

# Lemonsoft

Seurannan aloitus

27.12.2021 07:40



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö kirpeällä arvostuksella

Aloitamme Lemonsoftin seurannan myy-suosituksella 15,0 euron tavoitehinnalla. Lemonsoft on vahvasti ja kannattavasti kasvava pk-yritysten toiminnanohjausjärjestelmien toimittaja. Yhtiön liiketoiminnan tunnusluvut kertovat laadukkaasta ja terveellä pohjalla olevasta SaaS-liiketoiminnasta, jonka kasvunäkymät ovat hyvät niin organisaation kuin yritysostoin. Nämä tekijät tukevat osakkeen korkeaa arvostusta, mutta listautumisen jälkeisen kurssirallin (+51 %) myötä nykyiset kertoimet ovat mielestämme jo liian kirpeitä.

## 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 organisaation 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 yleisohjelmistojen ja erityisohjelmistojen valmistajien yhtiöitä vastaan. Lemonsoft panostaa voimakkaasti tuotekehitykseen, jolla ohjelmistoon tuodaan uusia moduuleja ja ominaisuuksia, jonka lisäksi tuoteportfolioa laajennetaan yritysostoilla. Siten näemme yhtiöllä merkittävää potentiaalia kasvattaa markkinaosuuttaan (2021e: 6 %) nykyisillä kohdemarkkinoilla (290 MEUR).

## Tavoitteena kannattavan kasvun kiihdyttäminen

Lemonsoftin sijoitusprofiilissa yhdistyy vahva kasvu, erittäin hyvä kannattavuus ja kassavirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus, skaalautuvuus ja ennustettavuus. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 23,5 % vuosina 2014-2020 ja oikaistu liikevoitto-% oli viime vuonna 33 %. Kasvusta valtaosa on ollut orgaanista, mutta viime vuosina yritysostojen rooli on korostunut. Vuoteen 2025 ulottuvan strategiakauden tavoitteet (2022-2025 org. kasvu CAGR 21 %, oik. EBIT 40 %) kertovat Lemonsoftin halusta kiihdyttää kasvuaan, jota haetaan sekä nykyisen asiakaskannan keskilaskutusta nostamalla että uusista asiakkuuksista. Listautumisen myötä yhtiöllä on vahvat resurssit myyntipanostusten kasvattamiseen sekä yritysostoihin. Mielestämme keskeiset riskit liittyvät myös näissä onnistumiseen, mutta kokonaisuutena yhtiön riskiprofiili on matala.

## Arvostuskertoimiin on hinnoiteltu sisään jo hedelmäistä tuloskasvua

Ennusteemme vuoteen 2025 (lv. 34,1 MEUR, oik. EBIT 37 %) ovat jonkin verran Lemonsoftin tavoitteiden alapuolella, mutta odotamme silti voimakasta, keskimäärin noin 21,5 %:n tuloskasvua (oik. EPS) vuosina 2022-2025. Vahva tuloskasvunäkymä puoltaa osakkeelle korkeaa arvostusta, mutta nykyiset kertoimet (2022e: EV/S 14x ja EV/EBIT 43x) ovat mielestämme jo liian kireitä. Myös vuoteen 2025 katsovien skenaarioidemme valossa osakkeen vuotuinen tuotto-odotus jää ennusteillamme nollan tuntumaan. Nykyarvostus olisi perusteltavissa yhtiön tavoitteiden mukaisella kasvuvauhdilla, mutta tämän hinnoittelu osakkeeseen vaatisi taakseen enemmän näyttöjä orgaanisen kasvuvauhdin kiihtymisestä. Yhtiöllä on myös potentiaalia arvonnulointiin ja tuloskasvun vauhdittamiseen yritysostoin, mutta mielestämme osakkeen arvostukseen on leivottu onnistumisia jo tälläkin saralla.

## Suositus

### Myy

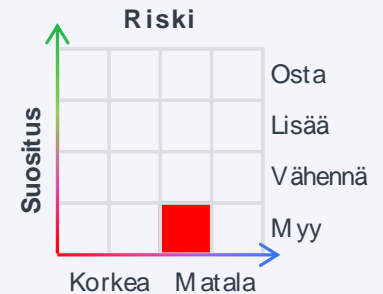
(aik. )

15,00 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

17,85



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	13,6	17,3	21,6	25,4
<b>kasvu-%</b>	28 %	27 %	25 %	17 %
<b>EBIT oik.</b>	4,4	5,7	7,2	8,7
<b>EBIT-% oik.</b>	32,6 %	33,1 %	33,2 %	34,2 %
<b>Nettotulos</b>	3,0	2,7	4,7	5,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,19	0,26	0,31	0,37

<b>P/E (oik.)</b>	0,0	69,8	57,6	47,6
<b>P/B</b>	0,0	14,6	13,3	11,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,8 %	0,9 %	1,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	0,0	54,3	42,7	34,8
<b>EV/EBITDA</b>	0,0	53,6	40,6	33,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,0	17,9	14,2	11,9

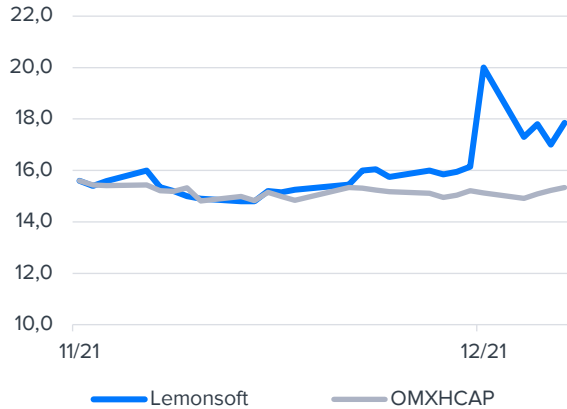
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

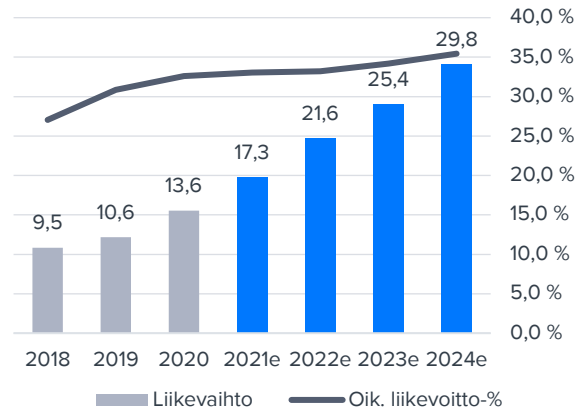
Lemonsoft arvioi, että tilikauden 2021 liikevaihto kasvaa 23-28 % verrattuna tilikauteen 2020, ja että oikaistu liikevoitto on 30-35 % liikevaihdosta.

## Osakekurssi



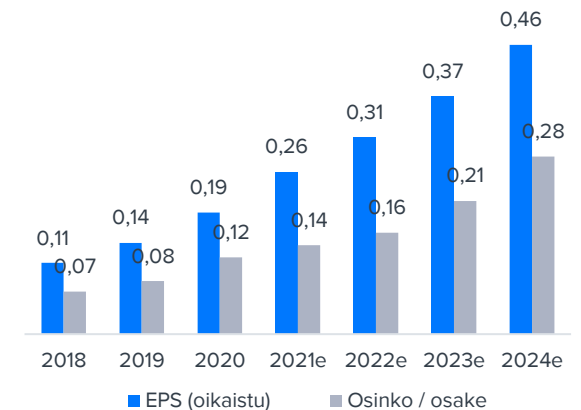
Lähde: Thomson Reuters

## 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

- Kasvavissa myyntipanostuksissa onnistuminen
- Yritysostot ja niiden integrointi
- Tuoteportfolion liika hajautuminen ja fokuksen menettäminen
- Kilpailun kiristymisen
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Avainhenkilöriskit
- Tiettyjen kohdetoimialojen korkea suhdanneherkkyys

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	18,3	18,3	18,3
Markkina-arvo	326	326	326
Yritysarvo (EV)	310	306	302
P/E (oik.)	69,8	57,6	47,6
P/E	>100	69,1	55,3
P/Kassavirta	19,9	52,3	44,4
P/B	14,6	13,3	11,9
P/S	18,9	15,1	12,9
EV/Liikevaihto	17,9	14,2	11,9
EV/EBITDA (oik.)	53,6	40,6	33,4
EV/EBIT (oik.)	54,3	42,7	34,8
Osinko/tulos (%)	95,4 %	62,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,9 %	1,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-15</b>
Markkinat	<b>16-18</b>
Kilpailukenttä	<b>19-21</b>
Strategia	<b>22-25</b>
Taloudellinen tilanne	<b>26-27</b>
Ennusteet	<b>28-30</b>
Sijoitusprofiili	<b>31-32</b>
Arvonmääritys	<b>33-36</b>
Taulukot	<b>37-42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Lemonsoft lyhyesti

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

## 2006

Perustamisvuosi

## 2021

Listautuminen

## 13,6 MEUR (+28 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

## +23 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2014-2020

## 4,4 MEUR (32,6 % lv:sta)

Oik. EBIT, 2020

## 123

Henkilöstö Q3'21 lopussa

## 83 %

Toistuvan kuukausilaskutuksen osuus liikevaihdosta 2020

### -2012

- Tuotekehitys ja uusien työkalujen kehittäminen ohjelmistoon
- CRM, valmistuksen-ohjaus (MES), projektinhallinta
- Fokus teollisuudessa sekä tukku- ja erikoistavarakaupan toimialoilla
- SaaS-transformaatio käynnistetään 2012

