkaissa kuukausilaskutus nousee yli tuhanteen euroon, mikä kertoo asiakaskannan merkittävästä lisämyyntipotentiaalista. Lisämyynti on tähänkin mennessä ollut yhtiölle tärkeä kasvuajuri ja historiallisen datan valossa keskimääräisen asiakkaan toistuva laskutus on ollut 25 % korkeammalla neljä vuotta asiakkuuden käynnistymisestä. Vuosina 2020-2021 jatkuvan laskutuksen nettopito (Net Revenue Retention, NRR) oli 108 %, mikä kertoo terveellä pohjalla olevasta SaaS-liiketoiminnasta. Vuonna 2022 lukema laski 103 %:iin heikentyneen taloustilanteen myötä, mikä on vaikeuttanut uusmyyntiä, lisännyt asiakaspoistumaa sekä vähentänyt joissakin asiakkuuksissa ohjelmiston käyttäjämääriä.

Lemonsoftilla ei ole pitkiä monivuotisia sopimuksia, mutta asiakaspoistumaa rajoittaa se, että ERP on asiakkaalle liiketoimintakriittinen järjestelmä. Lemonsoft on vahvasti kiinni asiakkaan ydinprosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen on työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä luontaisten syiden eli konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta. Lemonsoftin jatkuvaan laskutukseen perustuva asiakaspoistuma on ollut vuosina 2018-2022 2,3-3,5 % välillä. Matala asiakaspoistuma kertoo edellä mainitun lisäksi

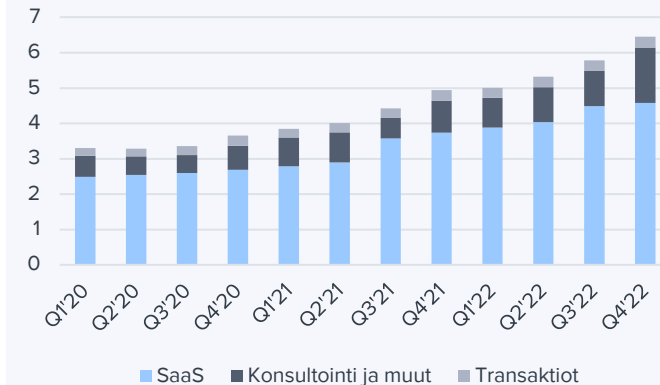
korkeasta asiakastyytyväisyydestä ja ohjelmiston kilpailukyvyistä pk-yritysten kohderyhmässä.

Lemonsoftin ERP-järjestelmän hinnoittelu pohjautuu ohjelmiston käyttäjämääriin ja käytössä olevien moduulien määrään, jonka pohjalta kuukausimaksu määritellään. Siten ohjelmiston käyttö on asiakkaalle joustavaa ja skaalattavissa tarpeen mukaan. Kasvavissa yrityksissä kuukausimaksut nousevat ohjelmiston käytön laajentuessa organisaation sisällä ja laskevissa yrityksissä vastaavasti joustavat alaspäin.

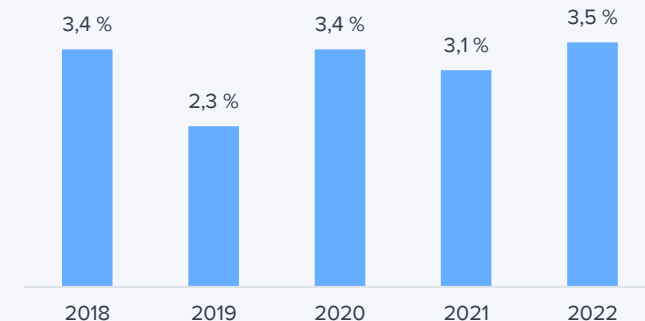
Transaktioliikevaihto

LemonHUB-palvelujen osalta Lemonsoft hyödyntää transaktioperusteista (pay-as-you-go) laskutusta, jossa asiakas maksaa palvelusta transaktiokohtaisesti. Transaktioliikevaihto muodostuu laaja-alaisesti erilaisista transaktioluontoisista palveluista, joita ovat esimerkiksi LemonHUBiin integroidut palkanlaskennan, laskutuksen ja maksunvalvonnan palvelut. Transaktioperusteiset palvelut laskutetaan asiakkaalta jälkikäteisesti kuukausittain. Vuonna 2022 Lemonsoftin liikevaihdosta 5 % tuli transaktioista. Liikevaihdon kehitys on historiassa ollut hyvin tasaista ja ennustettavaa, jonka vuoksi transaktioperusteinen liikevaihto on SaaS-tuottojen tyyliin laskettavissa jatkuvaluonteiseksi. Arviomme mukaan transaktioliikevaihto on myös kannattavuudeltaan Lemonsoftille korkeakatteista. Arviomme transaktioliiketoiminnan kasvavan tulevana vuosina jossain määrin sidoksissa SaaS-liikevaihdon kasvuun, kun sekä uudet että nykyiset Lemonsoftin ERP-järjestelmän käyttäjät hyödyntävät myös LemonHUBin palveluita.

Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin (MEUR)



Asiakaspoistuma (churn) ollut hyvin matala



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Skaalautuvuus ja sen ajurit

Lemonsoftin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien monistettavuus, skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Jatkuvan laskutuksen osuus yhtiön liikevaihdosta oli viime vuonna 81 %. Liiketoimintamallin vahvan skaalautuvuuden ansiosta Lemonsoftin kannattavuus on jo erittäin hyvällä tasolla (2022 oik. EBIT-%: 29,6 %) sekä absoluuttisesti että suhteessa samankokoisiin ja nopeasti kasvaviin SaaS-yhtiöihin.

Lemonsoftin liiketoiminnan skaalautuvuutta tukee se, että ohjelmiston hinnoittelumalli on sidottu pääosin asiakkaan liiketoiminnan laajuuteen. Asiakaskohtainen laskutus siis nousee asiakkaan liikevaihdon ja/tai henkilöstömäärän kasvaessa tai asiakkaan ottaessa käyttöön laajemmin uusia moduuleja.

Lemonsoftin materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina, noin 10-13 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon (myyntikate 87-90 %). Myyntikate on jo erittäin hyvällä tasolla ja näemme siinä korkeintaan lievää parannuspotentiaalia. Pääosa materiaalit ja palvelut -kuluerästä syntyy palvelinkuluista sekä muista ulkopuolisista palveluista, jotka liittyvät pitkälti transaktiopalveluiden tarjoamiseen.

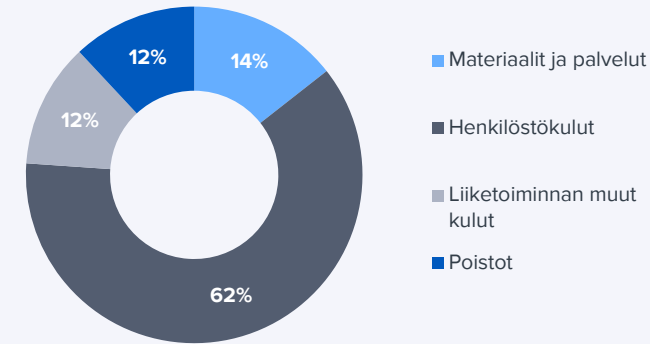
Lemonsoftin merkittävin kustannuserä on ohjelmistoyhtiöille tyypilliseen tapaan henkilöstökulut (2022: 49 % liikevaihdosta), jotka voidaan jakaa karkeasti neljään osaan: 1) tuotekehitys, 2) myynti- ja markkinointi, 3) asiakaspalvelu ja 4) hallinto. Lemonsoftin henkilöstökulujen suhteellinen osuus on noussut vuosina 2021-2022 listautumisen jälkeisten kasvupanostusten ja yrityskauppojen myötä

kasvaneen henkilöstön myötä. Jatkossa näemme kuluerässä skaalautumispotentiaalia yhtiön kasvun jatkuessa. Yhtiö suoritti myös 2022 lopussa 7 toimihenkilön irtisanomiseen johtaneet muutosneuvottelut, jolla haettiin toimintojen tehokkaampaa organisoitua. Henkilöstökulujen skaalautumista jatkossa tukevat nähdäksemme muun muassa seuraavat tekijät:

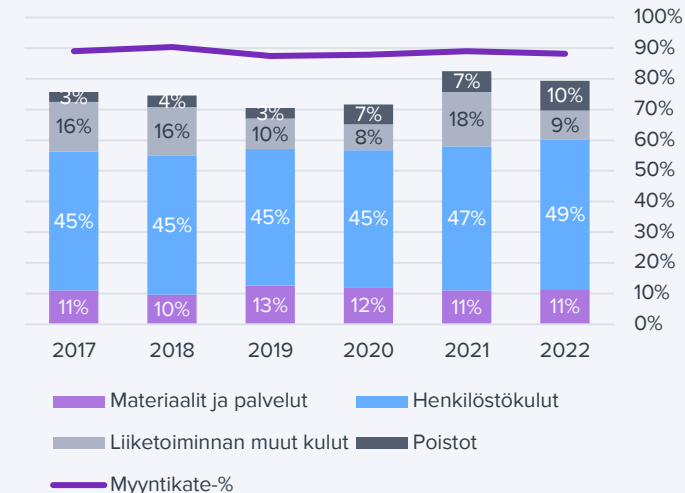
1. Lemonsoftin tuote on kokonaisuutena katsoen melko kypsässä kehitysvaiheessa, ja siten arvioimme tuotekehityspanostusten suhteellisen osuuden liikevaihdosta laskevan tulevina vuosina
2. Lemonsoftin tuotekehityksen hajautuminen useaan eri kaupunkiin Suomessa sekä pysyvä etätyömahdollisuus tuovat joustavuutta rekrytointeihin ja auttavat jossain määrin palkkainflaation hallitsemisessa kovasti kilpailuilla osajamarkkinoilla
3. Yhtiön myyntiprosessi on pitkälle standardoitu ja tuotteistettu, joten uusien myyjien sisäänajo on melko nopeaa ja henkilöstön saatavuus kohtuullisen hyvää
4. Asiakaskohtaisen laskutuksen kasvattaminen lisä- ja ristiinmyynnin avulla, jolloin esimerkiksi asiakastuen resursseja tarvitsee kasvattaa selvästi liikevaihdon kasvua hitaammin

Lemonsoftin liiketoiminnan muut kulut (toimitilat, markkinointi, hallinto) vastasivat vuonna 2022 vain noin 9 % liikevaihdosta. Siten kuluerässä ei ole olennaista skaalautumispotentiaalia. Yhtiön henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat merkittävilta osin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä selittää kulujen maltillista tasoa.

Kustannusten jakauma 2022 (% kustannuksista)

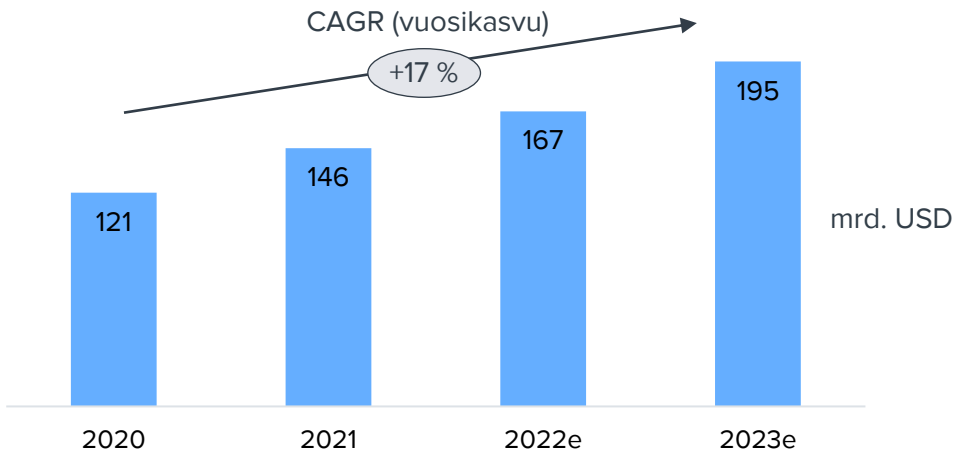


Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



SaaS-mallin suosion ajureita

Globaali SaaS-ohjelmistojen markkinan on ollut vahvassa kasvussa



SaaS-mallin erot perinteiseen (On-Premise¹) ohjelmiston toimitusmalliin

	SaaS	Perinteinen
Tuottojen luonne	Takapainotteinen, jatkuva, ennustettava	Etupainotteinen, kertaluonteinen, vaihteleva
Ohjelmiston toimitus	Verkon yli (pilvipalveluna)	Paikallisesti ¹ asennettu
Hallittavat ohjelmistoversiot	Sama versio kaikilla asiakkailta	Useita versioita asiakkailta

Asiakas

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

Sijoittaja

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

Ohjelmistotoimittaja

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

Lähde: Inderes, Gartner, 1 On-Premise viittaa perinteisen ohjelmistoliiketoiminnan malliin, jossa ohjelmisto asennetaan asiakkaan omaan IT-ympäristöön

Markkinat

Pk-yhtiöiden ERP-markkina tarjoaa kasvupotentiaalia

Lemonsoftin kohdemarkkinat muodostuvat pääasiallisesti pk-yritysten ERP-ohjelmistoista teollisuuden, tukku- ja erikoistavarakaupan, asiantuntija- ja palvelutoimialan, tilitoimistojen sekä rakentamisen asiakastoimialoilla. Lemonsoftin arvioi listautumisen yhteydessä sen saavutettavissa olevan markkinan koon olevan noin 290 MEUR. Arvioon päästiin käyttämällä Lemonsoftin keskimääräistä asiakaskohtaista vuosilaskutusta (~3500e) sekä ERP-järjestelmien keskimääräistä penetraatioastetta (~43 %) suomalaisessa yritys kentässä yhtiön potentiaaliseen asiakaskuntaan (>192 tuhatta yritystä). Muuten samoja lukuja, mutta vuoden 2021 ERP-penetraatioastetta (48 %) soveltamalla päästään nyt noin 323 MEUR:oon.

Toimialoittain Lemonsoftin markkinapotentiaali jakautuu yritysten lukumäärällä mitattuna karkeasti seuraavasti: teollisuus >15 tuhatta, tukku- ja erikoistavarakauppa >34 tuhatta, asiantuntija- ja palveluyritykset >108 tuhatta, tilitoimistot >4 tuhatta sekä rakennusala >31 tuhatta. Euroissa mitattuna Lemonsoftin markkinaosuus on arvioimme mukaan korkeimmillaan teollisuudessa sekä tukku- ja erikoistavarakaupassa. Vuoden 2022 liikevaihdolla yhtiön markkinaosuus nykyisestä kohdemarkkinasta oli vasta noin 7 %.