### 2013-2016

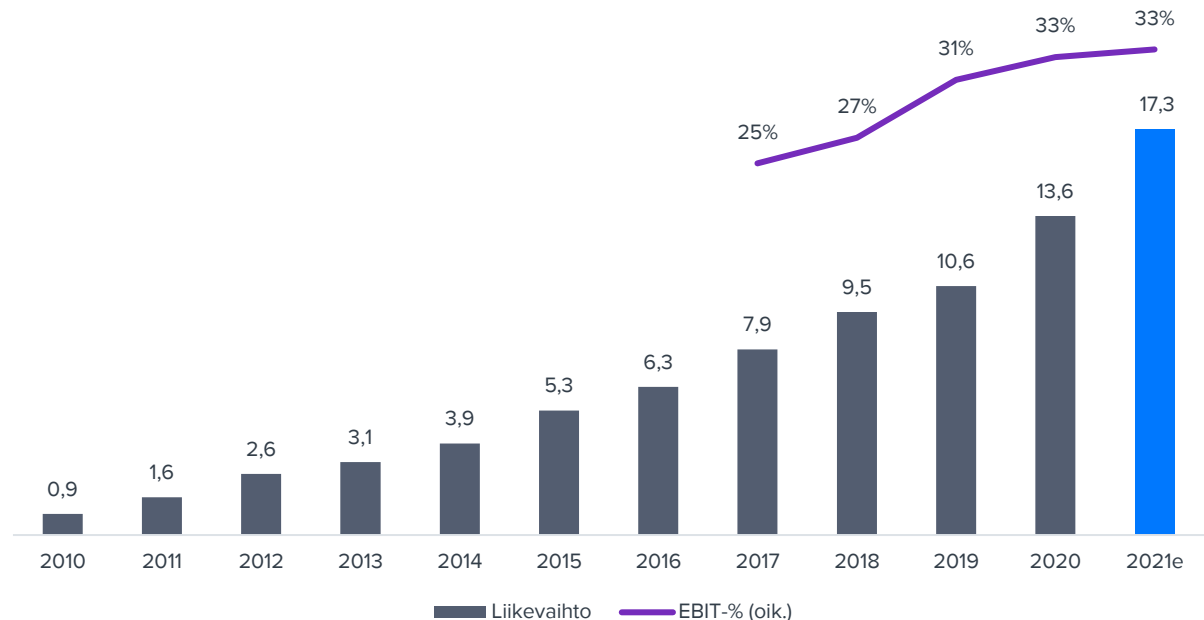
- Liiketoiminnan skaalaaminen ja onnistunut muutos SaaS-yhtiöksi
- Laajentuminen rakennusalalle 2014
- Laajentuminen tilitoimistoihin 2016
- Cloud Partners ja Suomen Ohjelmistopalvelu.fi -yrityksostot 2016

### 2017-2020

- Kannattava kasvu jatkuu
- 12/19 Ohjelma-Aitta-yrityksosto
- 1/20 Aacon-yrityksosto (Kellokortti)
- 5/20 Lixani-yrityksosto
- Laajentuminen asiantuntija- ja palvelualalle 2020

### 2021

- 4/21 Metsys-yrityksosto
- 6/21 Talosofta-yrityksosto
- 8/21 PlanMill-yrityksosto
- 11/21 Listautumisannilla 15 MEUR:n bruttovarat kasvun kiihdyttämiseksi



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

## 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 Novanimisen toiminnanohjausohjelmiston, joka myytiin 2000-luvun alkupuolella Vismalle. Perustamisesta lähtien Lemonsoft on ollut tuotevetoinen yhtiö ja ohjelmistoa on kehitetty asiakaslähtöisesti. Ohjelmiston 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. Nykyisin noin 70 % Lemonsoftin ERP-järjestelmän käytöstä on 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

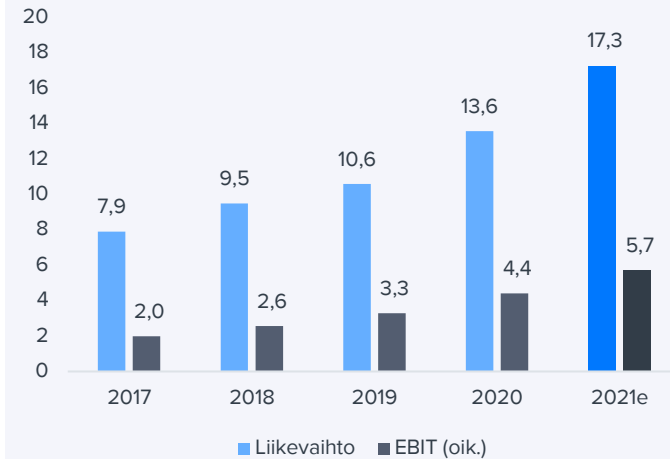
joustavasti käyttöön. Lemonsoftin ohjelmiston kehittäminen aloitettiin teollisuuden sekä tukku- ja erikoistavarakaupan tarpeisiin, josta yhtiö laajeni rakentamisen toimialalle vuonna 2014. Vuonna 2016 Lemonsoft laajeni tilitoimistoihin, jotka toimivat myös yhtenä jakelukanavana ohjelmistolle. Asiantuntija- ja palvelualan toiminnanohjaukseen yhtiö laajeni vuonna 2020 ja vahvisti siellä asemaansa merkittävästi elokuussa 2021 tehdyllä PlanMill-yritysostolla. Tuoteportfolion vahvistaminen yritysostoilla on viime vuosina noussut Lemonsoftin strategian työkaluksi ja joulukuun 2019 jälkeen yhtiö on toteuttanut yhteensä 6 kooltaan melko pientä yrityskauppaa.

### Lemonsoft tänään

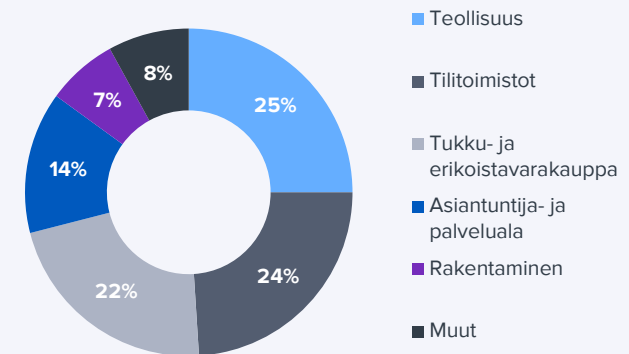
Lemonsoft on onnistunut erittäin hyvin ohjelmistonsa kaupallistamisessa, mistä kertoo keskimäärin 23 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu 2014-2020. Samalla Lemonsoft on saavuttanut voimakkaan skaalautumisen vaiheen, minkä ansiosta yhtiön kannattavuus on noussut jo erinomaiselle tasolle. Vuodelle 2021 Lemonsoft ohjeistaa kannattavan kasvun jatkumista ja liikevaihdon kasvavan 23-28 % ja oikaistun liikevoiton olevan 30-35 %.

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 6600 asiakasta.

## Liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



## Liikevaihdon toimialajakauma 2020



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Yksittäisiin asiakkuuksiin liittyvät riskit ovat pieniä, sillä 10 suurinta asiakasta vastasivat vuonna 2020 vain noin 10 % liikevaihdosta.

Lemonsoftin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti niin orgaanisesti kuin yritystoin ja Q3'21 lopussa yhtiö työllisti 121 henkilöä. Yhtiöllä on toimipisteet yhdeksällä paikkakunnalla Vaasassa, Helsingissä, Joensuussa, Jyväskylässä, Kouvolassa, Oulussa, Tampereella, Turussa ja Vantaalla, joka tullaan yhdistämään Helsingin toimistoon.

Lemonsoft listautui Helsingin First North -listalle marraskuussa 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 43,5 % ja Kari Joki-Hollanti 26,2 % Lemonsoftista ja ovat siten edelleen selvästi suurimmat omistajat. Listautumisannissa Lemonsoftiin sijoitti nimekäs ankkurisijoittajien joukko, ja näiden instituutioiden mukaan lähtö antaa mielestämme jo tietyn laatuleiman yhtiölle.

## 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

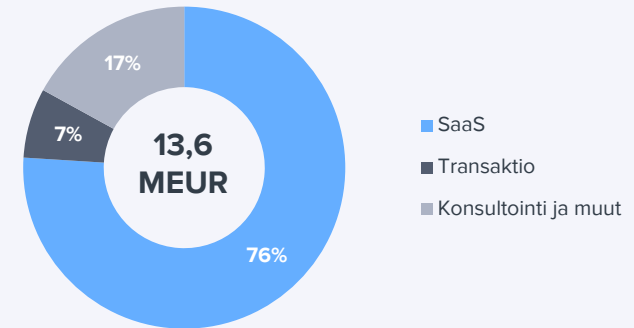
reaaliaikaisen näkyvyyden liiketoimintaan. Lisäksi ohjelmisto keventää hallinnollista taakkaa, kun rutiinoiden automatisointi vapauttaa aikaa ja resursseja yrityksen ydintoimintoihin. Lemonsoftin pilvipohjainen ERP-järjestelmä mahdollistaa perinteisiä ohjelmistoratkaisuja nopeamman ja kustannustehokkaamman käyttöönoton ja ylläpidon, jatkuvan ajantasaisuuden, sekä paikkariippumattomuuden. Tämä antaa Lemonsoftille merkittävää kilpailuetua perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin nähden.

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 saumattomasti Lemonsoftin ERP-järjestelmään. Asiakkaalle koko Lemonsoftin tarjoama näkyy yhtenäisenä kokonaisratkaisuna ja parhaimmillaan asiakas voi ottaa uusia moduuleja käyttöön pelkästään nappia painamalla.

## Liikevaihdon jakauma 2020



### SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalveluiden tuotot

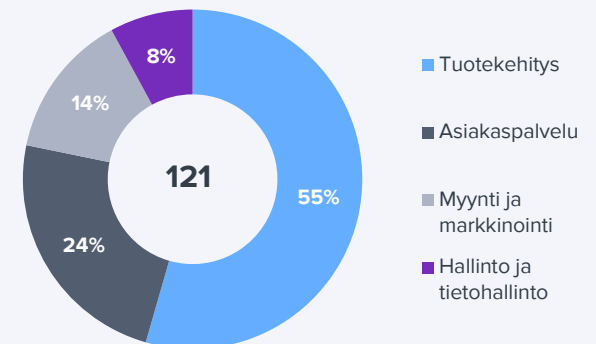
### Transaktioliikevaihto

LemonHUB-palvelun kautta kertyvät tuotot (esim. verkkolaskutus, verkkopalkka, e-kuitti, perintä)

### Konsultointi ja muut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönottokonsultointi ja koulutus. Sisältää 2021 lähtien myös Metsysin liikevaihdon (räätälöityä ohjelmistokehitystä)

## Henkilöstön jakauma Q3'21



Lähde: Lemonsoft, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

## Ydintuotetta täydentävät ratkaisut

Lemonsoft on avoin ohjelmisto, johon voidaan API-rajapintojen avulla liittää kolmannen osapuolen tekemiä ratkaisuja. Nämä palvelut on integroitu osaksi Lemonsoftin ERP-järjestelmää, joten asiakas voi asioida kolmansien osapuolien palveluiden kanssa suoraan 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 LemonSmart-ratkaisu laskutuksen, ostolaskujen, palkanlaskennan ja raportoinnin hoitamiseen. LemonShop on puolestaan verkkokauppa-alusta, joka integroituu saumattomasti Lemonsoftin ERP-järjestelmään. Regista on taas prosessien kuvaamiseen, mittaamiseen ja kehittämiseen erikoistunut ohjelma, joka tukee Lemonsoftin kokonaisratkaisua.

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. Palvelu on ostettavissa ERP-järjestelmään integroituna tai itsenäisenä osaratkaisuna. 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 tarjoomaa ja osaamista varastohallinnassa. Metsys keskittyy jatkossakin räätälöityjen varastohallintaratkaisujen kehittämiseen ja jatkaa toimintaansa itsenäisenä yrityksenä. Metsysin tarjoomaa on kuitenkin tarkoitus pyrkiä tuotteistamaan SaaS-liiketoimintamallin mukaiseksi tulevaisuudessa.

Elokuussa 2021 ostettu PlanMill on erityisesti asiantuntija- ja palvelualalla (PSA) toimiville yrityksille suunnattu ERP-järjestelmä. Yrityskaupan jälkeen PlanMill jatkaa toimintaansa omalla brändillään, mutta Lemonsoft näkee järjestelyssä ristiinmyyntimahdollisuuksia muun tuoteportfolion kanssa.

## Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Lemonsoft on luonteeltaan puhdas tuoteyhtiö, mutta ratkaisuun liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Yhtiö tarjoaa esimerkiksi ohjelmiston käyttöönottoprojektin ja koulutuksen palveluna omalla henkilökunnalla, sillä ERP-järjestelmän hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Ohjelmiston käyttöön on mahdollista ostaa myöhemminkin konsultointia erilaisissa muutostilanteissa, kuten sen käytön tehostamisessa tai laajentamisessa. Konsultointia voidaan myös tarvita esimerkiksi asiakasyrityksen muuttuneiden liiketoimintaprosessien ja eri ohjelmistojen yhteensovittamisessa. Normaali asiakastuki tarjotaan osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja. Konsultointi ja muut -erän osuus liikevaihdosta oli 17 % vuonna 2020. Vuodesta 2021 alkaen tämä liikevaihtoerä sisältää myös

Metsysin liikevaihdon, joka on räätälöityä ohjelmistokehitystä.

## 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 mahdollista. Planmillillä ja Metsysillä on jo jonkin verran asiakkaita ulkomailla, joten kansainvälistymisen ensimmäiset siemenet on jo kylvetty.



## Kumppanit



LemonHUB-kumppanit



Tilitoimistot



Jälleenmyyjät

## Toiminnot

Tuotekehitys  
(n. 55 % \*)



Asiakaspalvelu  
(n. 24 % \*)



Myynti ja markkinointi  
(n. 14 % \*)



Hallinto ja tietohallinto  
(n. 8 % \*)



\* Osuus Lemonsoftin henkilöstöstä 9/2021

## 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<sup>at</sup>

## Asiakassegmentit



Teollisuus



Tukku- ja erikoistavarakauppa



Asiantuntija- ja palveluala



Rakentaminen



Tilitoimistot

- Ydinkohderyhmää 10-250 henkilön pk-yritykset
- Top 10 asiakkaat 10 % liikevaihdosta (2020)
- Top 100 asiakkaat 45 % liikevaihdosta (2020)
- Yhteensä yli 6600 asiakasta

## Kustannusrakenne (2020)

121 hlö (Q3'21)  
-9,7 m€ (2020)



Henkilöstökulut  
(45 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut  
(12 %)



Liiketoiminnan  
muut kulut  
(8 %)



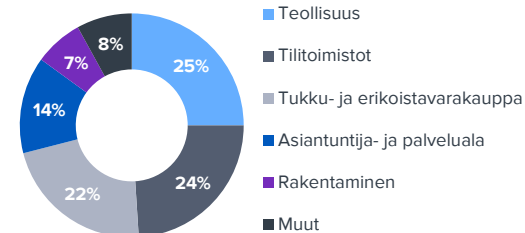
Poistot  
(7 %)

Lähde: Inderes, Lemonsoft

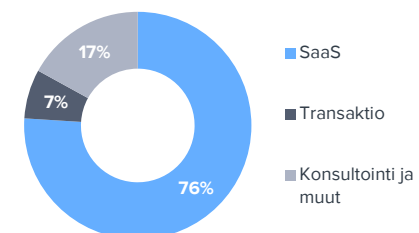
## Tulovirrat (2020)

Liikevaihto 13,6 m€  
EBIT (oik.) 4,4 m€ (2020)

### Liikevaihto toimialoittain

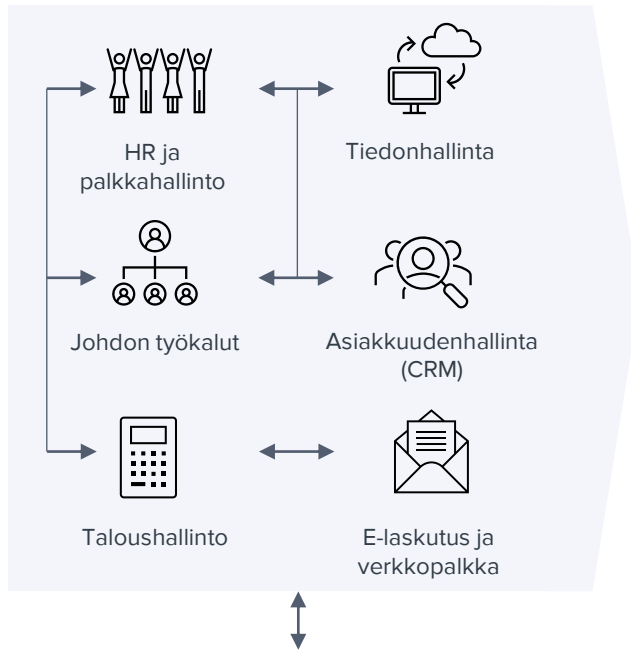


### Liikevaihto tuottolajeittain

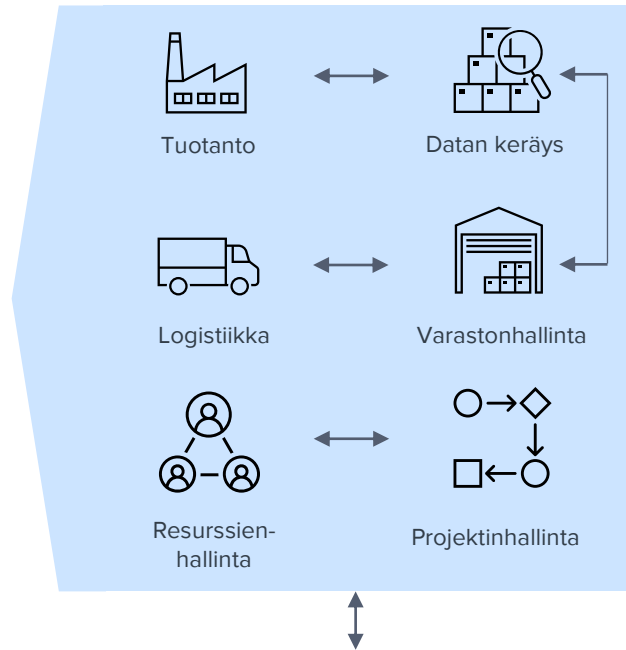


# Lemonsoftin ratkaisun kuvaus

## 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



E-laskutus  
eKuitti  
Verkkopalkka  
Factoring  
Perintä  
Tilaussanom



Verkkokauppa-  
alusta kiinteällä  
kk-hinnalla



Prosessien  
kuvaamiseen,  
mittaamiseen ja  
kehittämiseen  
erikoistunut  
ohjelma



Laskutusohjelma  
1-3 henkilöä  
työllistävälle  
pienyrittäjille



Ratkaisuja  
työajanseurantaan,  
TES-tulkintaan ja  
lomasuunnitteluun



Varastonhallinnan  
räätälöidyt  
ratkaisut  
teollisuuteen



ERP-järjestelmä  
asiantuntija- ja  
palvelualalle



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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

## 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 yhdeksästä Suomessa sijaitsevasta toimipisteestä. Lisäksi Lemonsoftilla on 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 Q3'21 lopussa 14 % Lemonsoftin henkilöstöstä.

Sopimuksen syntymisen jälkeen Lemonsoftin oma projektitimi lähtee toteuttamaan asiakkaalle käyttöönottoprojektia, joka sisältää koulutuksen ja tarvittavat asetusmäärittelyt sekä toimialaspesifit moduulit asiakkaan tarpeesta riippuen. Lemonsoft on panostanut ohjelmistonsa nopeaan käyttöönottoon ja keskimäärin projekti kestää noin 6 kuukautta ja maksaa noin 20 TEUR. Yhtiön arvion mukaan tyypillisen kilpailevan ratkaisun

osalta vastaavat luvut ovat 9 kuukautta ja 34 TEUR. 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. Luku kuvastaa asiakkaan elinkaariarvon suhdetta asiakashankinnan kustannuksiin, joka vuonna 2020 oli noin 60. Tämä tarkoittaa sitä, että asiakashankintaan tehtyjen investointien takaisinmaksuaika oli vain noin 6 kuukautta. Arviomme mukaan luku on poikkeuksellisen hyvällä tasolla osaltaan Lemonsoftin tähän mennessä rajallisista myyntipanostuksista johtuen. Siten arvioimme suhdeluvun heikentyvän tulevina vuosina yhtiön kasvattaessa myyntipanostuksiaan, mutta odotamme uusasiakashankinnan olevan yhtiölle jatkossakin hyvin kannattavaa.

### Tuotekehitys ja teknologia

Lemonsoftin ERP-järjestelmä on perustaltaan kypsässä vaiheessa ja tuotekehityksen rooli on erityisesti uusien tuotteiden, moduulien sekä ominaisuuksien kehittämisessä, joilla asiakkaiden tarpeet voidaan täyttää entistä paremmin. Lemonsoftin merkittävistä panostuksista ohjelmiston kehittämiseen kertoo se, että Q3'21 lopussa 55 % yhtiön henkilöstöstä oli tuotekehityksessä. Nämä panostukset ovat pitäneet Lemonsoftin ydinohjelmiston jatkuvasti ajantasaisena, jonka ansiosta ohjelmistoihin ei ole

yhtiön mukaan kertynyt juurikaan teknologiavelkaa. Siten tuotekehityksen fokus voi jatkossakin olla uusien, ohjelmiston kilpailukykyä parantavien ratkaisujen kehittämisessä.