Nykyisen kohdemarkkinan lisäksi markkinalla on Lemonsoftin arvion mukaan vielä paljon saavuttamatonta potentiaalia. Kohdemarkkina kasvaa tulevina vuosina, kun yhä useampi yritys siirtyy käyttämään ERP-järjestelmiä ja samalla yritykset laajentavat ERP-järjestelmiensä käyttöä,

jolloin asiakaskohtainen laskutus kasvaa. Lemonsoftin mukaan sen ERP-järjestelmää kokonaisvaltaisesti käyttävän asiakkaan keskimääräinen vuosilaskutus on noin 10 TEUR. Olettamalla kaikkien Lemonsoftin nykyisten kohdemarkkinoiden yritysten käyttävän ERP-järjestelmää kokonaisvaltaisesti, on teoreettinen pitkän aikavälin markkinapotentiaali noin 2 miljardia euroa. Vaikka emme pidä etenkään pienten asiantuntija- ja palveluyritysten kohdalla 10 TEUR:n vuosilaskutusta realistisena, havainnollistaa edellä tehty laskelma Lemonsoftilla olevan merkittävästi tilaa kasvaa nykyisillä asiakastoimialoilla. Tulevaisuudessa yhtiön markkinapotentiaalia on mahdollisuus myös laajentaa esimerkiksi uusille toimialoille kohdentuvilla yritysostoilla.

Siirtymä pilvipalveluihin on kohdemarkkinoilla monin paikoin vasta alkuvaiheessa

Digitalisaation voimakas eteneminen ja SaaS-ohjelmistojen yleistyminen on laskenut viime vuosina ohjelmistojen käyttöönoton kynnystä etenkin pienissä yhtiöissä. Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokohityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin onkin lisääntynyt viime vuosina. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2021 ERP-järjestelmä oli käytössä 48 %:lla suomalaisista yhtiöistä, kun vastaava lukema vuonna 2009 oli 16 %. Erityisesti pienissä yrityksissä (henkilöstö 10-19) osuus on kasvanut voimakkaasti parissa vuodessa 29 %:sta (2019) 38 %:iin (2021). Suuremmista yli 100 henkilöä työllistävistä yrityksistä ERP oli käytössä jo 86 %:lla.

Näin ollen ERP-järjestelmien käyttöönotot etenkin

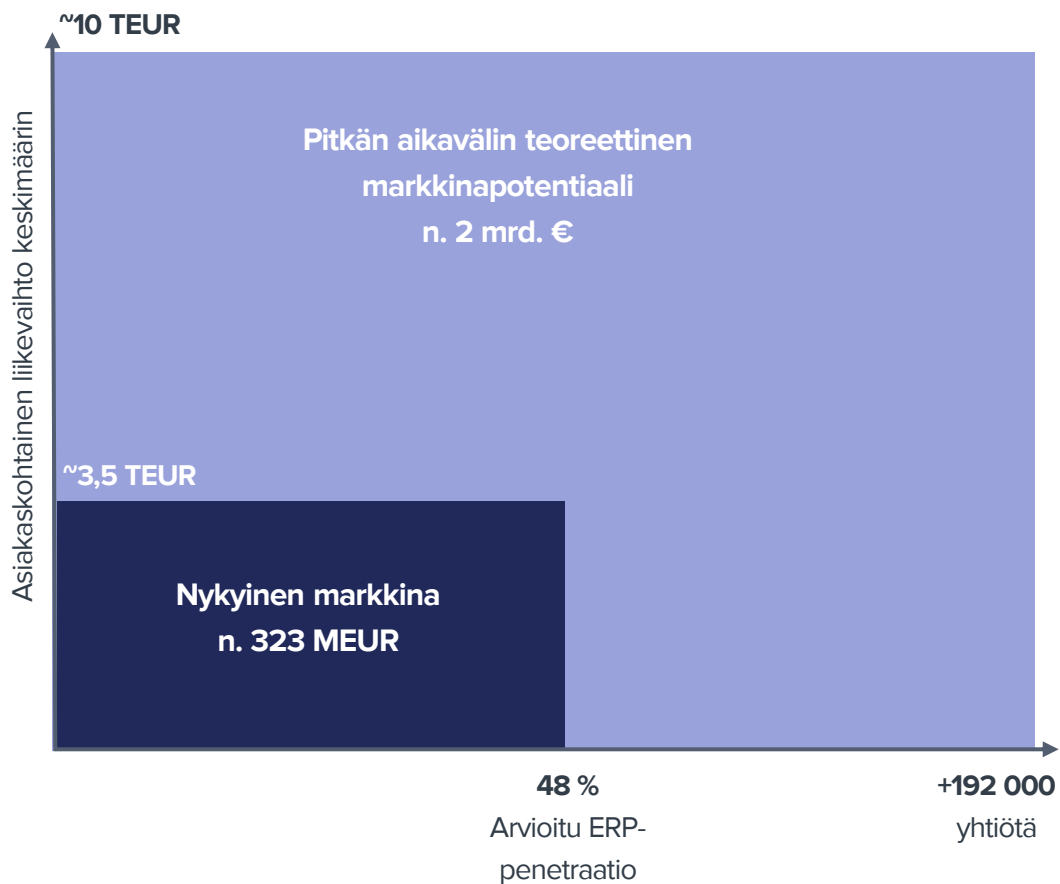
pienissä yrityksissä tukevat Lemonsoftin kasvua. Lisäksi esimerkiksi teollisuuden ja rakennusalan ja yhtiöt käyttävät edelleen merkittävässä määrin vanhan sukupolven ohjelmistoja ja siirtymä pilvipalveluihin on Lemonsoftin kohdemarkkinoilla edelleen melko alkuvaiheessa. Halukkuus ja valmius pilvipalveluiden käyttöönottoon on kuitenkin Suomessa korkea ja pääasiallinen pilvipalveluiden käyttöönoton este on tutkimusten mukaan tietämyksen puute. Arvioimme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, tehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin tulee jatkumaan voimakkaana. Arvioimme pilvisiirtymän parantavan Lemonsoftin kasvupotentiaalia suhteessa toimialan kasvuun yhtiön pilvipohjaisen ERP-järjestelmän voittaessa markkinaosuuksia perinteisiltä ohjelmistoilta.

Hajautunut asiakaskunta tasoittaa suhdanneriskejä

Lemonsoftin asiakastoimialoista rakentaminen ja teollisuus ovat keskimääräistä huomattavasti suhdanneherkempiä toimialoja. Tämä voi siten vaikuttaa kohdemarkkinoiden luontaiseen poistumaan (konkurssit, yrityskaupat) ja sitä kautta Lemonsoftin lyhyen aikavälin kasvunäkymiin. Tämä korostuu erityisesti tällä hetkellä, kun Suomen talousnäkyminen on heikentymään päin. Teollisuuden ja rakentamisen osuus Lemonsoftin liikevaihdosta oli vuonna 2020 noin 32 %, minkä jälkeen yhtiö ei ole toimialajakaumaa avannut. Arvioimme osuuden olevan edelleen korkeintaan kolmasosan. Asiakasportfolion laaja toimialahajautus tasoittaa kuitenkin suhdanteisiin liittyviä riskejä.

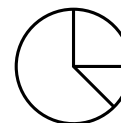
Lemonsoftin markkinapotentiaali

Arvio Lemonsoftin markkinapotentiaalista



Markkinapotentiaali asiakastoimialoittain

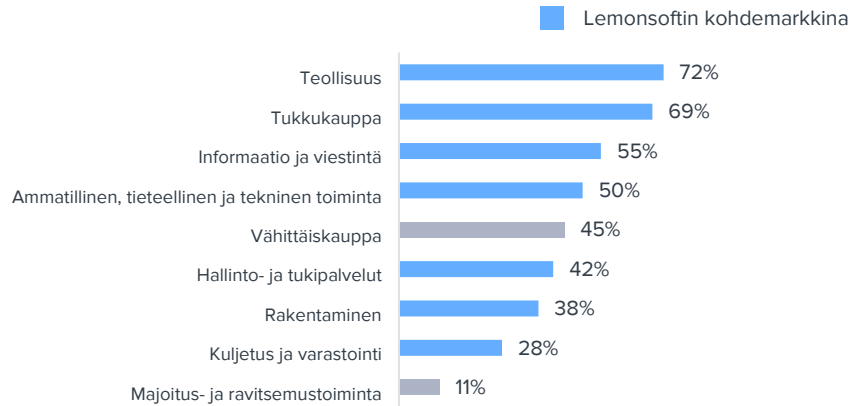
Toimiala	Potentiaalisia asiakkaita
Teollisuus	+15 000
Tukku- ja erikoistavara-kauppa	+34 000
Asiantuntijapalvelut	+108 000
Rakentaminen	+31 000
Tilitoimistot	+4000
Yhteensä	+192 000



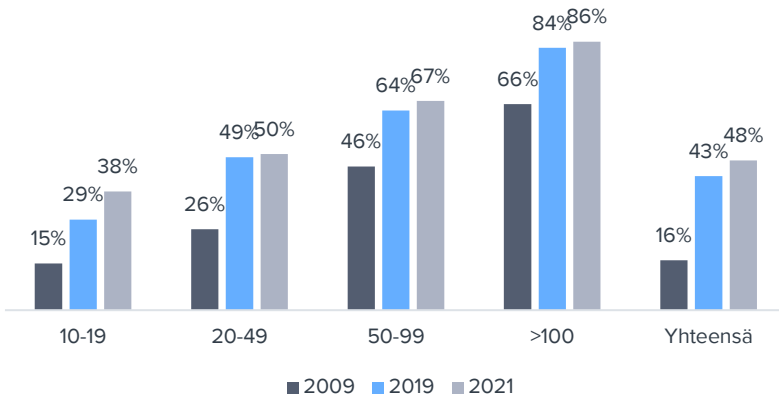
Vuoden 2022 liikevaihdolla Lemonsoftin markkinaosuus nykyisestä kohdemarkkinasta (323 MEUR) on noin 7 %.

Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

Suomalaiset yritykset, joilla ERP käytössä 2021

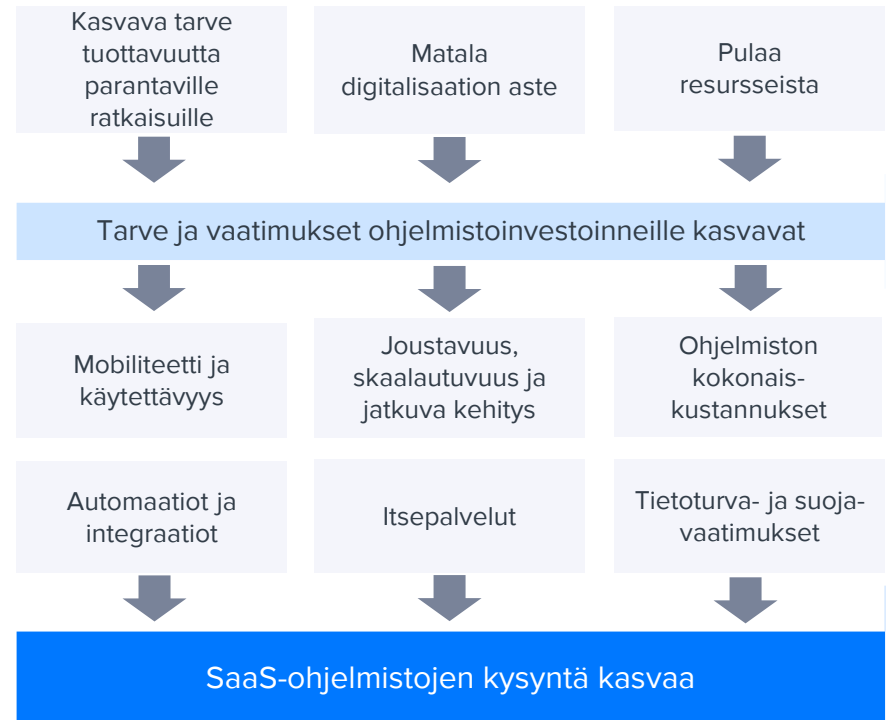


ERP-järjestelmää käyttävien yhtiöiden osuus Suomessa yritysten henkilöstömäärän mukaan



Lähde: Tilastokeskus, Inderes

Markkinoiden trendit



Kilpailukenttä 1/2

Markkinan kilpailutekijät

Toiminnanohjausohjelmistojen markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan järjestelmiltä vaadittavan laajuuden ja sitä kautta asiakaskoon mukaan. Suurimmat yhtiöt tarvitsevat usein omiin toimintatapoihin räätälöityjä ratkaisuja, kun taas pienimmille mikroyrityksille riittää jopa yleisohjelmistojen (esim. Office, kirjanpito-ohjelma) tarjoamat perusominaisuudet. Lemonsoft asemoituu näiden välimaastoon, jossa asiakkailla on selkeä tarve kokonaisvaltaiselle järjestelmälle, mutta palvelua voidaan tuottaa hyvin monistettavana ja pitkälle automatisoituna ratkaisuna (ei asiakaskohtaista räätälöintiä).

Suuret järjestelmätoimitukset edustavat arviomme mukaan suurinta segmenttiä ERP-ohjelmistojen markkinoilla. Tämä on Lemonsoftin kaltaisten keskisuurten ja erikoistuneiden ohjelmistoyhtiöiden näkökulmasta kuitenkin pääosin epäkiinnostava markkina. Tämä johtuu siitä, että segmentin asiakkailla on jo tyypillisesti käytössä pitkälti asiakaskohtaisiin toimintamalleihin ja prosesseihin räätälöity toiminnanohjausjärjestelmä sekä muita tarpeen mukaan räätälöityjä ratkaisuja.

Asiakasmäärältään suurin volyyymi Lemonsoftin ja sen kilpailijoiden näkökulmasta on markkinan keskimmäisissä ja pienissä osissa, jotka käsittävät pienet ja keskisuuret yhtiöt. Tällöin asiakastarpeet ovat usein jo melko laajoja ja toiminnan kannalta kriittisiä, mutta resurssit, kyky ja halu investoida liiketoiminnan kehitykseen ja järjestelmiin on rajallinen. Tässä kohderyhmässä tarve tehostaa ja automatisoida toimintaa lisääntyy jatkuvasti kasvun ja digitalisoitumisen myötä, ja nämä

tarpeet voidaan kattaa hyvin standardoidulla, laaja-alaisesti eri toiminnallisuuksia tarjoavalla ohjelmistolla.