Lemonsoftin teknologiavalinnoissa johtavana ajatuksena on käyttää uutta, mutta markkinoille vakiintunutta teknologiaa. Ohjelmisto-arkkitehtuurin vakaus, luotettavuus ja ajantasaisuus ovat myös olennaisia kriteerejä potentiaalisten yritysostokohteiden valinnassa. 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 käyttäjäprofileja 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 yhtiön kohdetoimialoilla. 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 5/7

## SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Lemonsoftin liikevaihdosta 76 % (2020) perustuu jatkuviin SaaS-tuottoihin. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan tyyppillisesti kuukausittain. Keskimääräinen asiakas tuottaa Lemonsoftille noin 322 euroa SaaS-tuloja 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. Vuonna 2020 jatkuvan laskutuksen nettopito (Net Revenue Retention, NRR) oli 108 prosenttia, mikä kertoo hyvin terveellä pohjalla olevasta SaaS-liiketoiminnasta.

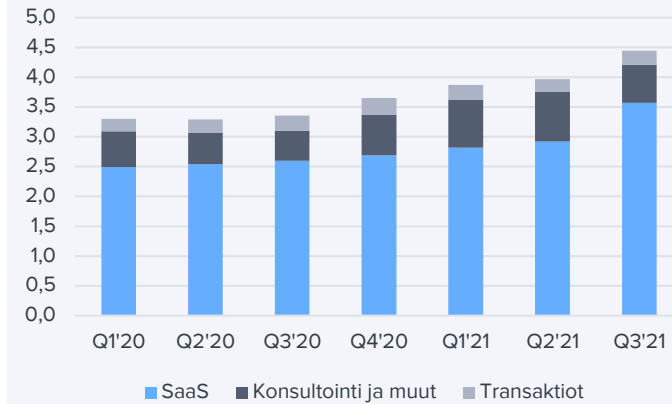
Lemonsoftilla ei ole pitkiä monivuotisia sopimuksia, mutta asiakaspoistumaa rajoittaa se, että ERP on asiakkaalle liiketoimintakriittinen järjestelmä. Lemonsoft on vahvasti kiinni asiakkaan ydinprosesseissa ja järjestelmän vaihtaminen on työläs projekti. Siten asiakaspoistumaa syntyy lähinnä luontaisten syiden eli konkurssien ja yritysjärjestelyiden kautta. Lemonsoftin jatkuvaan laskutukseen perustuva asiakaspoistuma vuoden 2021 ensimmäiseltä 9 kuukaudelta oli vain 1,6 % ja vuosina 2018-2020 luku on ollut 2,3-3,4 %. Matala asiakaspoistuma kertoo edellä mainitun lisäksi korkeasta asiakastyytyväisyydestä ja ohjelmiston kilpailukyvästä 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.

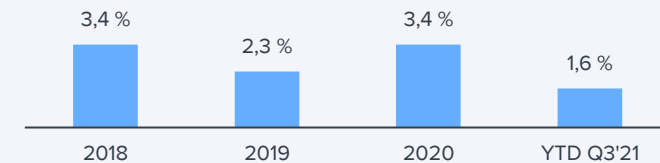
## Transaktioliikevaihto

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 2020 Lemonsoftin liikevaihdosta 7 % tuli transaktioista. Liikevaihdon kehitys on historiassa ollut hyvin tasaista ja ennustettavaa, jonka vuoksi transaktioperusteinen liikevaihto on SaaS-tuottojen tyyliin laskettavissa jatkuvaluonteiseksi. Arvioimme mukaan transaktioliikevaihto on myös kannattavuudeltaan Lemonsoftille erittäin korkeakatteista. Arvioimme transaktioliiketoiminnan kasvavan tulevina vuosina suunnilleen SaaS-kasvun mukaisesti, kun sekä uudet että nykyiset Lemonsoftin ERP-järjestelmän käyttäjät hyödyntävät myös LemonHUBin palveluita.

Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin (MEUR)



Asiakaspoistuma (churn) ollut hyvin matala



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

## Skaalautuvuus ja sen ajurit

Lemonsoftin liiketoimintamallia on rakennettu alusta lähtien monistettavuus, skaalautuvuus ja jatkuvuus silmällä pitäen. Jatkuvan laskutuksen osuus yhtiön liikevaihdosta oli viime vuonna 83 %, joka muodostuu voimakkaasti skaalautuvista SaaS- ja transaktiotuotoista. Liiketoimintamallin voimakkaan skaalautuvuuden ansiosta Lemonsoftin kannattavuus on noussut jo erittäin hyvälle tasolle (oik. EBIT-%: 33 %) sekä absoluuttisesti että erityisesti 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 pitkällä aikavälillä näemme siinä korkeintaan lievää parannuspotentiaalia. Pääosa materiaalit ja palvelut -kuluerästä syntyy palvelinkuluista sekä muista ulkopuolisista palveluista, jotka liittyvät pitkälti transaktiopalveluiden tarjoamiseen.

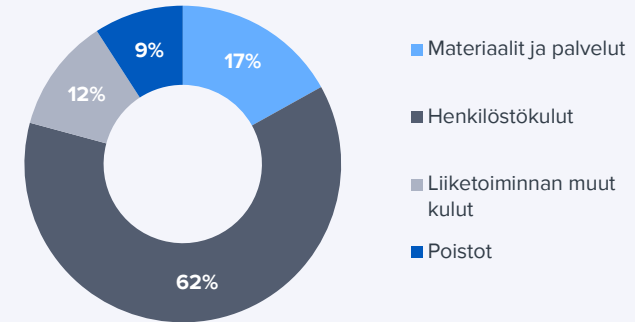
Lemonsoftin merkittävin kustannuserä on ohjelmistoyhtiöille tyypilliseen tapaan henkilöstökulut (2020: 45 % liikevaihdosta), jotka voidaan jakaa karkeasti neljään osaan: 1) tuotekehitys, 2) myynti- ja markkinointi, 3) asiakaspalvelu ja 4) hallinto.

Lemonsoftin henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on pysytellyt viime vuosina vakaana noin 45 %:ssa, mutta näemme kuluerässä eniten skaalautumispotentiaalia yhtiön kasvun jatkuessa. Henkilöstökulujen skaalautumista jatkossa tukevat nähdäksemme muun muassa seuraavat tekijät:

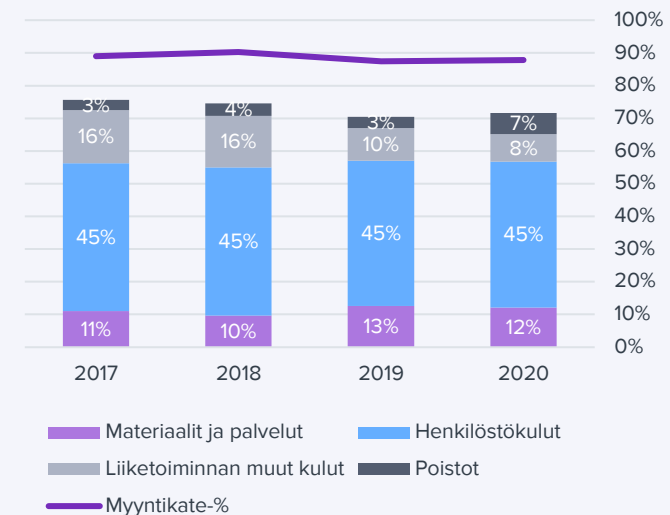
1. Lemonsoftin tuote on kokonaisuutena katsoen melko kypsässä kehitysvaiheessa, ja siten arvioimme tuotekehityspanostusten suhteellisen osuuden liikevaihdosta laskevan tulevina vuosina
2. Lemonsoftin tuotekehityksen hajautuminen useaan eri kaupunkiin Suomessa sekä pysyvä etätyömahdollisuus tuovat joustavuutta rekrytointeihin ja auttavat palkkainflaation hallitsemisessa kovasti kilpailuilla osaajamarkkinoilla
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 viime vuonna vain 8 % liikevaihdosta, joten skaalautumispotentiaali on nähdäksemme hyvin rajallinen. Yhtiön henkilöstö ja toimipisteet sijaitsevat merkittävilta osin pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä selittää kulujen maltillista tasoa.

Kustannusten jakauma 2020 (% kustannuksista)



Kulurakenne %-liikevaihdosta ja myyntikate



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

## SaaS-malli

### Lemonsoft käynnisti muutoksen SaaS-yhtiöksi hyvissä ajoin 2010-luvun alussa

Siirtymä pilviaikakaudelle on aiheuttanut ohjelmistoteollisuudessa useilla alueilla kilpailukentän uusjaon, eikä Lemonsoftin toimiala ole tässä suhteessa poikkeus.

Lemonsoft toteutti pilvisiirtymän onnistuneesti jo 2010-luvun alkupuolella, eikä sillä ole tänä päivänä juurikaan vanhaa lisenssipohjaista ohjelmistoteknologiaa tai liiketoimintamallia rasitteenaan. Siirtymä SaaS-malliin on ohjelmistoyhtiölle usein kivulias ja pitkä, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi yhtiön toimintakulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan, tuotekehitykseen ja kassavirtoihin.

SaaS-malli poikkeaa merkittävästi perinteisestä ohjelmistomyynnin kertalisenssimallista 1) liiketoimintamallin (esim. jatkuvat vs. kertatuotot), 2) ohjelmistojen toimitus- ja ylläpitomallin (pilvi vs. paikallinen infra) ja 3) yhtiön operatiivisen toimintamallin kautta (esim. skaalautuvuus). Näin ollen SaaS-yhtiöt eroavat perinteisistä ohjelmistoyhtiöistä tuotto-, kassavirta- ja riskiprofiililtaan.

Kasvunäkymistä ja muista SaaS-mallin hyödyistä johtuen SaaS-yhtiöitä hinnoitellaan tyypillisesti kehitysvaiheesta riippuen hyvin erilaisilla arvostuskertoimilla verrattuna perinteisiin ohjelmistotoimittajiin, joiden liiketoiminta on usein vahvaa kassavirtaa tuottavassa ”ylläpitotilassa”.

### SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti kaikissa ohjelmistosegmenteissä. Esimerkiksi Gartner on arvioinut SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 19 % vuosina 2020-2022. Perinteisten kertalisenssi-ohjelmistojen markkinakasvun odotetaan olevan vain muutamia prosentteja. SaaS-markkinoiden kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle.

### SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

- Perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin verrattuna tyypillisesti matalampi käyttöönotokynnys ja -kustannus, koska ohjelmisto voidaan ottaa selaimella käsin käyttöön ilman suuria alkuinvestointeja ja integraatioprojekteja.
- Tasaisemmat, ennakoitavammat ja liiketoiminnan volyymin mukaan joustavat ohjelmiston käytön kustannukset.
- Jatkuva kehitys ja ylläpito: SaaS-ohjelmistoa ylläpidetään ja päivitetään keskitetysti ohjelmistotoimittajan toimesta, mikä laskee asiakkaan järjestelmien ylläpitoon ja tukeen liittyviä kustannuksia. Ohjelmisto on jatkuvasti ajantasainen ja päivitetty.
- Joustavammat etä- ja mobiilikäyttömahdollisuudet.

### SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- Suurempi osuus ohjelmistoratkaisun

arvoketjusta ja liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä ohjelmistoratkaisua korkeammaksi.

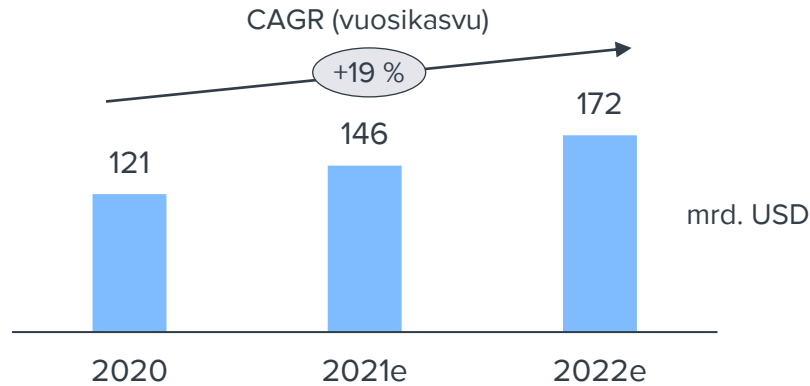
- Kuukausimaksut tuovat liikevaihtoon ja kassavirtaan jatkuvuutta ja ennustettavuutta.
- Kustannusrakenne skaalautuu asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.
- Mahdollisuus myydä kustannustehokkaasti uusia toiminnallisuuksia olemassa olevaan asiakaskuntaan.
- Tuotekehityssykli ja ohjelmistotuotanto nopeutuvat pienentäen asiakaspoistuvuuden riskiä, sillä ohjelmistosukupolven vaihtuminen ei muodosta epäjatkuvuuskohtaa asiakkuuteen.

### SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- Korkea kasvupotentiaali, joka syntyy ohjelmistomarkkinan transformaatiosta SaaS-malliin ja asiakkuuksien laajentumisesta.
- SaaS-yhtiöiden kannattavuuspotentiaali on korkea pitkällä aikavälillä skaalautuvuuden myötä.
- Korkea tuottojen jatkuvuus ja hyvä ennustettavuus alentaa kassavirtojen riskiprofiilia.
- Etupainoiset kustannukset suhteessa tasaisesti yli ajan kertyviin tuottoihin heikentävät SaaS-yhtiöiden kannattavuutta ja kassavirtaa voimakkaan kasvun vaiheessa.

# SaaS-mallin suosion ajureita

Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan vahvasti lähivuosina



SaaS-mallin erot perinteiseen (On-Premise<sup>1</sup>) ohjelmiston toimitusmalliin

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

## 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 arvion mukaan sen nykyisen saavutettavissa olevan markkinan koko on noin 290 MEUR. Arvioon on päästy käyttämällä Lemonsoftin nykyistä keskimääräistä asiakaskohtaista vuosilaskutusta (~3500e) sekä ERP-järjestelmien keskimääräistä penetraatioastetta (~43 %) suomalaisessa yrityskehityksessä yhtiön tämän hetkiseen potentiaaliseen asiakaskuntaan (>192 tuhatta yritystä).

Toimialoittain Lemonsoftin markkinapotentiaali jakautuu yritysten lukumäärällä mitattuna 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 arviomme mukaan korkeimmillaan teollisuudessa sekä tukku- ja erikoistavarakaupassa. Vuoden 2021 ennustetulla liikevaihdolla yhtiön markkinaosuus nykyisestä kohdemarkkinasta on kokonaisuudessaan vasta noin 6 %.

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, mikä on lähes kolminkertainen summa nykyiseen keskilaskutukseen nähden. 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 yleistymisen on laskenut viime vuosina ohjelmistojen käyttöönoton kynnystä etenkin pienissä yhtiöissä. Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokehityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin onkin lisääntynyt viime vuosina. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2019 ERP-järjestelmä oli käytössä 43 %:lla suomalaisista yhtiöistä, kun vastaava lukema vuonna 2009 oli 16 %. Suuremmista yli 100 henkilöä työllistävästä yrityksistä ERP oli käytössä jo 84 %:lla, kun taas alle 50 henkilön yrityksissä luku jää alle 50 %:iin.

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 alkuvaiheessa. Halukkuus ja valmius pilvipalveluiden käyttöönottoon on kuitenkin Suomessa korkea ja pääasiasiallinen pilvipalveluiden käyttöönoton este on tutkimusten mukaan tietämyksen puute. Arvioimme, että muiden ohjelmistomarkkinoiden tapaan siirtymä joustavuutta, tehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin tulee jatkamaan voimakkaana Lemonsoftin kohdetoimialoilla. Arvioimme pilvisiirtymän parantavan Lemonsoftin kasvupotentiaalia suhteessa toimialan kasvuun yhtiön pilvipohjaisen ERP-järjestelmän voittaessa markkinaosuuksia perinteisiltä ohjelmistoilta.

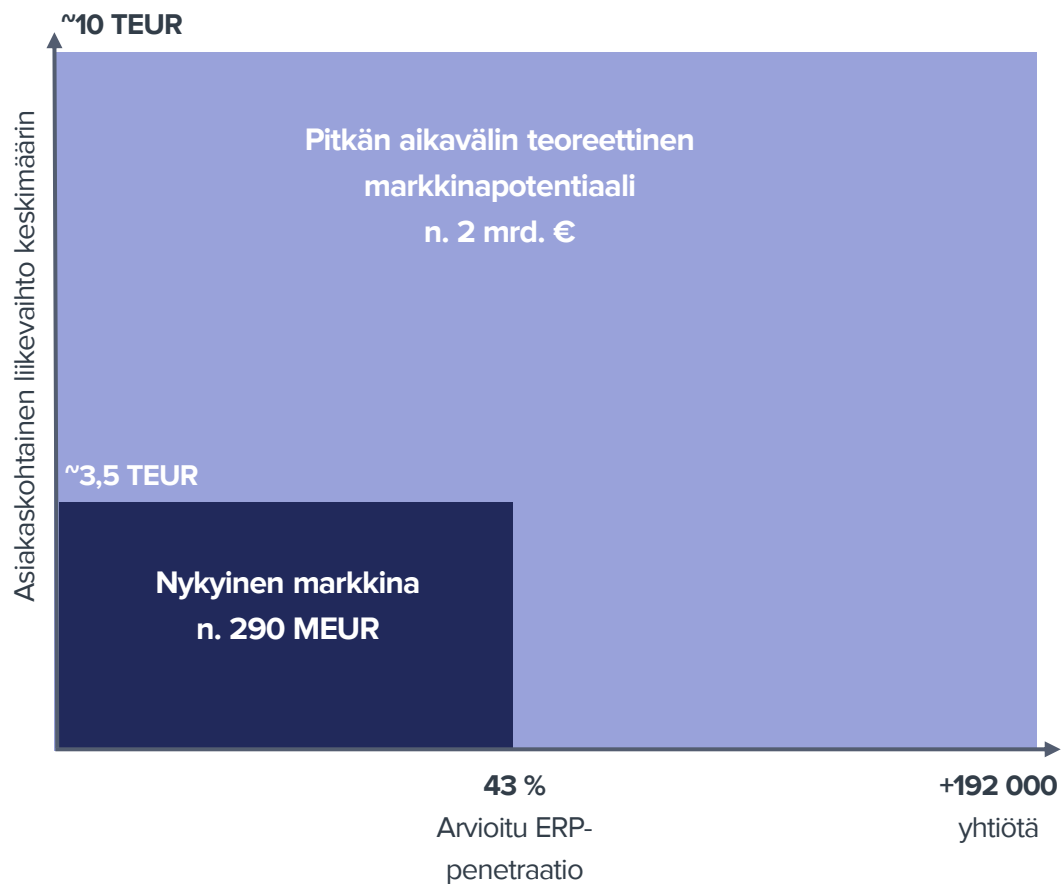
## Hajautunut asiakaskunta tasoittaa suhdanneriskejä

Lemonsoftin asiakastoimialoista rakentaminen ja teollisuus ovat keskimääräistä huomattavasti suhdanneherkempiä toimialoja. Tämä voi siten vaikuttaa kohdemarkkinoiden luontaiseen poistumaa (konkurssit, yrityskaupat) ja sitä kautta Lemonsoftin lyhyen aikavälin kasvunäkymiin. Teollisuuden ja rakentamisen osuus Lemonsoftin liikevaihdosta oli viime vuonna noin 32 %, joten asiakasportfolion laaja toimialahajautus tasoittaa suhdanteisiin liittyviä riskejä. Kuitenkin esimerkiksi koronapandemia on yleisesti hidastanut ERP-järjestelmien myyntiä ja käyttöönottoja, mikä on osittain hidastanut myös Lemonsoftin kasvua viime vuosina. Koronan kiihdyttämä digitalisaatioalalta kuitenkin taas tukee jatkossa kysyntää yritysten toimintaa digitalisoiville ja automatisoiville ratkaisuille.