Muutaman henkilön mikroyritysten osalta tarve toiminnanohjausjärjestelmille tai niiden osille on myös olemassa, mutta Lemonsoftin kaltaisten laaja-alaisia ohjelmistoratkaisuja ensisijaisesti tarjoavien yritysten näkökulmasta nämä eivät usein ole ensisijaista kohderyhmää. Tälle ryhmälle oleellista on usein tehdä toiminnanohjaukseen liittyvät asiat mahdollisimman yksinkertaisesti ja matalin kustannuksin. Tämä onnistuu joko tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” yleisohjelmistoilla, kuten taulukkolaskenta-ohjelmistolla, sekä yleistason tilitoimisto- ja hallintopalveluita hyödyntäen, tai huomattavasti toiminnallisuuksiltaan kevennetyillä ohjelmistoratkaisuilla.

Lemonsoftin kilpailukenttä

Lemonsoftin kilpailukenttä muodostuu asiakassegmentistä riippuen 1) toimialalle erikoistuneista pienehköistä ohjelmistoyhtiöistä, 2) yleiskäyttöisiä ERP-ohjelmistoja toimittavista yhtiöistä, sekä 3) asiakaskohtaisesti räätälöityjä ratkaisuja tarjoavista pienistä ja keskisuurista ohjelmistoyhtiöistä. Näkemyksemme mukaan tilitoimistojen tarjoamat ratkaisut eivät ole Lemonsoftin suorita kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat aina rinnalle toimialan erityisohjelmia. Pelkkiä osaratkaisuja tarjoavat toimijat eivät myöskään ole vahvoja kilpailijoita, sillä ne tarvitsevat rinnalleen taloushallintojärjestelmän.

Lemonsoftin pääkilpailijoita ovatkin käytännössä vain sellaiset ERP:t, joissa on integroituja, toimialan erityistarpeet kattavia ja taloushallinnon toimintoja

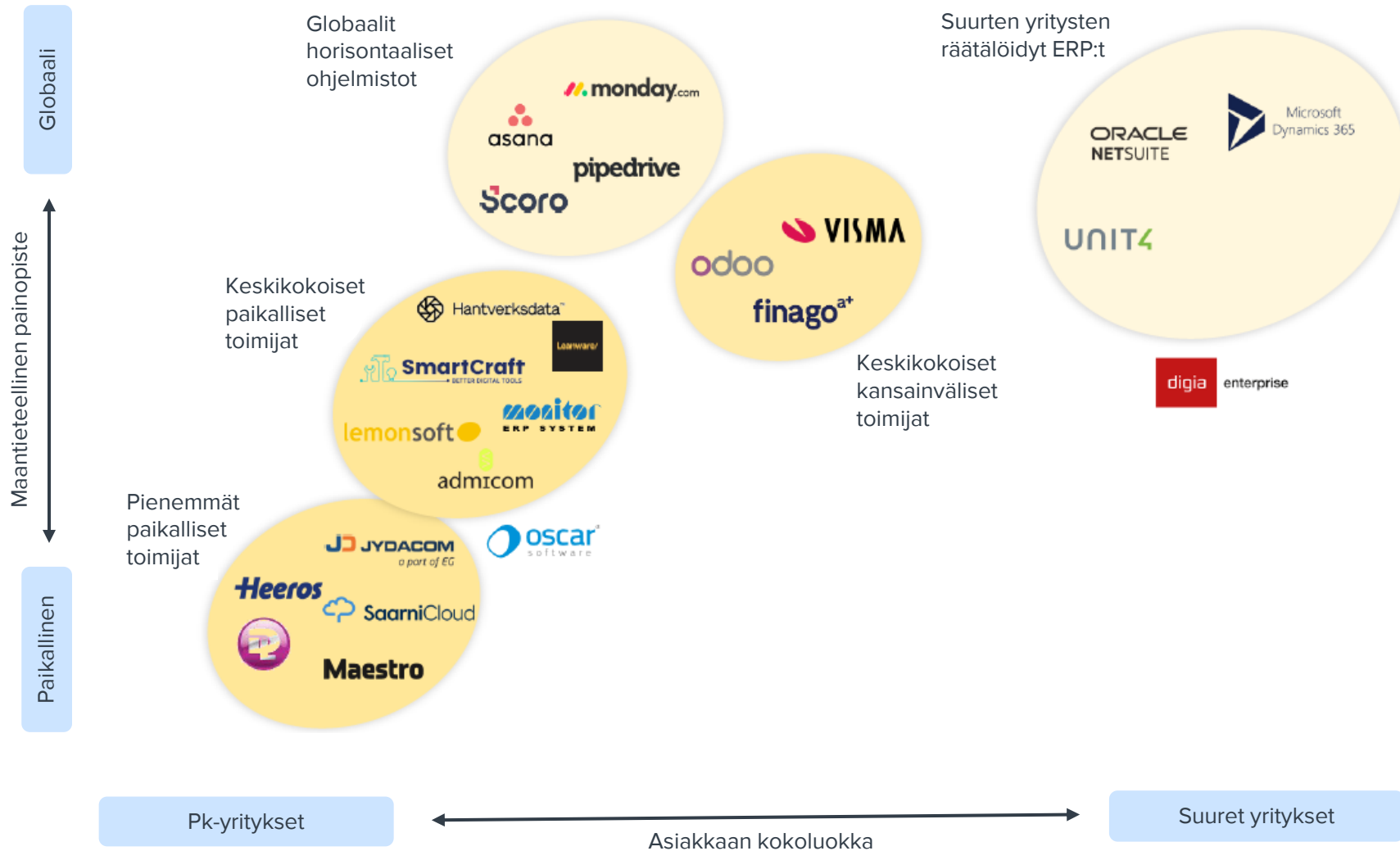
osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja. Näitä ovat esimerkiksi perinteisistä suurista IT-taloista Visma, pääosin taloushallinnon ohjelmistoratkaisuja tarjoavat Accountor ja Heeros, rakennusalan ohjelmistoratkaisuihin erikoistuneet Admicom ja SmartCraft sekä laajemmin eri toimialoille sopiviin ERP-ohjelmistoihin keskittyneet Oscar Software ja DL Software. Markkinoilla on myös lukuisia muita kilpailijoita ja toimiala on vielä hyvin pirstaloitunut.

Lemonsoftin markkina-asema

Asiakasmäärällä mitattuna Lemonsoft on kaikilla kohdetoimialoillaan neljän suurimman toimijan joukossa. Yhtiön markkina-asema on vahvimmillaan teollisuudessa ja tukku- ja erikoistavarakaupassa, missä yhtiöllä on myös pisin toimintahistoria. Asiantuntija- ja palvelualalla sekä rakentamisessa yhtiö on asiakasmäärällä mitattuna toiseksi suurin toimija. Lemonsoftin keskittyminen pieniin asiakkuuksiin nostaa yhtiön asiakasmääriä, mutta liikevaihdon mitattuna esimerkiksi rakennusallalla yhtiö on arviomme mukaan vielä selvästi monia kilpailijoita pienempi.

SaaS-toimijoiden lisäksi markkinalta löytyy kilpailijoita, joiden tuotteet ja palvelut perustuvat pääosin perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin. Näiden elinkaaren loppuvaiheessa olevien ohjelmistojen etäkäyttömahdollisuudet, automaatioaste ja joustavuus ovat rajalliset, eikä niiden kehitykseen tai kasvuun investoida enää merkittävästi. Siten Lemonsoftin ja muiden SaaS-toimijoiden kasvu perustuu nähdäksemme vielä enemmän koko markkinan ERP-penetraation kasvuun sekä näiden vanhojen ohjelmistoratkaisujen korvaamiseen kuin SaaS-toimijoiden keskinäiseen kilpailuun.

Kilpailukenttä



Kilpailukenttä 2/2

Lemonsoftin kokoluokan kasvaessa käy kilpailutilanne kuitenkin asteittain ahtaammaksi ja sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun eteen joutuu tekemään jatkuvasti enemmän töitä.

Lemonsoftin kilpailuedut

Lemonsoftin keskeiset kilpailuedut ovat arviomme mukaan:

- SaaS-malliin pohjautuva, laaja-alainen ohjelmistoratkaisu
- Monipuoliset toimialakohtaiset erityisominaisuudet
- Vahva markkina-asema tietyillä kohdetoimialoilla
- Helppo ja kustannustehokas käyttöönotto
- Monia kilpailijoita vahvemmat tuotekehitysresurssit

Toimialan murroksen vuoksi suuri osa aiemman sukupolven tuotteiden toimittajista ei ole pystynyt toistaiseksi muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on luonut kilpailuetua Lemonsoftin kaltaiselle SaaS-yhtiölle. Tämä näkyy muun muassa siinä, etteivät aiemman sukupolven tuotteiden toimittajat pysty tarjoamaan SaaS-ohjelmistoja vastaavia etäkäyttö-, tiedonhallinta-, reaaliaikaisuus-, kehitys- ja joustavuusominaisuuksia.

Lemonsoft on panostanut tuotekehityksessään paljon kohdetoimialojensa erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen rakenteeseen, mikä antaa sille kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Lemonsoftin kokonaisratkaisun

avulla asiakasyritys voi esimerkiksi korvata useita erillisiä ohjelmistoratkaisuja kerralla. Lisäksi yhtiö on panostanut ohjelmiston helppoon ja kustannustehokkaaseen käyttöönottoon.

Lemonsoftin jo tähän mennessä saavuttama vahva markkina-asema omilla asiakastoimialoilla antaa yhtiölle kilpailuetua. Täysin uuden ja yhtä kattavasti toimialojen erityistarpeet täyttävän ohjelmistoratkaisun tuominen markkinoille vaatisi arviomme mukaan pitkää kehitystyötä, mikä nostaa alalle tulon kynnyistä. Myös uusille suurille ulkomaisille kilpailijoille kynnys on korkea, sillä suomalaiset toimialakohtaiset ERP-markkinat vaativat vahvan tuotteen lisäksi paljon lokalisoitua ja markkinat ovat globaalissa mittakaavassa verrattain pienet. Vahva markkina-asema on tärkeää myös siksi, että asiakkaiden kynnys vaihtaa SaaS-ohjelmistoja on tyypillisesti korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa usein pitkään kestävä etua markkinaosuudessa.

Toimialan konsolidaatio ja kansainvälinen kilpailu lisääntyy

Yritysjärjestelyaktiiviteetti Lemonsoftin kohdemarkkinoilla on lisääntynyt ja Lemonsoft on myös itse aktiivisesti mukana alan konsolidaatiossa kuskina paikalla. Rakentamisen ja teollisuuden toimialoilla Lemonsoftin vahva kilpailija Admicom kartoittaa myös jatkuvasti yritysostokohteita ja on viime vuosina vahvistanut tuotekehitysresurssiaan ja tuotetarjoomaansa yhteensä 6 yritysjärjestelyllä.

Tänä päivänä Lemonsoft kohtaa osittain kilpailua myös pohjoismaisten toimijoiden suunnalta, jotka

ovat tulleet Suomen markkinalle yritysostoin. Esimerkiksi Norjan pörssiin listattu, rakennusalan ohjelmistoratkaisuja toimittava Smartcraft on ollut viime vuosina aktiivinen yrityskaupparintamalla niin Suomessa kuin Pohjoismaissa. Yhtiö osti vuonna 2020 Congridin, vuonna 2021 Homerunbynetin ja Kvalitetskontrollin sekä vuonna 2022 Elverdin. Yhtiön ostokohteet ovat tyypillisesti olleet liikevaihdolla mitattuna 0,5-3 MEUR:n kokoluokassa ja kauppahinnat ovat vastanneet EV/S-kertoimella 3x-4x arvostusta.

Isoista toimijoista noin 2 miljardin euron kokoluokassa oleva Visma tekee myös yritysostoja kovalla tahdilla (2022: 42 kpl), joista osa osuu myös Lemonsoftin kanssa samoille kohdemarkkinoille.

Kesäkuussa 2021 Administer kertoi ostavansa noin 8 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevan Emce Solution Partnersin. Lisäksi maaliskuussa 2021 noin miljoonan euron liikevaihtoon nopeasti kasvanut GBuilder keräsi 2 MEUR rahoitusta pääomasijoittajilta. Lokakuussa 2021 tanskalainen ohjelmistoyhtiö EG osti rakennusalan ERP-ohjelmisto Jydacomin (liikevaihto n. 8 MEUR) TietoEVRY:ltä. Pääomasijoittajataustainen EG on tehnyt myös tämän jälkeen useita yritysostoja Pohjoismaissa.

Marraskuussa 2021 Heeros osti asiantuntijayhtiöiden toiminnanohjaukseen keskittyvän SaaS-yhtiö Taimerin ja laajeni siten Lemonsoftin kilpailijaksi asiantuntija- ja palveluvertikaalissa. Taimerin viimeisen 12kk liikevaihto oli tuolloin noin 1,1 MEUR.

Strategia 1/2

Strategian tavoitteet ja painopistealueet

Lemonsoftin strategiset tavoitteet liittyvät pitkälti kannattavan kasvun tavoitteluun eri keinoin. Strategian ytimessä on markkinaosuuden kasvattaminen kaikilla yhtiön kohdetoimialoilla. Kasvua haetaan sekä nykyisen asiakaskannan keskilaskutusta nostamalla että uusia asiakkuuksia voittamalla. Strategisina painopistealueina on tarjota markkinan paras tuote sekä asiakaskokemus. Ollakseen tuotejohtaja toimialaerikoistuneiden ERP-järjestelmien markkinalla yhtiö investoi jatkuvasti vahvasti tuotekehitykseen ja uuteen teknologiaan. Paras asiakaskokemus tarkoittaa pitkiä asiakassuhteita ja matalaa asiakaspoistumaa.

Lemonsoftin mukaan sen keskimääräisessä asiakaskohtaisessa vuosilaskutuksessa (3,5 TEUR) on merkittävää nousupotentiaalia, sillä vain harvat asiakkaat käyttävät ohjelmistoa sekä muita lisämoduuleja täysimääräisesti. Lisäksi transaktioliiketoiminnan kasvattaminen tukee asiakaskohtaisen laskutuksen kasvua. Lemonsoft pyrkii myös optimoimaan hinnoittelua segmentti- ja tuotekohtaisella hinnoittelulla sekä paketoimaan tuotteita ja palveluita erilaisiksi kokonaisuuksiksi. Yhtiöllä on jo varsin laaja kirjo eri moduuleja, joiden määrä kasvaa yritysostojen ja tuotekehityksen myötä. Siten kasvun kannalta on kriittistä, että palvelut on hinnoiteltu optimaalisesti, jotta lisä- ja ristiinmyyntipotentiaali saadaan ulosmitattua mahdollisimman hyvin. Tuoteportfolion parempi integraatio auttaa myös edellä mainitussa, ja käsityksemme mukaan tämä on myös tällä hetkellä tuotekehityksen yksi keskeisiä fokusalueita. Lemonsoft siirtyi vuoden alussa toimialakohtaiseen organisaatiomalliin ja

valmistelee parhaillaan strategiapäivitystä, josta kuullaan tarkemmin kevään aikana. Emme odota merkittäviä muutoksia, vaan strategian tavoitteiden heijastelevan pitkälti edellä mainittuja asioita.