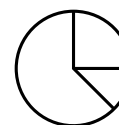
# Lemonsoftin markkinapotentiaali

## Arvio Lemonsoftin markkinapotentiaalista



## Markkinapotentiaali asiakastoimialoittain

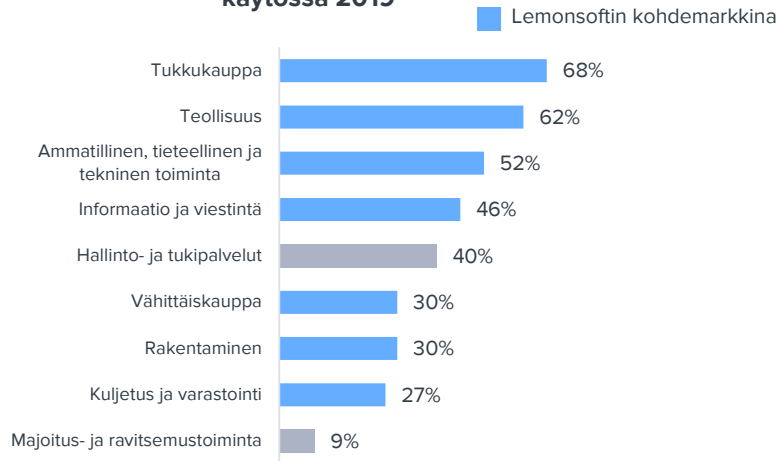
Toimiala	Asiakkaiden lukumäärä	Potentiaalisia asiakkaita
Teollisuus	~900	+15 000
Tukku- ja erikoistavara-kauppa	~1000	+34 000
Asiantuntijapalvelut	~1800	+108 000
Rakentaminen	~600	+31 000
Tilitoimistot	~300	+4000
Muut*	~2000	-
<b>Yhteensä</b>	<b>~6600</b>	<b>+192 000</b>



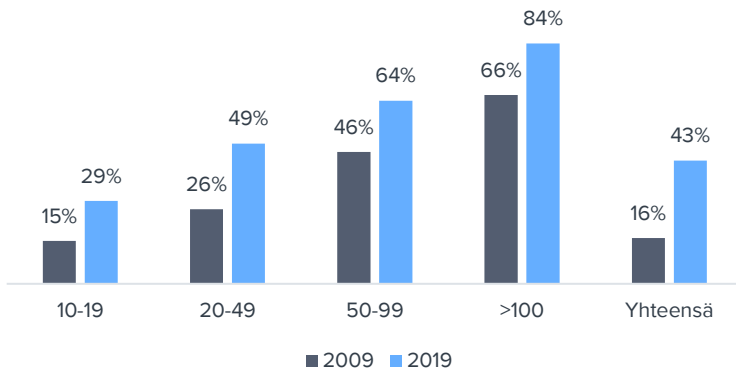
Vuoden 2021 ennustetulla liikevaihdolla Lemonsoftin markkinaosuus nykyisestä kohdemarkkinasta (290 MEUR) on noin 6 %.

# Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

## Suomalaiset yritykset, joilla ERP käytössä 2019

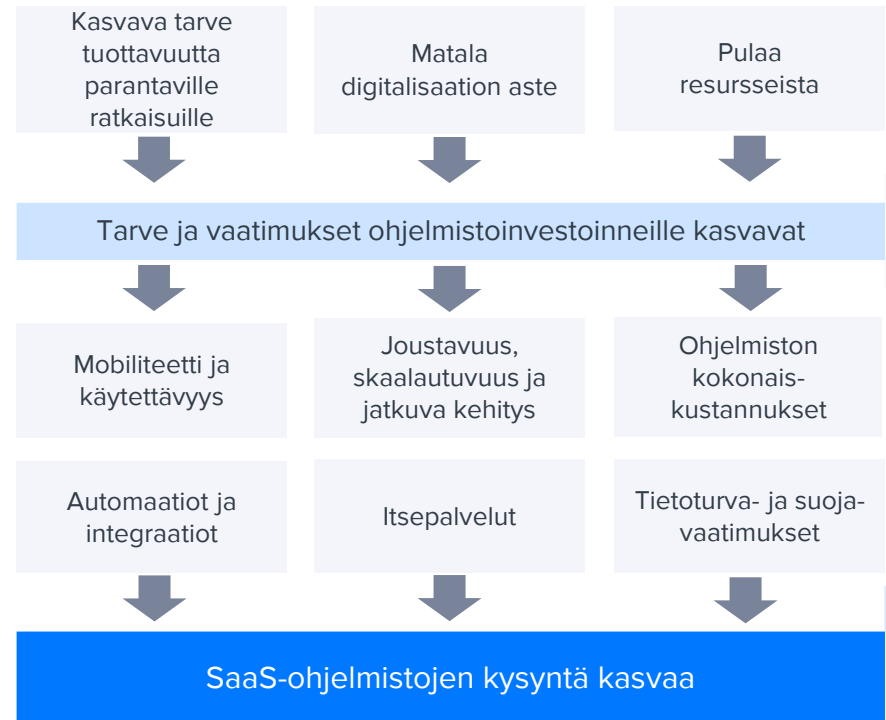


## ERP-järjestelmää käyttävien yhtiöiden osuus Suomessa yritysten henkilöstömäärän mukaan



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. Lemonsoftin ydinkohderyhmää ovat esimerkiksi 10-250 henkilöä työllistävät yritykset. 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 toiminallisuuksia 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 toiminallisuuksiltaan kevennetyillä ohjelmistoratkaisuilla, kuten LemonSmart.

## Pääkilpailijat

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 suorilla kilpailijoilla, 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 integroitua, toimialan erityistarpeet kattavia ja taloushallinnon toimintoja osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja. Näitä ovat perinteisistä suurista IT-taloista Visma, pääosin taloushallinnon ohjelmistoratkaisuja tarjoavat Accountor ja Heeros, rakennusalan ERP-ratkaisuihin 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 liikevaihdolla 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

Ei ERP-ohjelmistoa	Toimialakohtaiset ERP-ohjelmistot					Räätälöidyt ERP:t
	<p> Teollisuus</p> <p>lemonsoft ●</p> <p> oscar software</p> <p> VISMA</p> <p> admicom</p>	<p> Tukku- ja erikoistavara-kauppa</p> <p>lemonsoft ●</p> <p> oscar software</p> <p> DL SOFTWARE Business Solutions</p>	<p> Asiantuntija- ja palveluala</p> <p> VISMA</p> <p>lemonsoft ●</p> <p> PLANMILL*</p> <p> Heeros</p>	<p> Rakentaminen</p> <p> admicom</p> <p>lemonsoft ●</p> <p> finago ecom<sup>+</sup></p> <p> SmartCraft BETTER DIGITAL TOOLS</p>	<p> Tiltoimistot</p> <p> finago<sup>a+</sup></p> <p> VISMA</p> <p> Heeros</p> <p>lemonsoft ●</p>	<p> Suuret organisaatiot</p> <p> SAP</p> <p> ORACLE</p> <p> Microsoft</p> <p> IFS</p>

## Lemonsoftin kilpailutekijät

- + Markkinoiden kokonaisvaltaisin SaaS-malliin pohjautuva pk-yritysten ERP
- + Ottaa huomioon toimialakohtaiset erityispiirteet ja tarpeet
- + Helppo ja kustannustehokas käyttöönotto
- + Vahva markkina-asema ja kilpailukyky kaikissa asiakasvertikaaleissa
- + Monia kilpailijoita vahvemmat tuotekehitysresurssit
- Ei sovellu hyvin asiakkaille, jotka vaativat pitkälle vietyä räätälöitävyyttä (suuret yritykset)
- Ydinohjelmiston laajentaminen ulkomaille vaatisi näkemyksemme mukaan merkittäviä lokalisointi-investointeja
- ”Kuluttajamainen” ohjelmiston käyttökokemus rajallinen

# Kilpailukenttä 2/2

## 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 merkittävää 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 selvää 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, mikä alentaa ohjelmiston käyttöönottokynnystä.

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 kynnystä. Myös uusille ulkomaisille kilpailijoille kynnys on korkea, sillä suomalaiset toimialakohtaiset ERP-markkinat vaativat vahvan tuotteen lisäksi paljon lokalisointia 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 tulevaisuudessa

Yritysjärjestelyaktiiviteetti Lemonsoftin kohdemarkkinoilla on lisääntynyt ja Lemonsoft on myös itse aktiivisesti mukana alan konsolidaatiossa kuskien paikalla. Rakentamisen ja teollisuuden toimialoilla Lemonsoftin vahva kilpailija Admicom kartoittaa myös aktiivisesti yritysostoja.

Tänä päivänä Lemonsoft kohtaa osittain kilpailua myös pohjoismaisten toimijoiden suunnalta, jotka ovat tulleet Suomen markkinalle yritysostoin. Esimerkiksi kesäkuussa 2021 Norjassa pörssiin listautunut, rakennusalan ohjelmistoratkaisuja toimittava Smartcraft osti vuonna 2020 noin 2,3

MEUR:n liikevaihtoa tekevän Congridin noin 8,8 MEUR:n kauppahinnalla. Lisäksi yhtiö osti toukokuussa 2021 noin 0,9 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Homerunbynetin noin 3,4 MEUR:lla.

Kesäkuussa 2021 Administer kertoi ostavansa noin 8 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevan Emce Solution Partner Oy:n. Lisäksi maaliskuussa 2021 noin miljoonan euron liikevaihtoon nopeasti kasvanut GBuilder keräsi 2 MEUR rahoitusta pääomasijoittajilta. Lokakuussa tanskalainen ohjelmistoyhtiö EG osti rakennusalan ERP-ohjelmisto Jydacomin (liikevaihto n. 8 MEUR) TietoEVRY:ltä. Samaan aikaan pääomasijoittajan rahoittama EG osti 1,6 MEUR:n liikevaihtoa tekevän SilverBucketin.

Marraskuussa 2021 Heeros osti asiantuntijayhtiöiden toiminnanohjaukseen keskittyvän SaaS-yhtiö Taimerin ja laajeni siten Lemonsoftin kilpailijaksi asiantuntija- ja palveluvertikaalissa. Taimerin viimeisen 12kk liikevaihto oli noin 1,1 MEUR ja kaupan arvostus vastasi noin 5,2x EV/S-kerrointa.

Joulukuussa 2021 Admicom puolestaan vahvisti tuotekehitysresurssiaan ja asemiaan talotekniikan ja rakentamisen toimialoilla Aitio Finland ja Hillava-yritysostolla. Kohteiden liikevaihto on tänä vuonna arviolta noin 2,6 MEUR ja maksettu kauppahinta vastasi noin 3,4x EV/S-kerrointa.

# 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. Markkinan parhaalla asiakaskokemuksella yhtiö pyrkii pitämään asiakkaansa uskollisena, mikä tarkoittaa pitkiä asiakassuhteita ja matalaa asiakaspoistumaa.

Lemonsoftin mukaan sen keskimääräisessä asiakaskohtaisessa vuosilaskutuksessa (3,5 TEUR) on merkittävää nousupotentiaali, sillä vain harvat asiakkaat käyttävät ohjelmistoa sekä muita lisämoduuleja täysimääräisesti. Lisäksi transaktioliiketoiminnan kasvattaminen tukee asiakaskohtaisen laskutuksen kasvua. Lemonsoft pyrkii jatkossa 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 yritystostojen ja tuotekehityksen myötä. Siten kasvun kannalta on kriittistä, että palvelut on hinnoiteltu optimaalisesti, jotta lisä- ja ristiinmyyntipotentiaali saadaan ulosmitattua täysimääräisesti. Yhtiöllä on historiasta jo näyttöjä onnistuneesta lisä- ja ristiinmyynnistä ja tulevien vuosien kasvutavoitteet on saavutettavissa myyntipanostuksia ja

myyntiorganisaatiota kasvattamalla.

## Taloudelliset tavoitteet

Lemonsoftin taloudellisina tavoitteina on saavuttaa 40 MEUR:n liikevaihto ja 40 %:n oikaistu liikevoittomarginaali vuoteen 2025 mennessä. Kasvutavoite on pelkästään orgaaniselle kasvulle, jonka päälle tulevat vielä strategian mukaiset yritysjärjestelyt.

Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii laskelmiemme mukaan keskimäärin vuosittain noin 21 %:n orgaanista kasvua 2022-2025. Tavoite on kunnianhimoinen, mutta näkemyksemme mukaan saavutettavissa erinomaisella strategian toteuttamisella. Kannattavuustavoite on puolestaan hyvinkin saavutettavissa, kun huomioidaan Lemonsoftin skaalautuva liiketoimintamalli ja jo ennestään vahva kannattavuus (2020: 32,6 %).

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.

## Yritysostrategia

Yritystostot ovat keskeinen työkalu Lemonsoftin strategiassa ja yhtiö on joulukuusta 2019 lähtien toteuttanut yhteensä 6 strategiansa mukaista yritysostoa. Yhtiön tavoitteita yritysostoissa ovat:

- Markkina-aseman vahvistaminen nykyisillä toimialoilla
- Laajentuminen uusille toimialoille

- Tuotetarjoaman 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 yritystoston 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.

Lähtökohtaisesti Lemonsoft pyrkii ostamaan valmiiksi kannattavaa liiketoimintaa ja kauppahinnan määrittäminen pohjautuu ensisijaisesti liikevoittokertoimeen. Käsityksemme mukaan tyypillisessä pienemmän kokoluokan (liikevaihto alle 2 MEUR) kaupassa EV/EBIT-kerroin vaihtelee noin 4-10x välillä. Tämän tyyppisiä kohteita on ymmärryksemme mukaan markkinoilla useita kymmeniä, ja tähän mennessä kaikki Lemonsoftin yritysostot osuvat tähän kokoluokkaan. Yhtiö on myös kiinnostunut suuremmista, noin 2-10 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevista ostokohteista, mutta täällä arvostustasot nousevat useammin esteeksi kaupan toteutumiselle.

# Strategia 2/2

Edellä mainittujen tavoitteiden lisäksi näemme Lemonsoftilla potentiaalia luoda omistaja-arvoa yritysjärjestelyissä hyödyntämällä sen oman pörssilistatun osakkeen ja listaamattomien yhtiöiden välistä arvostuseroa. Paperilla kauppohen omistaja-arvoa luova logiikka on hyvin selkeä, kun matalilla kertoimilla ostettua liiketoimintaa aletaan hinnoitellaan pörssissä Lemonsoftin selvästi korkeammilla kertoimilla. Luonnollisesti tämän sapluunan hyödyntäminen vaatii onnistumisia yritysostojen integroinneissa osaksi Lemonsoftia. Muuten riskinä on, että yhtiön omat arvostuskertoimet laskevat kauppohen myötä, jos ne alkaisivat heikentää orgaanista kasvunäkymää tai liiketoiminnan skaalautuvuutta.

## 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, ja siten kasvun kiihdyttäminen vaatii myyntipanostuksissa onnistumista.

**Yritysostoihin liittyvät riskit:** Yritysostot ovat keskeinen osa Lemonsoftin strategiaa ja etenkin pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalin nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen. Yrityskauppohen 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 kiristyviin 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:

- Tavoitteena kasvattaa liikevaihto orgaanisesti 40 MEUR:oon vuoden 2025 loppuun mennessä
- Tavoitteen saavuttaminen vaatii keskimäärin noin 21 %:n orgaanista vuosikasvua 2022-2025
- Kasvutavoite on kunnianhimoinen, mutta näkemyksemme mukaan saavutettavissa erinomaisella strategian toteuttamisella
- Tämän lisäksi kasvua kiihdytetään strategian mukaisilla yritysostoilla

### 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
- Näkemyksemme mukaan kannattavuustavoite on hyvinkin saavutettavissa Lemonsoftin skaalautuva liiketoimintamalli sekä nykyinen vahva kannattavuus (2020: 32,6 %) huomioiden



# Yritysostostrategia

## Lemonsoftin viime vuosien yritysostot

12/2019



- Liikevaihto 0,2 MEUR
- Uutta osaamista

1/2020



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

4/2020



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

4/2021



- Liikevaihto 0,7 MEUR
- Varastohallintaratkaisu teollisuuteen

6/2021



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

8/2021



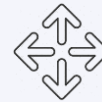
- Liikevaihto 1,8 MEUR, EBIT n. 31 %
- Asiantuntijapalveluertikaalin vahvistaminen

## Yritysostostrategian tavoitteet



### Markkina-aseman vahvistaminen

- Epäorgaaninen 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



### Tuotetarjoon 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, jolloin ohjelmisto on siirtynyt kunnolla kaupallistamisvaiheeseen. Liikevaihto on kasvanut vuoden 2013 3,1 MEUR:sta 13,6 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä, ja keskimääräinen liikevaihdon kasvu vuosina 2014–2020 on ollut noin 23,5 %. Kasvu on ollut valtaosin orgaanista, mutta etenkin viime vuosina myös yritysostojen tukemaa. Vuoden 2021 ensimmäisen 9 kuukauden aikana Lemonsoftin liikevaihto kasvoi 24 %, josta arvioimme orgaanista kasvua olleen noin 13 %-yksikköä. Historiassa orgaanista kasvua on ajanut erityisesti SaaS-uusmyynnin kasvu yhtiön kohdetoimialoilla.

Lemonsoftin tulos ja kannattavuus on liiketoiminnan skaalautuvuuden ansiosta noussut jo erittäin hyvälle tasolle. Oikaistu liikevoitto oli vuonna 2017 2,0 MEUR (25 % lv:sta) ja on kasvanut tästä 4,4 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä. Viime vuoden kannattavuus vastaa vahvaa 33 %:n liikevoittomarginaalia. Lemonsoftin raportoitu liikevoitto (2017–2020: 25–30 % lv:sta) rasittavat pääasiassa yrityskauppoihin liittyvät liikearvon poistot.

Vaikka Lemonsoftin kannattavuus on jo erittäin hyvällä tasolla, on siinä edelleen parantamisvaraa, mitä myös yhtiön taloudelliset tavoitteet heijastelevat. Siten keskipitkällä aikavälillä tuloskasvun ajurina toimii liikevaihdon kasvun lisäksi paraneva kannattavuus. Vertailun vuoksi Lemonsoftin kilpailija Admicom yltää noin 45 %:n oikaistun liikevoittoon. Admicom on strategiassaan kuitenkin vielä vahvemmin fokusoitunut muutamille asiakastoimialoille, jolloin tuotteen kehitykseen riittää hieman pienempi tiimi.

## 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 2020 6,1 MEUR ja vastasivat noin 45 % liikevaihdosta. Vuoden 2020 lopussa yhtiössä työskenteli 110 ja Q3'21:n lopussa 121 henkilöä (2019: 79). Lemonsoftin henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on pysytellyt viime vuosina vakaana noin 45 %:ssa, mutta näemme kuluerässä eniten skaalautumis-potentiaalia (katso s. 13) yhtiön kasvun jatkuessa.

Lemonsoftin liiketoiminnan muut kulut (toimitilat, markkinointi, hallinto) vastasivat viime vuonna vain 8 % liikevaihdosta, joten skaalautumis-potentiaali on hyvin rajallinen. Nämä kulut ovat pitkälti henkilömäärään ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa.

Lemonsoftin poistot (2020: 0,9 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 aktivoi tuotekehitysmenoja. Siten käyttökate (2020: 4,8 MEUR) toimii melko hyvänä mittarina Lemonsoftin liiketoiminnan tuottamasta rahavirrasta (2020: 4,5 MEUR).

## Tase ja rahoitusasema

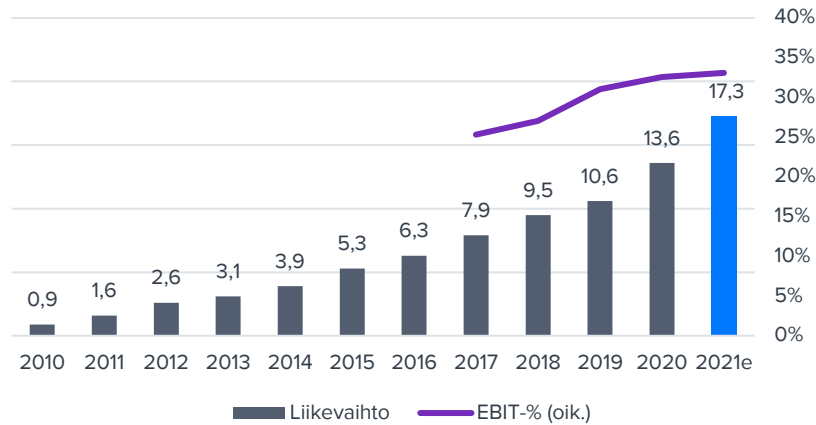
Lemonsoft keräsi listautumisannilla noin 15 MEUR:n bruttovarat, jonka myötä yhtiön jo aiemmin hyvässä kunnossa ollut tase vahvistui entisestään. Ennusteellamme Lemonsoftin omavaraisuusaste on vuoden 2021 lopussa 78 % ja nettovelkaantumisaste -73 %, mikä vastaa noin 16 MEUR:n nettokassaa.

Lemonsoftin liiketoiminta luo vahvaa rahavirtaa, ja matalan investointitarpeen takia yhtiö pystyy pitämään osingonjakosuhteen halutessaan suhteellisen korkeana, riippuen kuitenkin yritysostojen toteuttamistahdista. Kaiken kaikkiaan arvioimme Lemonsoftilla olevan hyvät edellytykset kasvaa orgaanisesti ja toteuttaa yritysostoja vahvan taseen ja korkealle arvostetun osakkeen avulla. Vahvan kassavirtaprofiiliin ansiosta myös vieraan pääoman hyödyntäminen yritysostojen rahoituksessa on järkevää ja velkavivun käyttäminen kuuluukin yhtiön työkalupakkiin.