Taloudelliset tavoitteet

Lemonsoftin listautumisen (11/21) aikaan asetettuina taloudellisina tavoitteina oli saavuttaa 40 MEUR:n liikevaihto ja 40 %:n oikaistu liikevoittomarginaali vuoteen 2025 mennessä. Kasvutavoite oli pelkästään orgaaniselle kasvulle, jonka päälle tulevat vielä strategian mukaiset yritysjärjestelyt. Kasvutavoitteella ja listautumisen aikaisella liikevaihdolla Lemonsoftin orgaanisen kasvun olisi pitänyt olla noin 21 % vuodessa. Vuosina 2021-2022 orgaaninen kasvu oli 13 % ja 10 % ja talousnäköymän heikentyessä lähivuosien näköymä on arviomme mukaan vielä hieman näitä tasoja matalampi. Yhtiö on myös tehnyt välissä yritysostoja, mikä osittain on muuttanut liiketoimintarakennetta, eikä kasvutavoite siten ole enää täysin vertailukelpoinen. Pidimme orgaanista kasvutavoitetta jo listautumisen aikoihin erittäin kunnianhimoisena, ja arvioimme siihen osaltaan heijastuneen tuolloin hyvin suopea markkinatilanne niin taloudessa kuin pörssissä.

Myös kannattavuustavoite näyttää nykyisessä markkinaympäristössä haastavalta saavuttaa, kun huomioidaan hidastunut kasvunäkymä ja korkea inflaatio. Lemonsoftin skaalautuvan liiketoimintamallin valossa yhtiön kannattavuudessa (2022 oik. EBIT-%: 29,6 %) on kuitenkin asteittaista nousuvaraa tulevina vuosina strategian edetessä.

Lemonsoft pyrkii harjoittamaan aktiivista

osinkopolitiikkaa edellyttäen, että voitonjako ei heikennä yhtiön kykyä saavuttaa kasvustrategiassa asetettuja tai muita taloudellisia tavoitteita. Viime vuosina Lemonsoft on maksanut osinkoina karkeasti noin puolet liikevoitostaan.

Yritysostostrategia

Yritysostot ovat keskeinen työkalu Lemonsoftin strategiassa ja yhtiö on joulukuusta 2019 lähtien toteuttanut yhteensä 9 strategiansa mukaista yritysostoa. Yhtiön tavoitteita yritysostoissa ovat:

- Markkina-aseman vahvistaminen nykyisillä toimialoilla
- Laajentuminen uusille toimialoille
- Tuotetarjooman laajentaminen ja täydentäminen
- Puuttuvan osaamisen hankinta
- Maantieteellinen laajentuminen

Lemonsoftilla on järjestelmällinen prosessi ostettujen yhtiöiden integroimiseksi osaksi konsernia. Lemonsoft pyrkii integraatioprosessilla erinomaiseen asiakaskokemukseen sekä ristiinmyynti- ja kustannussynergioihin. Ostettujen yhtiöiden brändi ja käyttöliittymä pysyvät tyypillisesti ennallaan tai lähes ennallaan yritysoston jälkeen. Sen sijaan ohjelmistojen taustarakenteisiin tehdään usein paljonkin muutoksia. Tällä varmistetaan, että ostetut ohjelmistot ovat teknologialtaan yhteneväisiä Lemonsoftin muiden tuotteiden kanssa. Ostettujen yhtiöiden henkilöstön integroinnin laajuus arvioidaan tapauskohtaisesti. Lemonsoftin mukaan tähän mennessä tehtyjen yrityskauppojen integrointi on onnistunut hyvin.

Strategia 2/2

Lähtökohtaisesti Lemonsoft pyrkii ostamaan valmiiksi kannattavaa liiketoimintaa ja kauppahinnan määrittäminen pohjautuu ensisijaisesti liikevoittokertoimeen. Käsitksemme mukaan tyyppillisessä pienemmän kokoluokan (liikevaihto alle 2 MEUR) kaupassa tavoiteltu EV/EBIT-kerroin vaihtelee noin 4-10x välillä. Logentia-yritysosto vastasi noin 8-10x EV/EBIT-kerrointa ja Finazilla noin 12-20x EV/EBITDA-kerrointa (riippuen lisäkauppahinnasta).

Lemonsoftin ostokohteet ovat olleet tähän mennessä varsin pieniä liikevaihdon ollessa alle 2 MEUR. Vastaavanlaisia kohteita on ymmäryksemme mukaan markkinoilla edelleen tarjolla. Yhtiö on myös kiinnostunut suuremmista, noin 2-10 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevista ostokohteista, mutta täällä arvostustasot nousevat useammin esteeksi kaupan toteutumiselle. Lemonsoftilla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset kiihdyttää yritysjärjestelyillä tuloskasvuun ja luoda omistaja-arvoa, jos yhtiö löytää jatkossakin järkevää ostettavaa kohtuullisella arvostuksella.

Keskeiset riskit strategian onnistumisen kannalta

Kasvavissa myyntipanostuksissa

epäonnistuminen: Lemonsoftin orgaanisen kasvun tavoitteet ovat kunnianhimoiset ja toteutuakseen vaativat myynnin kasvua sekä olemassa olevista asiakkaista että uusasiakashankinnasta. Uusien palveluiden lisämyynnissä onnistumista ei voi pitää itsestäänselvyytenä, sillä usein asiakkailla on jo käytössä itselleen kriittisimmät palvelut. Myös uusasiakashankinta voi osoittautua odotuksia haasteellisemmaksi. Lemonsoftin orgaaninen

kasvu on historiassa ollut strategiassa tavoiteltua vauhtia hitaampaa.

Taloussuhdanteen heikkenemisen vaikutukset uusasiakashankintaan ja asiakaspoistumaan:

Suomen taloussuhdanteen heikkeneminen tulee todennäköisesti hidastamaan Lemonsoftin uusmyyntiä tänä vuonna ja heijastevaikutuksia nähdään todennäköisesti myös vuoden 2024 puolelle. Lisäksi taantuma voi kasvattaa asiakaspoistumaa konkurssien lisääntyessä.

Yritysostoihin liittyvät riskit: Yritysostot ovat tärkeä osa Lemonsoftin strategiaa ja etenkin pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia nojaa osaltaan yritysostostrategiassa onnistumiseen. Yrityskauppojen integrointiin liittyy aina riskejä ja haasteita niin teknologian kuin yrityskulttuurin näkökulmasta. Henkilöstövetoisten liiketoimintojen kaupoissa riskinä on myös henkilöstön vaihtuvuus. Markkinalla on myös useita muita toimijoita kilpailemassa ostokohteista, mikä voi johtaa kiristyyiin arvostustasoihin ja vaikeuttaa arvonluontia.

Tuoteportfolion liika hajautuminen ja fokuksen menettäminen:

Lemonsoftilla on jo nyt tuotekehityksen sekä yritysostojen kautta laaja tuoteportfolio, joka laajenee tulevina vuosina entisestään. Näemme riskinä, että kokonaisuudesta tulee liian monimutkainen, mikä voisi tuoda ongelmia erityisesti tuotekehityksen puolella. Pahimmillaan liian laaja tuoteportfolio useilla eri asiakastoimialoilla voi riskeerata toimintamallin skaalautuvuutta ja rajoittaa kannattavuuspotentiaalia, jos merkittävä osa tuotekehitysresursseista sitoutuu pelkästään kompleksin kokonaisuuden ylläpitoon.

Kilpailun kiristyminen: Lemonsoftilla on vahva markkina-asema ja kilpailukykyinen tuote omilla kohdetoimialoilla, mutta markkinan suotuisat liiketoimintanäkymät ovat houkutelleet paikalle useita muitakin toimijoita. Myös ensimmäiset kansainväliset toimijat ovat astuneet markkinalle yritysostojen avulla. Markkinalla käynnissä oleva pilvisiirtymä tarjoaa Lemonsoftille ja muille SaaS-toimijoille nyt kasvupotentiaalia perinteisten ohjelmistoratkaisujen kustannuksella, mutta jossain kohtaa tulevaisuudessa kilpailutilanne alkaa todennäköisesti kiristyä markkinan kypsyessä.

Lemonsoftin strategia

Strategian tavoitteet

Markkinaosuuden kasvattaminen:

- Asiakaskohtaisen laskutuksen kasvattaminen lisä- ja ristiinmyynnillä
- Uusien asiakkaiden voittaminen
- Hinnoittelun optimointi segmentti- ja tuotekohtaisella hinnoittelulla sekä tuotteiden ja palveluiden parempi paketointi
- Transaktioliiketoiminnan kasvattaminen
- Uusien tuotemoduulien ja -kokonaisuuksien kehittäminen

Painopistealueet

Markkinan paras tuote:

- Tavoitteena olla tuotejohtaja toimiala-erikoistuneiden ERP-järjestelmien markkinalla
- Jatkuvat investoinnit tuotekehitykseen ja uusiin teknologioihin

Markkinan paras asiakaskokemus:

- Tavoitteena tarjota markkinan parasta käyttäjäkokemusta
- Matalan asiakaspoistuman ansiosta asiakkuuden elinkaariarvo on korkea

Strategian toimenpiteet

- Myyntiorganisaation kasvattaminen ja myyntityön optimointi ja tehostaminen
- Tilitoimistokanavan kasvattaminen
- Vahvan palvelukulttuurin juurruttaminen organisaatioon
- Parhaiden työntekijöiden sitouttaminen ja uusissa rekrytoinneissa onnistuminen
- Asiakastoimialojen ja tuoteportfolion laajentaminen yritysostoilla

Strategian arvo- ja tulosajurit sekä taloudelliset tavoitteet

Orgaaninen liikevaihdon kasvu:

- Listautumisen (11/21) aikaan asetettuna tavoitteena oli kasvattaa liikevaihto orgaanisesti 40 MEUR:oon vuoden 2025 loppuun mennessä
- Tämä olisi vaatinut keskimäärin noin 21 %:n kasvua vuosittain (2022: 10 %)
- Kasvutavoite oli jo listautumisen aikaan kunnianhimoinen ja markkinatilanne tuolloin huomattavasti nykyistä suotuisampi. Yritysostojen myötä Lemonsoftin liiketoimintarakenne on myös jo hieman muuttunut. Näkemyksemme mukaan lähivuosina noin 10 %:n orgaaniseen kasvuun yltäminen olisi hyvä suoritus.

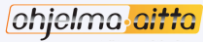
Parantuva yksikköekonomia ja skaalaeduct:

- Tavoitteena 40 %:n oikaistu liikevoittomarginaali vuonna 2025
- Asiakaskohtaisen uusasiakashankinnan tehostaminen
- Asiakaskohtaisen myynnin kasvattaminen
- Henkilöstökulujen sekä muiden kiinteiden kulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta laskee kasvun mukana
- Kannattavuustavoite on näkemyksemme mukaan hyvin haastava saavuttaa nykyisessä markkinaympäristössä
- Kannattavuudessa (2022 oik. EBIT-%: 29,6 %) on kuitenkin asteittaista nousuvaraa tulevina vuosina strategian edetessä.

Yritysostostrategia

Lemonsoftin viime vuosien yritysostot

12/2019



- Liikevaihto 0,2 MEUR
- Uutta osaamista

1/2020



- Liikevaihto 1,7 MEUR, EBIT n. 38 %
- Tarjoaman laajennus, voi myydä myös irrallisena osa-ratkaisuna

4/2020



- Liikevaihto 0,3 MEUR
- Rakentamisen toimialan vahvistaminen
- Uusia toiminnallisuuksia

4/2021



- Liikevaihto 0,7 MEUR
- Varastonhallintaratkaisu teollisuuteen

6/2021



- Liikevaihto 1,0 MEUR
- Rakentamisen toimialan vahvistaminen
- Kustannuslaskentaratkaisu

8/2021



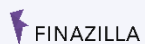
- Liikevaihto 1,8 MEUR, EBIT n. 31 %
- Asiantuntijapalveluvertikaalin vahvistaminen

5/2022



- Liikevaihto 1,5 MEUR, EBIT n. 48 %
- Teollisuuden ja tukkukaupan kuljetusten optimointiin erikoistunut ohjelmisto

7/2022



- Liikevaihto 1,2 MEUR, käyttökate n. 17 %
- Tarjoaman vahvistaminen talusjohtamisen ratkaisuissa (esim. budjetointi- ja ennustamistyökalut)

11/2022



- Liikevaihto 0,4 MEUR
- Työajanseurannan ratkaisuja erityisesti rakennusalalle

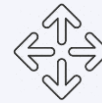
Lähde: Inderes

Yritysostostrategian tavoitteet



Markkina-aseman vahvistaminen

- Epäorganainen kasvu nykyisillä toimialoilla
- Pienet (lv. < 2 MEUR) sekä keskikokoiset (2-10 MEUR) järjestelyt mahdollisia



Laajentuminen uusille toimialoille

- Mahdollisia uusia toimialoja: huolto ja kunnossapito, lämmitys, ilmanvaihto ja ilmastointi, vähittäiskauppa, hotelli- ja ravintola-ala, kalustonhallinta



Tuotetarjoaman laajentaminen ja täydentäminen

- Laajentuminen uusille tuote- tai markkina-alueille
- Uudet transaktiopohjaiset liiketoiminnot
- Nykyisen teknologiaportfolion täydentäminen ja parantaminen
- Uusien teknologioiden hankinta (esim. tekoäly, IoT ja automaatio)



Puuttuvan osaamisen hankinta

- Yritysostot voivat toimia rekrytointien korvikkeena



Maantieteellinen laajentuminen

- Lähivuosina fokus Suomen markkinoilla
- Keskipitkällä aikavälillä kansainvälinen laajentuminen Pohjoismaissa ja Baltiassa mahdollista

Taloudellinen tilanne

Kannattavan kasvun historia

Lemonsoftin liikevaihto on ollut koko 2010-luvun vahvalla kasvu-uralla. Liikevaihto on kasvanut vuoden 2013 3,1 MEUR:sta 22,6 MEUR:oon vuoteen 2022 mennessä (CAGR 14-22: 24,7 %). Kasvu on ollut valtaosin orgaanista, mutta etenkin viime vuosina yhä enemmän yritysostojen tukemaa. Vuosina 2021-2022 orgaaninen kasvu on ollut 13 % ja 10 %. Orgaanista kasvua on ajanut erityisesti SaaS-uusmyynnin kasvu yhtiön kohdetoimialoilla.

Lemonsoftin tulos ja kannattavuus on liiketoiminnan skaalautuvuuden ansiosta noussut jo erittäin hyvälle tasolle, joskin listautumisen jälkeen kannattavuudessa on nähty pientä heikentymistä. Oikaistu liikevoittomarginaali oli vuonna 2017 noin 25 % ja saavutti huippunsa vuonna 2020 noin 33 %:ssa. Tämän jälkeen kannattavuus on laskenut hieman (2022: 29,6 %) kasvupanostusten ja yritysostojen vuoksi. Raportoitua liikevoittoa rasittavat pääasiassa FAS-kirjanpidossa yrityskauppoihin liittyvät liikearvon poistot. Lemonsoft on tänä vuonna siirtymässä IFRS-raportointiin, jolloin liikearvopoistot käytännössä loppuvat. Vaikka Lemonsoftin kannattavuus on jo erittäin hyvällä tasolla, on siinä edelleen parantamisvaraa. Siten keskipitkällä aikavälillä tulokasvun ajurina toimii liikevaihdon kasvun lisäksi paraneva kannattavuus.

Kulurakenne

Lemonsoftin materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina noin 10-13 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon. Myyntikate on jo erittäin hyvällä tasolla ja pitkällä aikavälillä näemme siinä korkeintaan lievää parannuspotentiaalia. Kuluerästä valtaosa liittyy palvelinkuluihin sekä

transaktiopalveluiden tarjoamiseen.

Lemonsoftin kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmistoyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2022 11,0 MEUR ja vastasivat noin 49 % liikevaihdosta. 2022 lopussa yhtiössä työskenteli 184 henkilöä. Määrä on kasvanut nopeasti, kun esimerkiksi vuoden 2020 lopussa yhtiössä työskenteli 110 henkilöä, mikä on näkynyt myös kulujen kasvuna. Merkittävä osa uusista työntekijöistä on tullut yritysostojen kautta. Vuoden 2022 lopulla Lemonsoft suorittikin muutosneuvottelut, jossa irtisanottiin 7 henkilöä tavoitteena karsia yritysostojen myötä syntyneitä päällekkäisyyksiä. Näemme henkilöstökuluissa eniten skaalautumispotentiaalia, missä keskeistä on saada keskipitkällä aikavälillä tuotekehityksestä yhä enemmän tehoja irti.

Lemonsoftin liiketoiminnan muut kulut (toimitilat, markkinointi, hallinto) vastasivat viime vuonna noin 9 % liikevaihdosta. Näemme kuluerän skaalautumispotentiaalin varsin rajallisena, sillä kulut ovat pitkälti henkilömäärään ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa. Kuluerä on jo muutenkin melko matalalla tasolla suhteessa liikevaihtoon.

Lemonsoftin poistot (2022: 2,2 MEUR) koostuvat valtaosin konserniliikearvon sekä liikearvon poistoista, jotka liittyvät yritysjärjestelyihin. Liikearvot poistetaan 5/8 vuoden aikataululla kohteesta riippuen ja niillä ei ole kassavirta-vaikutusta. Muuten poistotaso on hyvin matala, sillä yhtiö ei ole historiassaan juurikaan aktivoinut kehitysmenoja. Siten käyttökate (2022: 6,8 MEUR) toimii melko hyvänä mittarina Lemonsoftin liiketoiminnan tuottamasta rahavirrasta (2022: 5,7 MEUR). Q4'22:lla kehitysmenoja kuitenkin

aktivoitiin 0,3 MEUR liittyen Lixanin ja Metsyksen uusien tuotteiden kehittämiseen.

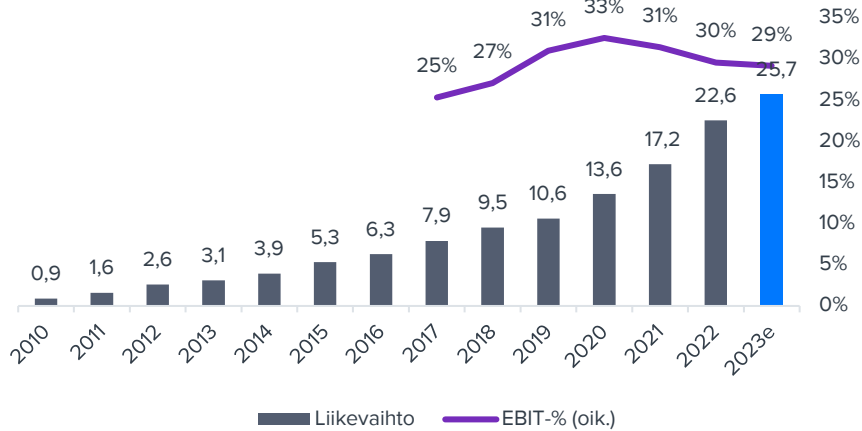
Vahva tase ja hyvä rahavirta

Lemonsoftin taserakenne on hyvin yksinkertainen. 2022 lopussa taseen loppusumma oli 35,1 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin yritysostojen liikearvosta muodostuneista aineettomista hyödykkeistä (16,8 MEUR), saamisista (2,8 MEUR), rahavaroista (11,7 MEUR) sekä sijoituksista (2,9 MEUR), missä näkyy Vaasan ja Joensuun toimitilat. Vastattavaa puoli koostui pääosin omasta pääomasta (24,4 MEUR), pitkäaikaisesta vieraasta pääomasta (1,5 MEUR) sekä lyhytaikaisesta vieraasta pääomasta (9,1 MEUR). Korollista velkaa oli yhteensä 2,4 MEUR. Pääosin osto- ja siirtoveloista sekä saaduista ennakoista koostuvat korottomat velat olivat 8,2 MEUR. Siten Lemonsoftin käyttöpääoma on selvästi negatiivinen, eikä kasvu näin ollen sido pääomaa.

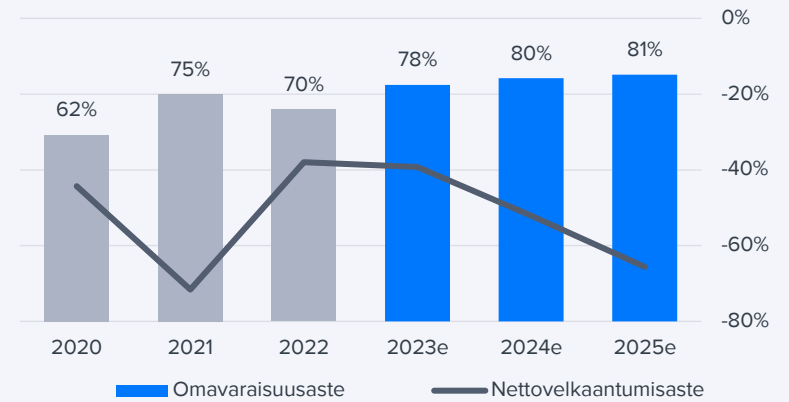
Lemonsoftin vuoden 2022 omavaraisuusaste oli 70 % ja nettovelkaantumisaste -38 % ja tase siten erittäin vahvassa kunnossa. Lemonsoft keräsi vuonna 2021 listautumisannilla noin 15 MEUR:n bruttovarat, jota yhtiö on jo laittanut osittain töihin yritysostoihin. Lemonsoftin liiketoiminta luo vahvaa rahavirtaa (2022: 5,7 MEUR), ja matalan investointitarpeen takia yhtiö pystyy pitämään osingonjakosuhteen halutessaan suhteellisen korkeana, riippuen kuitenkin yritysostojen toteuttamistahdistä. Kaiken kaikkiaan yhtiön vahva tase antaa Lemonsoftille hyvät edellytykset kasvaa orgaanisesti ja toteuttaa yritysostoja. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta myös vieraan pääoman hyödyntäminen yritysostojen rahoituksessa on järkevää ja velkavivun käyttäminen kuuluu yhtiön työkalupakkiin.

Taloudellinen tilanne

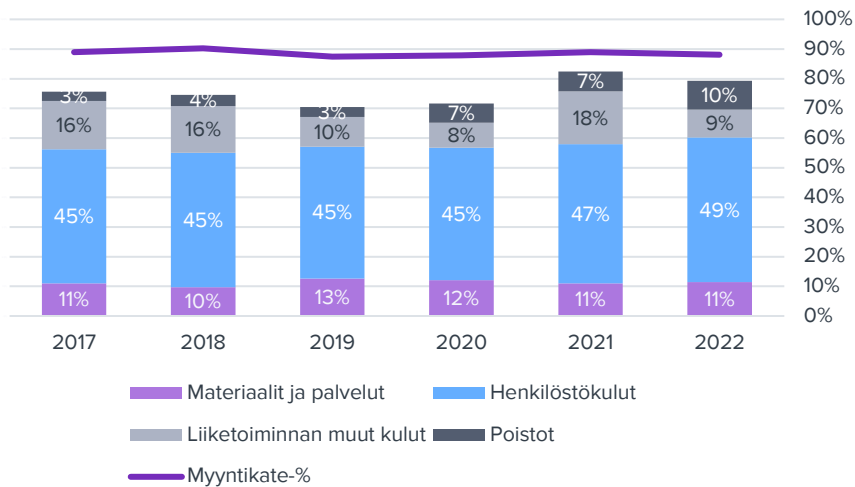
Liikevaihto ja kannattavuus



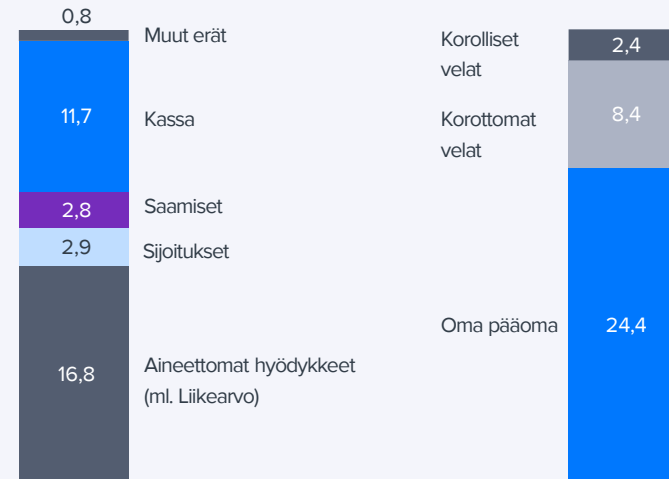
Taseen avainlukujen kehitys



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Tase 2022 lopussa



Ennusteet 1/2

Ennustemallin lähtökohdat

Arvioimme Lemonsoftin liikevaihdon kehitystä kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-tuotot
- Transaktioliikevaihto
- Koulutus- ja konsultointipalvelut

Näistä keskeisin on sekä Lemonsoftin liiketoimintamallin että arvonmuodostuksen kannalta SaaS-palveluiden myynnin kehitys, sillä ilman ohjelmistopalvelusopimusta ei myydä olennaisissa määrin myöskään transaktio-, koulutus- tai konsultointipalveluita.

Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun ja jo tehtyihin yritysostoihin, sillä tulevien järjestelyjen mallintaminen ilman tietoa niiden kokoluokasta tai kauppahinnasta ei ole mielekäästä. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa. Orgaanisen kasvun osalta oletamme liikevaihdon tulevan keskipitkällä aikavälillä pääasiassa nykyisiltä kohdemarkkinoilta, vaikka uusille toimialoille laajentuminen on myös mahdollista.

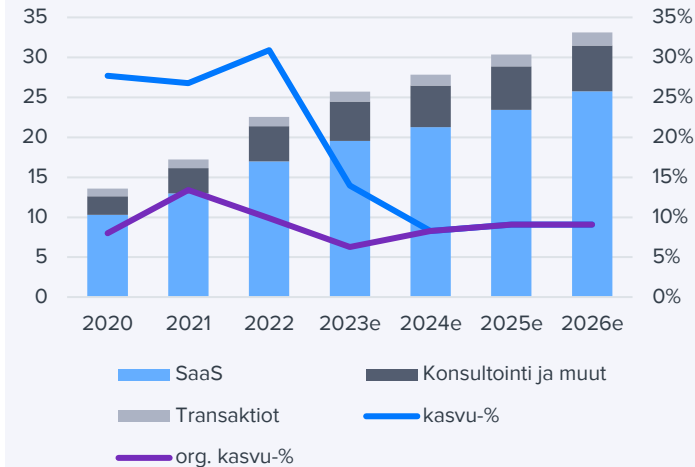
Lemonsoftin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme Lemonsoftin myyntikatteen pysyvän jatkossa vakaana noin 87-88 %:n tasolla yhtiön nykyisellä liiketoimintamallilla. Lemonsoft on lisännyt viime vuosina investointejaan kasvuun, mikä näkynyt erityisesti yritysostojen myötä kasvaneessa henkilöstömäärässä. Henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta onkin noussut viime vuosina, mikä

on ollut pääsyy kannattavuuden lievälle heikentymiselle. Odotamme tämän näkyvän vielä vuoden 2023 kannattavuudessa, jonka jälkeen odotamme kiinteiden kulujen suhteellisen osuuden liikevaihdosta laskevan asteittain ja kannattavuuden kohenevan sen myötä. Emme kuitenkaan odota yhtiön saavuttavan sen 40 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin tavoitetta.

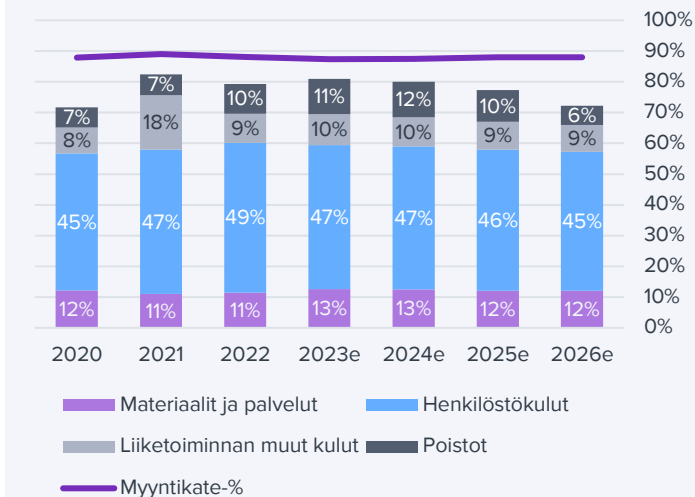
Yleisesti näkyvyys Lemonsoftin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on melko hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu yli 80 %:sti jatkuvaluonteisiin SaaS- ja transaktiotuottoihin. Lähivuosina odotamme orgaanisen kasvun hidastuvan viime vuosien tasolta heikentyvän talousympäristön vaikeuttaessa uusmyyntiä, vähentäessä ohjelmiston käyttöä tietyissä asiakkaissa ja lisätessä konkurssien kautta asiakaspoistumaa. Epävarman taloustilanteen hellittäessä orgaanista kasvua ajaa pitkälti onnistumiset rekrytoinneissa, myynnin tehostuminen ja markkinoiden haltuunotto.

Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys Lemonsoftin myyntipanostusten onnistumiseen ja kilpailuaseman kehitykseen, sillä yhtiö on vielä melko pieni toimija esimerkiksi rakentamisen toimialalla. Näkyvyyttä heikentää jossain määrin myös tietyille asiakastoimialalle (rakentaminen ja teollisuus) tyypilliset suuret suhdannevaihtelut. Koronapandemia sekä Ukrainan sodan jälkeen nähty talouden jäähtyminen ovatkin hidastaneet Lemonsoftin orgaanista kasvuvauhtia vuosina 2020-2022.

Liikevaihto tuottolajeittain ja kasvu-%



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Ennusteet 2/2

Vuoden 2023 ennusteet

Lemonsoft ohjeistaa tälle vuodelle 10-20 %:n liikevaihdon kasvua, mikä vastaa 24,8-27,1 MEUR:n liikevaihtoa. Oikaistun liikevoiton ennakoidaan olevan 25-30 % liikevaihdosta. Orgaanisen kasvun osalta näkymät heijastelevat melko varovaista kehitystä ja yhtiö kommentoiikin Q4-raportissa odottavansa heikentyvän talouden näkyvän erityisesti H1:n uusmyynissä ja nykyasiakaskannan kasvussa. Ennustemme on kasvun osalta hieman ohjeistushaarukan keskipisteen alapuolella ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 14 % 25,7 MEUR:oon. Arvioimme kasvusta vajaa 8 %-yksikön tulevan epäorgaanisesti jo tehdyistä yritysostoista (Logentia, Finazilla, Duunissa.fi) ja reilu 6 %-yksikköä orgaanisesti.

Oikaistun liikevoiton ennustamme olevan 7,5 MEUR eli noin 29 % liikevaihdosta. Ennustemme on siten ohjeistushaarukan ylälaidalla. Pidämme ohjeistushaarukan alalaitaa melko varovaisena, sillä kasvu korkealla bruttomarginaalilla tukee myös tämän vuoden kannattavuutta, emmekä näe kustannusrakenteessa tapahtuvan mitään merkittäviä yllätyksiä suhteessa edellisvuoteen.

Vuodet 2024-2026

Vuodelle 2024 ennustamme lievästi piristyvää 8 %:n orgaanista kasvua. Kasvua rajoittaa edelleen arvioimamme uusmyynnin hidastuminen sekä asiakaspoistuman kasvaminen vuonna 2023, jonka vaikutukset heijastuvat SaaS-liiketoimintamallille tyypillisesti viiveellä kasvolukuihin. Lemonsoftilla on kuitenkin paljon potentiaalia lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien hyödyntämisessä nykyiseen asiakaskantaan. Viimeisimmät

tuotetarjoomaa täydentäneet ja asiakaskantaa laajentaneet yritysostot osaltaan vahvistavat näissä asioissa onnistumista. Näitä tekijöitä heijastellen ja toimintaympäristön parantuessa odotamme kasvun jatkuvan vuosina 2025-2026 noin 9 %:n tasolla.

Odotamme Lemonsoftin kannattavuuteen vain kohtalaista skaalautumista tulevina vuosina. Siten ennustamme vuosina 2024-2026 oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 29,4 %:sta 32,3 %:iin.

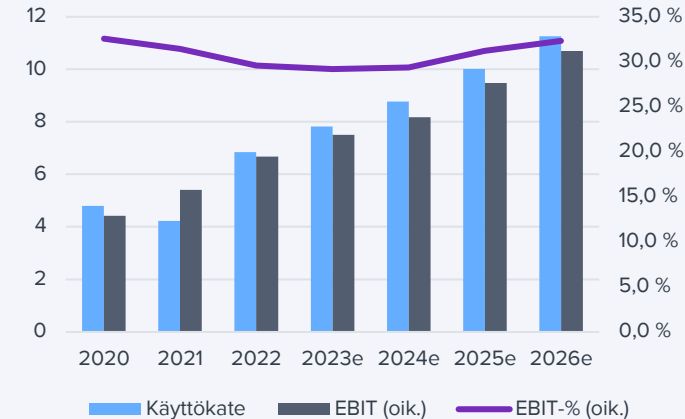
Kokonaisuutena odotamme Lemonsoftin oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuosina 2023-2026 keskimäärin noin 13 % vuodessa. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoja noin 40-50 %:n osingonjakosuhteella oikaistusta tuloksesta laskettuna, mikä tarkoittaa tuloksen mukana vuosittain kasvavaa osinkovirtaa.

Pitkän aikavälin ennusteet

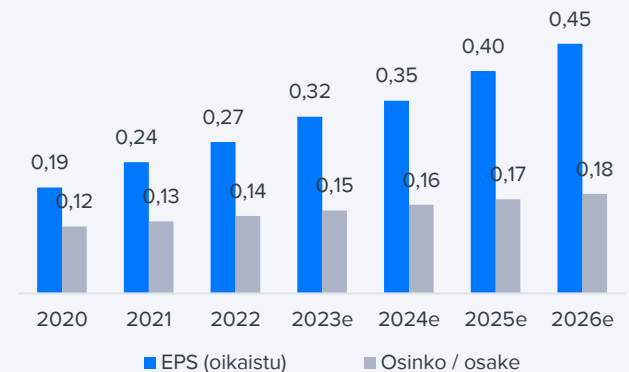
Vuoden 2026 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ensin vuosina 2027-2029 noin 8-7 %:iin ja sen jälkeen 5 %:iin vuosina 2030-2031.

Ikuisuuskasvuoletuksemme on 2,5 % vuodesta 2032 lähtien. Kasvua hidastaa ennusteessamme nykyisten päätoimialojen saturoitumisen myötä tapahtuva uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä hidastuva olemassa olevien asiakkuuksien laajentuminen. Kannattavuuden odotamme jatkavan asteittain nousevalla uralla ja oikaistun liikevoiton olevan vuosikymmenen lopussa noin 35 %:n tasolla. Ikuisuusoletuksessa olemme asettaneet liikevoittomarginaalin 34 %:iin.

Käyttökate ja liikevoitto (oik.)



EPS ja Osinko



Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2027-2032 = +6 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu (2032-) = 2,5 %
Liikevoiton (oik.) kasvu: CAGR 2027-2032 = +7 %
Käyttökate-% / liikevoitto-% 2032 = 35 % / 34 %

Ennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	13,6	17,2	5,0	5,3	5,8	6,4	22,6	6,2	6,4	6,3	6,9	25,7	27,8	30,4	33,1
Saas	10,3	13,0	3,9	4,0	4,5	4,6	17,0	4,7	4,8	5,0	5,1	19,5	21,3	23,4	25,8
Konsultointi ja muut	2,3	3,1	0,8	1,0	1,0	1,6	4,4	1,2	1,3	1,0	1,5	4,9	5,2	5,5	5,7
Transaktiot	1,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,3	1,5	1,6
Käyttökate	4,8	4,2	1,4	1,3	1,9	2,2	6,8	1,8	1,9	2,0	2,1	7,8	8,8	10,0	11,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-1,2	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-2,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,9	-3,2	-3,2	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,4	5,4	1,3	1,3	1,9	2,2	6,7	1,7	1,8	1,9	2,0	7,5	8,2	9,5	10,7
Liikevoitto	3,9	3,1	1,0	0,9	1,2	1,5	4,7	1,1	1,2	1,3	1,4	4,9	5,6	6,9	9,2
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	3,9	3,1	1,0	0,9	1,2	1,5	4,6	1,1	1,2	1,3	1,4	4,9	5,6	6,9	9,2
Verot	-0,9	-0,8	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-1,3	-1,4	-1,7	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	3,0	2,3	0,8	0,6	0,9	1,0	3,2	0,8	0,8	0,9	1,0	3,5	4,0	5,1	7,0
EPS (oikaistu)	0,19	0,24	0,05	0,05	0,08	0,09	0,27	0,07	0,08	0,08	0,09	0,32	0,35	0,40	0,45
EPS (raportoitu)	0,16	0,12	0,04	0,03	0,05	0,05	0,18	0,04	0,04	0,05	0,05	0,19	0,22	0,27	0,38

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	27,7 %	26,8 %	30,0 %	32,7 %	30,6 %	30,5 %	30,9 %	23,5 %	19,5 %	8,7 %	6,7 %	14,0 %	8,3 %	9,1 %	9,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	21,4 %	22,2 %	1,0 %	5,3 %	13,7 %	79,0 %	23,2 %	31,6 %	39,4 %	2,2 %	-6,5 %	12,5 %	9,0 %	15,9 %	12,9 %
Käyttökate-%	35,3 %	24,6 %	27,1 %	25,2 %	33,4 %	34,5 %	30,4 %	29,5 %	29,7 %	32,0 %	30,5 %	30,4 %	31,5 %	33,0 %	34,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,6 %	31,4 %	26,5 %	24,4 %	32,7 %	33,5 %	29,6 %	28,2 %	28,4 %	30,7 %	29,3 %	29,2 %	29,4 %	31,2 %	32,3 %
Nettotulos-%	21,9 %	13,2 %	15,2 %	11,8 %	14,9 %	15,2 %	14,3 %	12,6 %	13,0 %	14,6 %	14,3 %	13,7 %	14,5 %	16,7 %	21,1 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Paljon kasvupotentiaalia niin organisesti kuin yritysostoin

2.

Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli

3.

Laaja ja kilpailukykyinen tuoteportfolio pk-yritysten toiminnanohjaukseen

4.

Vahva tase ja rahavirta antavat hyvät lähtökohdat yritysostojen tekemiseen

5.

Osakkeen arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja toimialan arvostustasoissa*

Potentiaali



- Kasvu nykyisillä toimialoilla niin nykyasiakkaissa laajentamalla kuin uusasiakashankinnalla
- Kasvun kiihdyttäminen ja arvonluonti yritysjärjestelyillä
- Kannattavuudessa skaalautumispotentiaalia kasvun mukana
- Korkea asiakaspito (liiketoimintakriittinen järjestelmä asiakkaille)
- Laajentuminen uusille toimialoille ja uusiin toimintamaihin

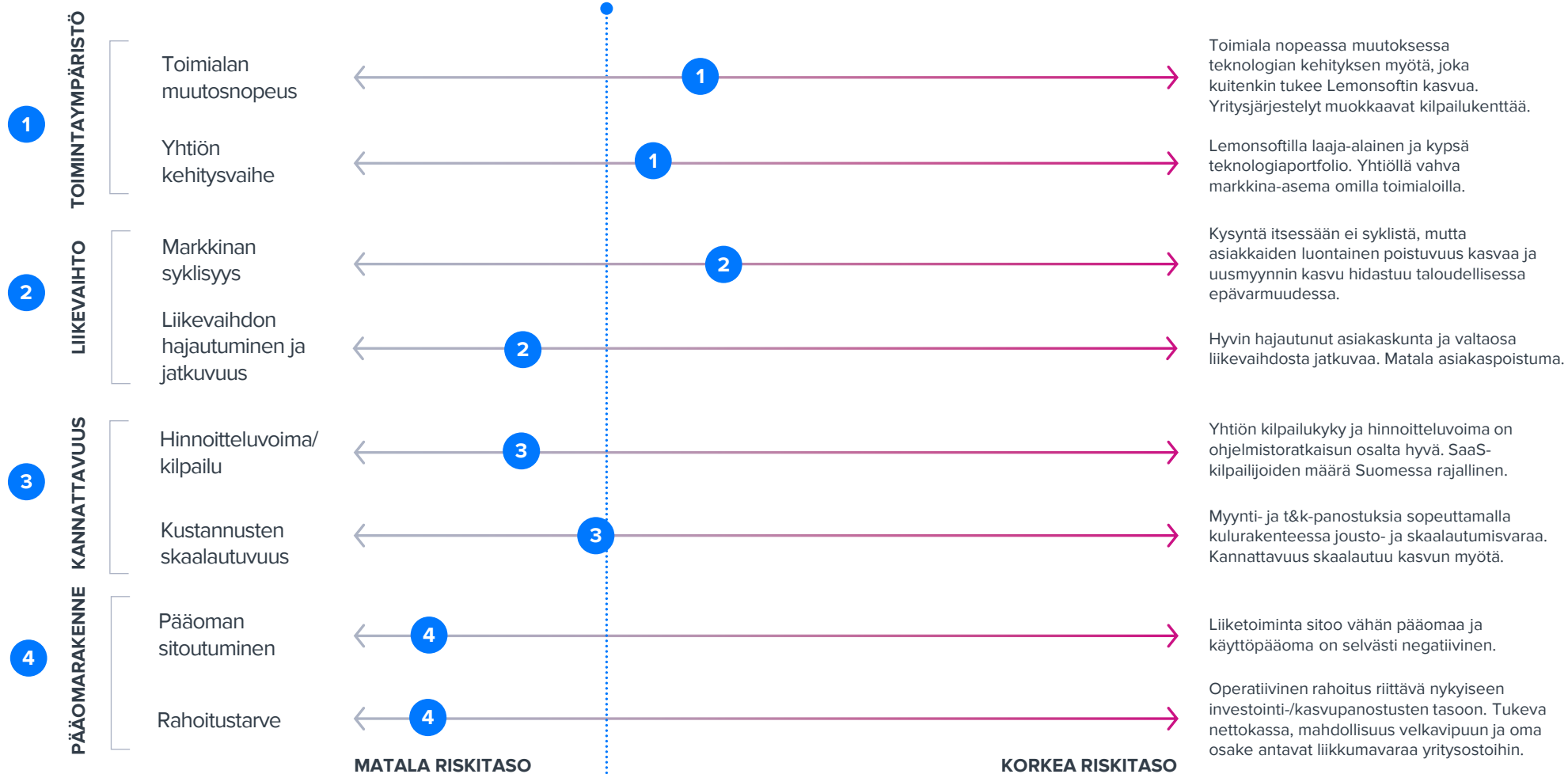
Riskit



- Heikentyvä talousympäristö luo epävarmuutta orgaanisen kasvunäkymän ylle
- Yritysostot ja niiden integrointi
- Tuoteportfolion liika hajautuminen ja fokuksen menettäminen
- Kilpailun kiristyminen
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Avainhenkilöriskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Lemonsoftin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Arvonmääritys 1/4

Osakkeen arvostustaso laskenut selvästi listautumisen jälkeen

Lemonsoftin listautuminen ajoittui nollakorkoaikakauden loppuhuipentumaan vuoden 2021 loppupuolelle, jolloin kasvuyhtiöiden arvostustasot olivat venyneet todella korkeiksi. Tämän jälkeen kiihtyneen inflaation myötä nousseet korot ovat muuttaneet huomattavasti osakemarkkinan tunnelmaa ja tuoneet arvostustasot takaisin maan pinnalle. Samalla heikentynyt talousnäkyminen on myös heijastunut tulosennusteiden laskuna monen yhtiön kohdalla. Kasvuyhtiöiden arvostustasot ovat siis ottaneet voimakasta osumaa korkojen nousun myötä ja tämä on näkynyt myös Lemonsoftin osakkeen arvostuskertoimien voimakkaassa laskussa. Samaan aikaan yhtiö on jatkanut kannattavaa kasvuaan ja tehnyt järkeviä yritysjärjestelyjä, ja tämä tuloskasvun myötä tapahtunut arvonluonti on myös järkevöittänyt osakkeen arvostusta.

Lemonsoft ansaitsee keskimääräistä yhtiötä korkeammat kertoimet

Lemonsoftin liiketoimintamallista sekä sijoitusprofiilista löytyy paljon tekijöitä, jotka tukevat osakkeen suhteellisen korkeaa arvostusta. Lemonsoftilla on historiallisesti hyvät näytöt kannattavasta kasvusta ja sitä kautta omistaja-arvon luonnista. Liiketoiminnan skaalaetujen ansiosta yhtiön kannattavuus on noussut jo erittäin hyvälle tasolle, mutta siinä on edelleen parantamisvaraa. Liiketoiminta ei sido myöskään juurikaan pääomaa, joten kassavirran luontikyky on vahva. Tämä mahdollistaa vuosittain tuloksen mukana kasvavan osinkovirran riippuen kuitenkin osaltaan siitä, miten voimakkaasti yhtiö allokoii

pääomiaan yritysostoihin. Lisäksi Lemonsoftin pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät ja riskiprofiili kokonaisuudessaan maltillinen. Lemonsoftin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, yhtiön ratkaisut ovat asiakkaan kannalta liiketoimintakriittisiä ja yhtiöllä on tarjota laaja ja kilpailukykyinen tuoteportfolio kaikille kohdetoimialoille.

Ennusteillamme Lemonsoftin vuosien 2023-2024 liikearvopoistoilla oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat nyt 18x-16x ja vastaavat P/E-kertoimet 24x-22x. Etenkin Lemonsoftin melko ison nettokassan huomioivat EV-pohjaiset kertoimet näyttävät kohtuullisilta yhtiön keskipitkän aikavälin tuloskasvunäkymään peilattuna. Ennustamamme tuloskasvun toteutuessa arvostus painuu maltilliselle tasolle jo melko nopeasti (2025e-2026e EV/EBIT 13x-11x).

Sijoitusnäkemys

Toistamme Lemonsoftin 8,8 euron tavoitehinnan, mutta nostamme kurssilaskun myötä suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Tavoitehintamme vastaa vuosille 2023-2024 noin 20x-18x EV/EBIT-kertoimia, jotka ovat mielestämme tällä hetkellä neutraaleja tasoja yhtiölle. Myös DCF-laskelma ja pitkän aikavälin tuotto-odotusta haarukoivat skenaariot indikoivat Lemonsoftin varovaisen houkuttelevasta arvostuksesta. Vaikka ennusteemme odottaa lähivuosien orgaaniseen kasvuun selvää hidastumista, voisi huonossa skenaariossa ennusteissa sekä sitä kautta hyväksyttävissä arvostuskertoimissa olla edelleen laskupainetta. Kokonaisuutena riski/tuotto-suhde kallistuu kuitenkin mielestämme varovaisen positiiviseksi.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,79	7,79	7,79
Osakemäärä, milj. kpl	18,5	18,5	18,6
Markkina-arvo	144	144	145
Yritysarvo (EV)	135	131	127
P/E (oik.)	24,4	22,4	19,4
P/E	41,2	35,7	28,6
P/Kassavirta	43,5	21,3	18,1
P/B	5,7	5,4	5,1
P/S	5,6	5,2	4,8
EV/Liikevaihto	5,3	4,7	4,2
EV/EBITDA (oik.)	17,3	15,0	12,7
EV/EBIT (oik.)	18,0	16,1	13,4
Osinko/tulos (%)	79,3 %	73,3 %	62,5 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,1 %	2,2 %

Lähde: Inderes



Lähde: Millistream Market Data AB

Arvonmääritys 2/4

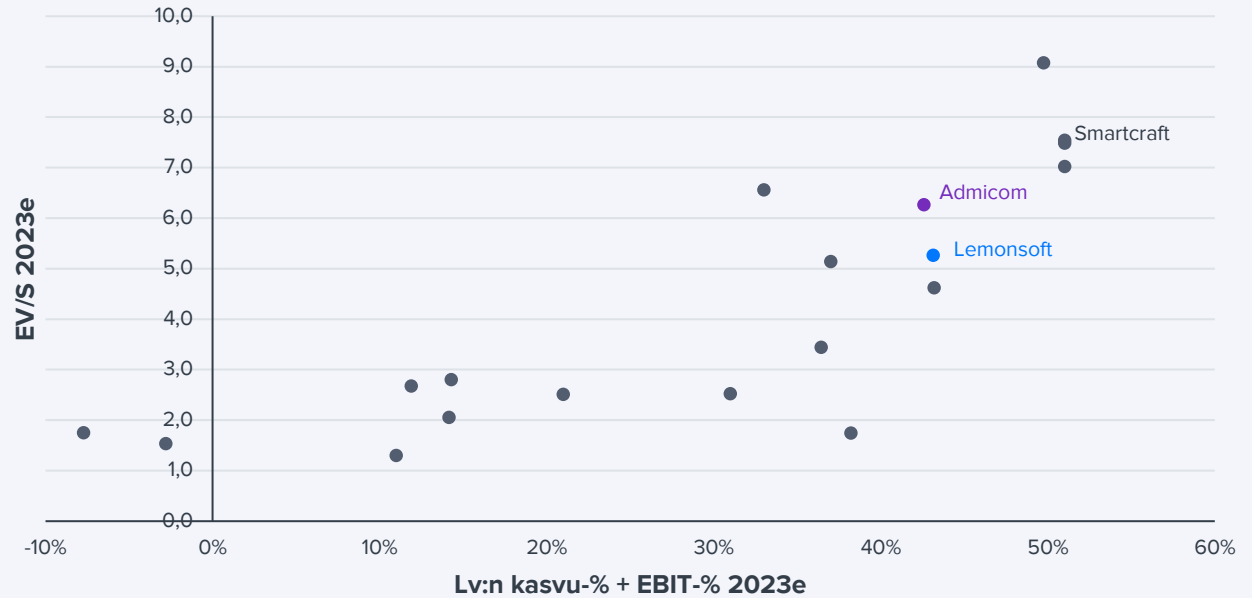
Verrokkiryhmän arvostus

Peilaamme Lemonsoftin suhteellista arvostusta pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään. Erityisesti suhteutamme yhtiön arvostusta yhtiön lähimpiin SaaS-verrokkeihin, Admicomiin ja Smartcraftiin, jotka ovat yhtiön kilpailijoita tietyillä kohdetoimialoilla (erityisesti rakentaminen). Lisäksi yhtiöt ovat kokoluokaltaan sekä kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan melko samankaltaisia Lemonsoftin kanssa.

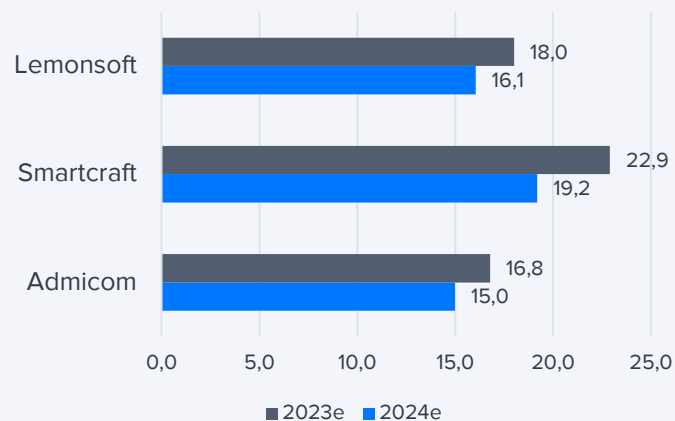
Suhteessa lähimpiin verrokkeihin EV/EBIT-kertoimella Lemonsoftia (2023e-2024e: 18x-16x) hinnoitellaan lähivuosille lievällä preemiolla maltillisesti arvostettuun Admicomiin (17x-15x) nähden. Smartcraftiin (23x-19x) nähden arvostus on selkeästi matalampi. Verrokkien tulokertoimiin suhteutettuna Lemonsoftin arvostus ei ole mitenkään erityisen epäsuhdassa ja absoluuttisesti kertoimet ovat kaiken kaikkiaan kohtuullisia.

Liikevaihtokertoimella Lemonsoftia (5,3x-4,7x) hinnoitellaan alennuksella sekä Admicomiin (6,3x-5,7x) että Smartcraftiin (7,5x-6,5x) nähden. Lievä alennus on nähdäksemme tällä hetkellä perusteltua, sillä vuoden 2024 ennustettu kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jää Lemonsoftilla myös jonkin verran verrokkien tason alapuolelle. Vuosi 2024 on paremmin vertailukelpoinen, sillä yritysostot vaikuttavat yhtiöiden kuluvan vuoden kasvulukuihin.

Verrokkiryhmän arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuden yhdistelmään*



Lemonsoftin ja lähimpien verrokkien EV/EBIT



Lv:n kasvu-%	2023e	2024e
Lemonsoft	14 %	8 %
Admicom	5 %	6 %
Smartcraft	18 %	15 %

EBIT-%	2023e	2024e
Lemonsoft	29 %	29 %
Admicom	37 %	38 %
Smartcraft	33 %	34 %

Rule of 40	2023e	2024e
Lemonsoft	43 %	38 %
Admicom	43 %	45 %
Smartcraft	51 %	49 %

Lähde: Inderes, Refinitiv, Huom. kuviosta poistettu Fortnox poikkeuksellisen korkean liikevaihtokertoimen sekä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän vuoksi.

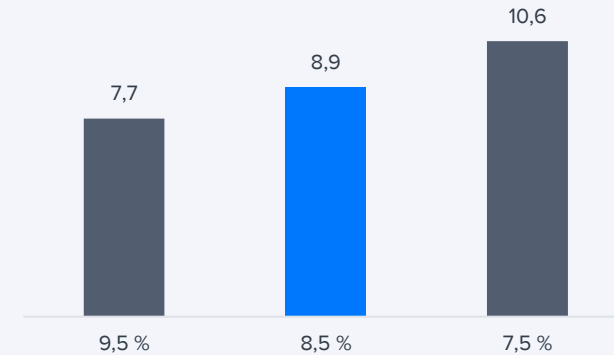
Arvonmääritys 3/4

DCF-laskelma

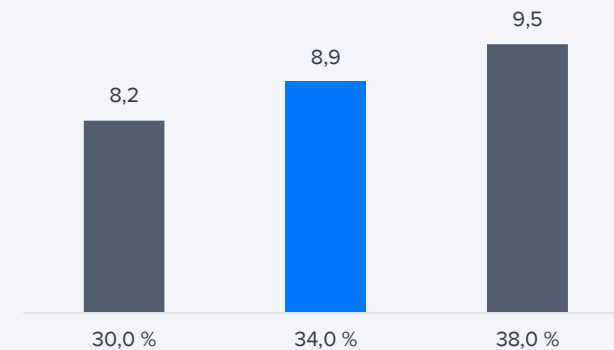
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Lemonsoftille nykyisillä ennusteillamme noin 8,9 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaali-jakson (2032-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 34 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 61 %, mikä kertoo merkittävän osan Lemonsoftin arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista. Kasvuyhtiölle tämä on kuitenkin hyvin perusteltavissa oleva taso.

Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 8,5 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 9,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme tuottovaateen taso on kohtuullinen ja hyvin perusteltavissa Lemonsoftin liiketoiminnan matalalla riskiprofiililla. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa ja terminaalikannattavuudelle viereisissä kuvaajissa.

DCF-arvon herkkyys eri tuottovaatimuksilla



DCF-arvon herkkyys terminaalikannattavuuteen (EBIT-%)



Arvonmääritys 4/4

Skenaariot vuoteen 2026

Tarkastelemme Lemonsoftin osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta vuoteen 2026 katsottuna.

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Lemonsoftin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 10 % vuodessa ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) paranevan 32 %:iin vuoteen 2026 mennessä. Oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin tuolloin 15x EV/EBIT-kertoimella. Arviomme mukaan Lemonsoftin kasvunäkymät ovat vuoden 2026 jälkeenkin kohtuullisen hyvät, jolloin suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen perusteltavissa yhtiön vahvalla kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä. Ennusteidemme kautta laskettu Lemonsoftin yritysarvo olisi näillä oletuksilla 160 MEUR vuonna 2026. Lisäämällä tähän vuoden 2026 ennustettu nettokassa sekä vuosien 2023-2026 osingot, saadaan osakekannan arvoksi

noin 194 MEUR tai 10,4 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 8 %:n vuotuista tuotto-odotusta, joka on melko neutraali, mutta tulevien yritysostojen tuomat arvonluontimahdollisuudet huomioiden varovaisen kiinnostava. Olemme havainnollistaneet alla olevassa herkkyysslaskelmassa, miten muutokset kasvuvauhdissa ja hyväksyttävässä arvostuksessa vaikuttavat perusskenaarion tuotto-odotukseen.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun jäävän 7 %:iin ja kannattavuuden olevan suunnilleen nykytasolla 30 %:ssa. Tässä skenaariossa oletetulla 13x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 143 MEUR tai 7,7 euroa osakkeelta. Pessimistinen skenaario kertoo osaltaan osakkeeseen ladatuista kasvuodotuksista. Tässäkin skenaariossa kasvu on kohtalaista ja hyväksytty arvostus ei erityisen matala, mutta siitä huolimatta osake jäisi käytännössä polkemaan useaksi vuodeksi paikalleen.

Optimistisessä skenaariossa oletamme Lemonsoftin

liikevaihdon kasvavan vuosittain 14 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 35 %:iin. Paremman kasvu- ja kannattavuusprofiilin myötä sovellamme tässä skenaariossa 17x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 263 MEUR tai 14,1 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 17 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario vaatisi lähivuosilta erinomaista onnistumista yhtiön strategiassa ja orgaanisen kasvun selvää kiihtymistä nykytasoilta. Tässä skenaariossa myös tuotto-odotus olisi erittäin hyvällä tasolla.

Skenaariot vuoteen 2026

	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	29,8	33,1	38,1
<i>Lv:n kasvu-% (CAGR 23-26)</i>	7 %	10 %	14 %
EBIT-% (oik.)	30 %	32 %	35 %
EBIT (oik.)	8,9	10,7	13,3
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	13,0	15,0	17,0
= Yritysارvo 2026e (MEUR)	116	160	227
Nettokassa+osingot 2023-2026	27	33	37
= Osakekannan arvo (MEUR)	143	194	263
<i>Per osake (EUR)</i>	7,7	10,4	14,1
Potentiaali	-2 %	33 %	81 %
Vuotuinen tuotto-odotus	0 %	8 %	17 %

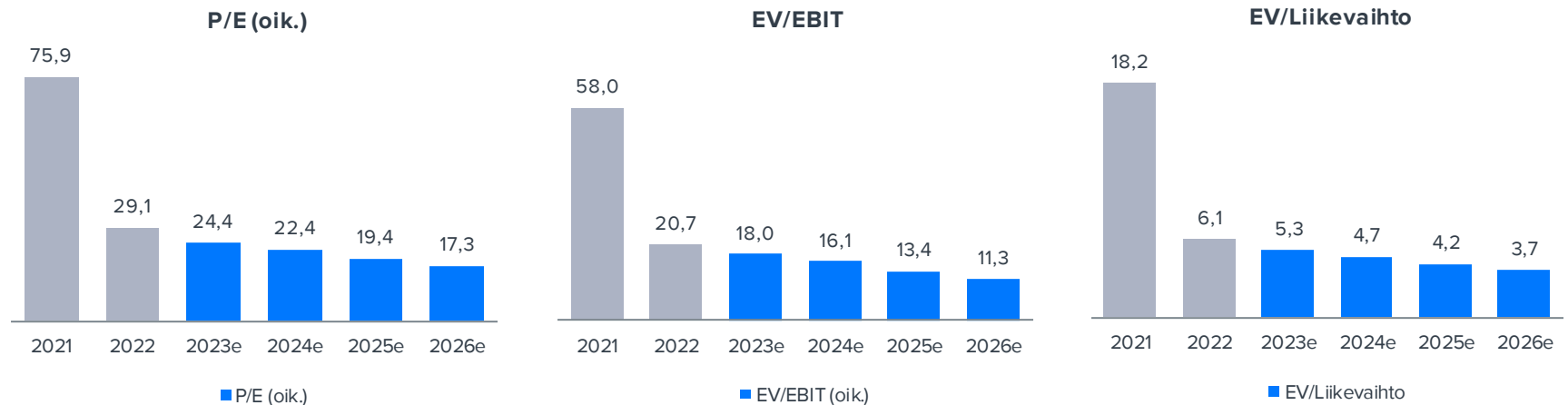
Vuotuisen tuotto-odotuksen herkkyyks perusskenaariossa

EV/EBIT	Liikevaihdon kasvu-%				
	5 %	8 %	10 %	13 %	15 %
10x	-4 %	-2 %	-1 %	1 %	3 %
12x	-1 %	1 %	3 %	5 %	7 %
14x	2 %	5 %	7 %	9 %	11 %
16x	5 %	8 %	10 %	12 %	14 %
18x	8 %	10 %	13 %	15 %	17 %
20x	11 %	13 %	15 %	18 %	20 %

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				18,0	7,96	7,79	7,79	7,79	7,79
Osakemäärä, milj. kpl				18,3	18,4	18,5	18,5	18,6	18,6
Markkina-arvo				329	146	144	144	145	145
Yritysarvo (EV)				314	138	135	131	127	121
P/E (oik.)				75,9	29,1	24,4	22,4	19,4	17,3
P/E				>100	45,3	41,2	35,7	28,6	20,8
P/Kassavirta				neg.	neg.	43,5	21,3	18,1	16,4
P/B				15,0	6,0	5,7	5,4	5,1	4,5
P/S				19,1	6,5	5,6	5,2	4,8	4,4
EV/Liikevaihto				18,2	6,1	5,3	4,7	4,2	3,7
EV/EBITDA (oik.)				74,1	20,1	17,3	15,0	12,7	10,8
EV/EBIT (oik.)				58,0	20,7	18,0	16,1	13,4	11,3
Osinko/tulos (%)				104,5 %	79,7 %	79,3 %	73,3 %	62,5 %	48,0 %
Osinkotuotto-%				0,7 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Admicom	214	208	16,8	15,0	16,6	14,8	6,3	5,7	5 %	6 %	37 %	38 %
Smartcraft	280	264	22,9	19,2	18,2	15,2	7,5	6,5	18 %	15 %	33 %	34 %
Efecte	71	70		47,7	274,6	32,2	2,8	2,4	16 %	14 %	-1 %	5 %
LeadDesk	60	63	42,9	21,2	14,9	10,3	2,1	1,7	9 %	13 %	5 %	8 %
Heeros	29	31	36,4	24,8	12,2	10,1	2,7	2,4	5 %	9 %	7 %	10 %
Talenom	363	434	26,9	22,9	11,7	11,0	3,4	2,9	24 %	24 %	13 %	13 %
Qt Group	1778	1756	36,1	24,5	33,9	24,0	9,1	6,9	25 %	28 %	25 %	28 %
WithSecure	285	231				148,5	1,5	1,4	12 %	8 %	-15 %	-3 %
F-Secure	575	539	12,1	11,1	11,5	10,4	4,6	4,3	5 %	5 %	38 %	39 %
QPR Software	11	14			98,2	20,3	1,8	1,7	4 %	9 %	-12 %	-5 %
Tecnotree	151	140	6,6	5,0	5,4	4,1	1,7	1,5	12 %	8 %	26 %	29 %
Fortnox	3542	3536	61,1	45,3	49,2	37,2	23,9	18,6	30 %	28 %	39 %	41 %
Carasent	115	55	72,4	22,0	12,6	7,3	2,5	2,1	28 %	19 %	3 %	10 %
Lime Technologies	311	328	34,0	29,3	21,3	19,1	6,6	5,8	14 %	13 %	19 %	20 %
FormPipe Software	121	122	27,8	17,7	12,6	9,7	2,5	2,3	12 %	9 %	9 %	13 %
Vitec Software	1629	1711	38,1	30,7	19,9	16,3	7,5	6,4	31 %	18 %	20 %	21 %
Sinch	2687	3540	30,6	20,2	10,8	9,4	1,3	1,2	7 %	11 %	4 %	6 %
Upsales Technology	115	110	30,6	23,5	24,4	19,1	7,0	5,5	28 %	27 %	23 %	24 %
SignUp Software	165	142	44,1	24,8	32,4	22,4	5,1	4,2	25 %	22 %	12 %	17 %
Lemonsoft (Inderes)	144	135	18,0	16,1	17,3	15,0	5,3	4,7	14 %	8 %	29 %	29 %
Keskiarvo			33,7	23,8	37,8	23,2	5,3	4,4	16 %	15 %	15 %	18 %
Mediaani			32,3	22,9	17,4	15,2	3,4	2,9	14 %	13 %	13 %	17 %
Erotus-% vrt. mediaani			-44 %	-30 %	-1 %	-2 %	53 %	63 %				

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

DCF-kassavirtalaskelma

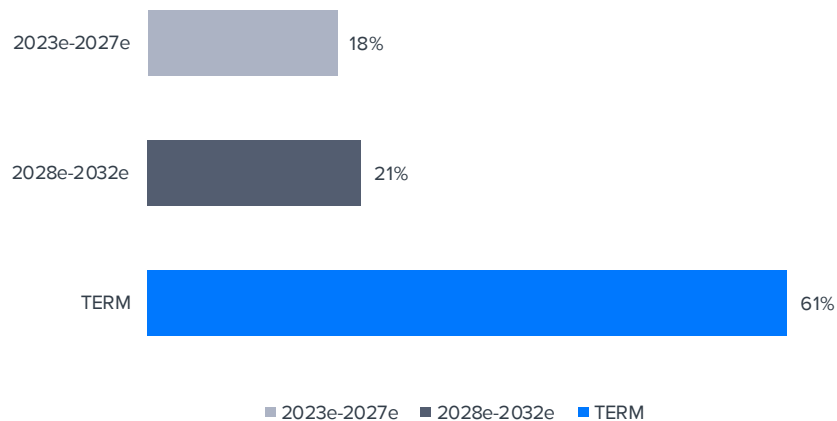
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	30,9 %	14,0 %	8,3 %	9,1 %	9,1 %	8,2 %	7,8 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	20,7 %	19,0 %	20,0 %	22,6 %	27,8 %	29,0 %	30,5 %	31,7 %	33,2 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %
Liikevoitto	4,7	4,9	5,6	6,9	9,2	10,4	11,8	13,1	14,4	15,5	15,9	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,9	3,2	3,2	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,7	0,6	
- Maksetut verot	-1,3	-1,3	-1,4	-1,7	-2,1	-2,3	-2,6	-2,8	-3,0	-3,3	-3,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,6	-2,7	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	8,1	3,8	7,2	8,5	9,4	10,2	11,3	12,1	13,1	14,1	13,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,6	3,3	6,8	8,0	8,9	9,7	10,7	11,5	12,5	13,4	12,6	
+/- Muut	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-4,4	3,3	6,8	8,0	8,9	9,7	10,7	11,5	12,5	13,4	12,6	214
Diskontattu vapaa kassavirta		3,1	5,8	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,6	6,5	5,6	95,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		156	152	147	140	134	127	121	114	108	101	95,4
Velaton arvo DCF		156										
- Korolliset velat		-2,4										
+ Rahavarat		11,7										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		164										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,9										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	8,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	8,9	20,4	18,0	15,2	12,6
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	6,1	16,4	13,8	11,2	8,5
Käyttöomaisuus	0,5	0,8	0,9	0,8	0,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	20,9	14,6	14,6	18,0	22,8
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,8	2,8	3,1	3,1	3,3
Likvidit varat	19,1	11,7	11,5	14,9	19,4
Taseen loppusumma	29,8	35,1	32,6	33,3	35,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	22,0	24,5	25,4	26,7	28,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,9	7,8	8,7	10,0	12,1
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	15,0	16,5	16,5	16,5	16,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	2,4	1,5	0,5	0,5	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,4	1,5	0,5	0,5	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	5,4	9,1	6,7	6,1	6,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,9	0,9	1,0	0,5	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,0	8,2	5,7	5,6	6,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	29,8	35,1	32,6	33,3	35,4

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	13,6	17,2	22,6	25,7	27,8	EPS (raportoitu)	0,16	0,12	0,18	0,19	0,22
Käyttökate	4,8	4,2	6,8	7,8	8,8	EPS (oikaistu)	0,19	0,24	0,27	0,32	0,35
Liikevoitto	3,9	3,1	4,7	4,9	5,6	Operat. kassavirta / osake	0,30	0,23	0,44	0,20	0,39
Voitto ennen veroja	3,9	3,1	4,6	4,9	5,6	Vapaa kassavirta / osake	0,08	0,00	-0,24	0,18	0,37
Nettovoitto	3,0	2,3	3,2	3,5	4,0	Omapääoma / osake	0,38	1,20	1,32	1,36	1,43
Kertaluontoiset erät	-0,5	-2,3	-2,0	-2,6	-2,6	Osinko / osake	0,12	0,13	0,14	0,15	0,16
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	11,8	29,8	35,1	32,6	33,3	Liikevaihdon kasvu-%	28 %	27 %	31 %	14 %	8 %
Oma pääoma	7,0	22,0	24,5	25,4	26,7	Käyttökateen kasvu-%	37 %	-12 %	62 %	14 %	12 %
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	35 %	22 %	23 %	12 %	9 %
Nettovelat	-3,1	-15,8	-9,3	-10,0	-13,9	EPS oik. kasvu-%	33 %	24 %	15 %	17 %	9 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	35,3 %	24,6 %	30,4 %	30,4 %	31,5 %
Käyttökate	4,8	4,2	6,8	7,8	8,8	Oik. Liikevoitto-%	32,6 %	31,4 %	29,6 %	29,2 %	29,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	0,7	2,6	-2,7	-0,1	Liikevoitto-%	28,7 %	17,8 %	20,7 %	19,0 %	20,0 %
Operatiivinen kassavirta	5,5	4,1	8,1	3,8	7,2	ROE-%	47,6 %	15,7 %	13,9 %	14,1 %	15,6 %
Investoinnit	-4,0	-4,2	-13,7	-0,4	-0,5	ROI-%	53,9 %	17,9 %	17,9 %	18,2 %	20,4 %
Vapaa kassavirta	1,5	-0,1	-4,4	3,3	6,8	Omavaraisuusaste	61,6 %	75,0 %	69,8 %	78,0 %	80,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-44,3 %	-71,6 %	-37,9 %	-39,2 %	-52,1 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto		18,2	6,1	5,3	4,7						
EV/EBITDA (oik.)		74,1	20,1	17,3	15,0						
EV/EBIT (oik.)		58,0	20,7	18,0	16,1						
P/E (oik.)		75,9	29,1	24,4	22,4						
P/B		15,0	6,0	5,7	5,4						
Osinkotuotto-%		0,7 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %						

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 yhtiökohtaista 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.12.2021	Myy	15,00 €	17,85 €
18.1.2022	Vähennä	14,50 €	14,50 €
17.2.2022	Vähennä	13,00 €	13,25 €
28.4.2022	Vähennä	13,00 €	13,26 €
9.5.2022	Vähennä	12,50 €	11,70 €
25.7.2022	Vähennä	11,80 €	13,14 €
31.10.2022	Vähennä	9,70 €	11,48 €
14.12.2022	Lisää	8,80 €	7,83 €
20.2.2023	Vähennä	8,80 €	8,93 €
3.3.2023	Lisää	8,80 €	7,79 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**