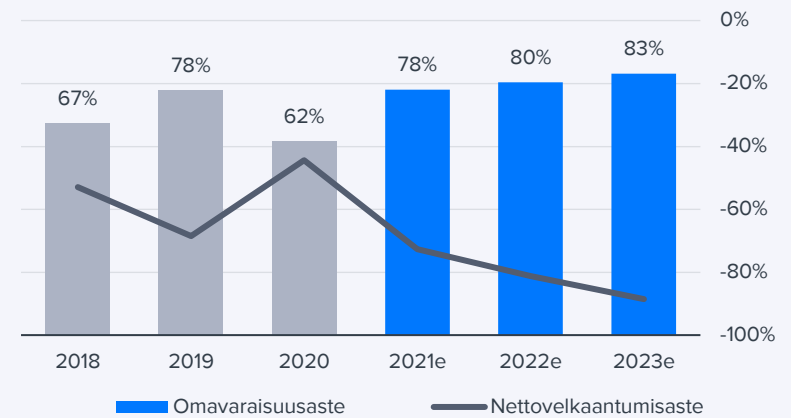
Lemonsoftin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Q3'21 lopussa ennen listautumisantia taseen loppusumma oli 14,8 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (1,2 MEUR), rahavaroista (4,5 MEUR), Vaasan ja Joensuun toimitiloista, jotka näkyvät sijoituksissa (1,5 MEUR) sekä liikearvosta (6,8 MEUR). Vastattavien puolella oma pääoma (7,4 MEUR) koostui enimmäkseen edellisten tilikausien voitoista. Yhtiöllä oli Q3'21 lopussa 3,8 MEUR korollista velkaa, jolla on rahoitettu viimeisimpiä yritysostoja. Muun muassa osto- ja siirtoveloista sekä saaduista ennakoista koostuvat korottomat velat olivat 3,6 MEUR. Siten Lemonsoftin käyttöpääoma on selvästi negatiivinen, eikä kasvu näin ollen sido pääomaa.

# Taloudellinen tilanne

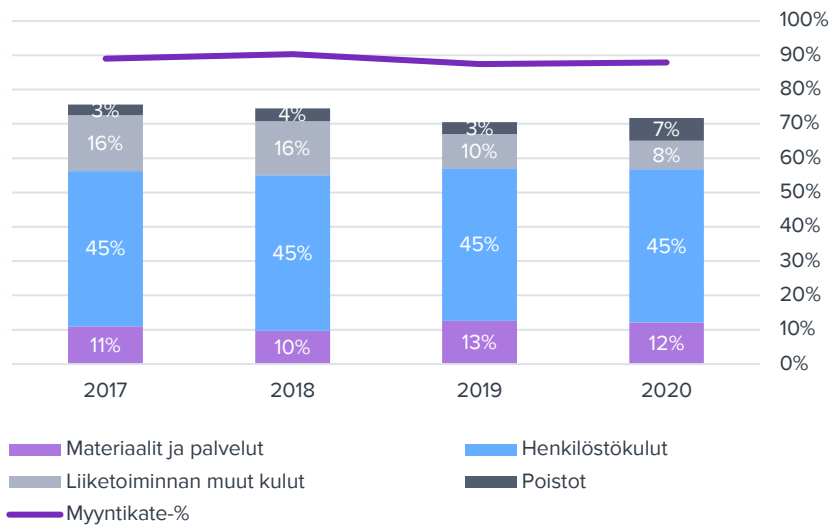
## Liikevaihto ja kannattavuus



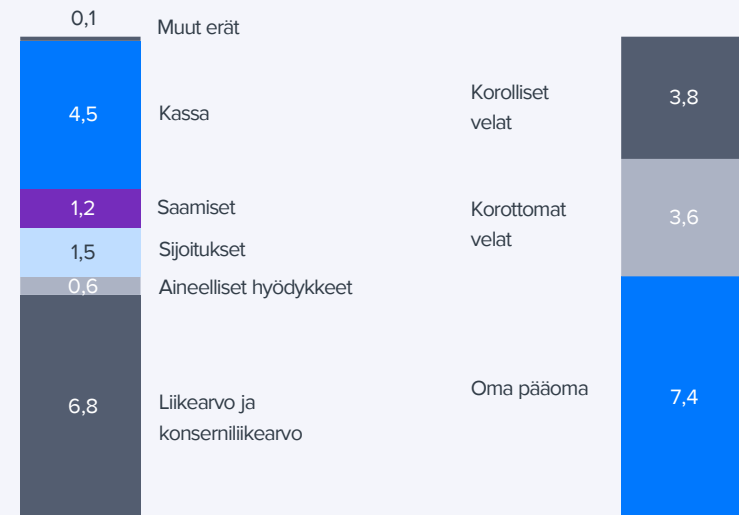
## Taseen avainlukujen kehitys



## Kulurakenne %-liikevaihdosta ja myyntikate-%



## Tase Q3'21 lopussa\*



Lähde: Inderes, \*Ei sisällä vielä listautumisannissa kerättyjä 15 MEUR:n bruttovaroja

# Ennusteet 1/2

## Ennusteet

### 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 myöskään transaktio, koulutus- tai konsultointipalveluita.

Lemonsoftin taloudelliset tavoitteet toimivat lähtökohhtana ennusteillemme, vaikka olemmekin mallintaneet jonkin verran yhtiön kunnianhimoisia tavoitteita maltillisempaa kasvua (2025e lv: 34,1 MEUR vs. tavoite 40 MEUR). Ennustemme 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 kasvun tulevan vuoteen 2025 ulottuvalla strategiakaudella pääasiassa nykyisiltä kohdemarkkinoilta, vaikka uusille toimialoille laajentuminen on myös mahdollista.

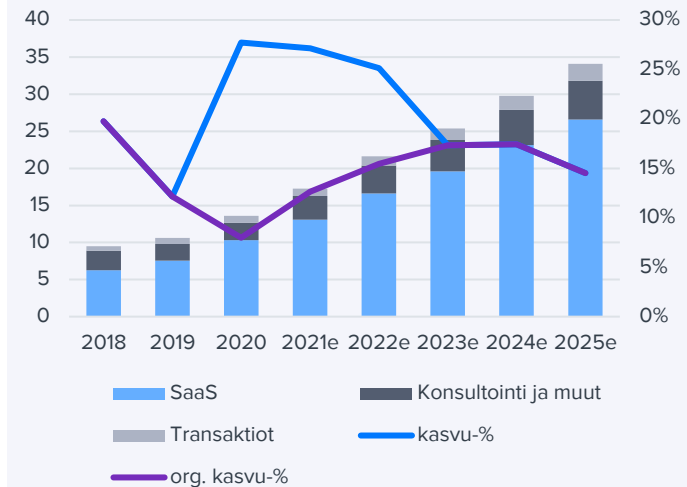
Lemonsoftin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme Lemonsoftin

myyntikatteen pysyvän jatkossa vakaana noin 89 %:n tasolla yhtiön nykyisellä liiketoimintamallilla. Vaikka Lemonsoft investoi lähivuosina entistä voimakkaammin kasvuun, arvioimme että kasvupanostukset eivät tule kuitenkaan yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa heikentämään kannattavuutta. Odotamme kiinteiden kulujen suhteellisen osuuden liikevaihdosta laskevan asteittain tulevina vuosina ja kannattavuuden kohoavan kohti tavoiteltua 40 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin tasoa (2025e: 37 %).

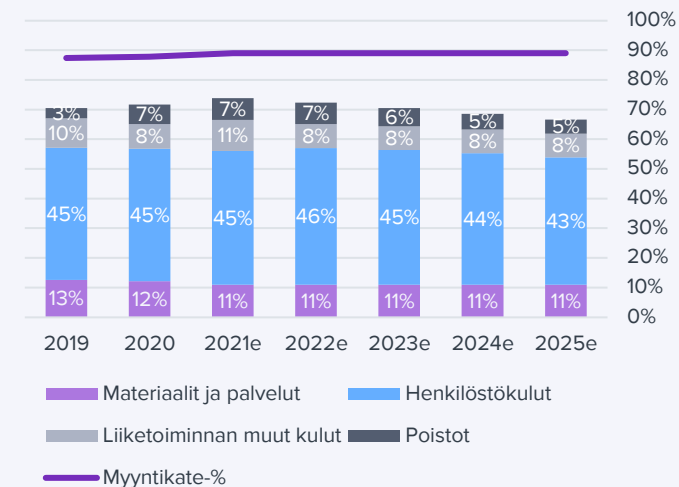
Yleisesti näkyvyys Lemonsoftin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on melko hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu yli 80 %:sti jatkuvaluonteisiin SaaS- ja transaktiotuottoihin. Lähivuosien orgaanisen kasvun kulmakertoimeen liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, kun yhtiö tavoittelee historialliseen tasoon nähden voimakkaampaa kasvua. Lopulta onnistumiset rekrytoinneissa, uusien myyjien sisäänajossa, myynnin tehostamisessa ja markkinoiden haltuunotossa määrittävät pitkälti lähivuosien kasvuvauhdin.

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, joilla voi olla merkittävää vaikutusta Lemonsoftin uusmyynnin kasvuvauhtiin ja asiakaspoistumaan. Koronapandemia on selkeä esimerkki tästä, ja on heikentänyt Lemonsoftin orgaanista kasvuvauhtia vuosina 2020-2021.

### Liikevaihto tuottolajeittain ja kasvu-%



### Kulurakenne %-lv:sta ja myyntikate-%



# Ennusteet 2/2

## Vuosi 2021

Lemonsoft ohjeistaa tälle vuodelle 23-28 %:n liikevaihdon kasvua, mikä vastaa 16,7-17,4 MEUR:n liikevaihtoa. Oikaistun liikevoiton ennakoidaan olevan 30-35 % liikevaihdosta. Ennustemme on linjassa ohjeistuksen kanssa ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 27 % 17,3 MEUR:oon. Oikaistun liikevoiton ennustamme olevan 5,7 MEUR eli 33 % liikevaihdosta.

Ennustemme vaatii Q4:ltä 5,0 MEUR:n liikevaihtoa eli noin 37 %:n kasvua vertailukaudesta. Arvioimme Metsys-, Talosofta- ja viimeisimpänä elokuussa tehdyn PlanMill-yritysoston tuovan Q4:lle epäorgaanista kasvua noin 24 %-yksikköä. Siten ennustemme orgaaniselle kasvulle on 12,5 %:ssa, mikä on samalla tasolla alkuvuodelle arvioimamme orgaanisen kasvuvauhdin (YTD Q3'21: +13 %) kanssa. Olemme mallissamme allokoineet Talosoftan ja PlanMillin liikevaihdon SaaS-tuottoihin ja Metsyksen konsultointiliikevaihtoon.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan tänä vuonna 34 % 0,26 euroon, kun sovellamme listautumisen myötä kasvanutta osakemäärää myös edellisvuosien tuloksiin. Oikaistua tulosta laskettaessa olemme huomioineet yrityskauppojen arvioimamme liikearvon poistot (2021e: 0,85 MEUR), Q3:een mennessä raportoidut muut oikaisuerät (0,3 MEUR) sekä rahoituskuluissa näkyvät listautumisannin järjestäjille maksetut palkkiot (1,1 MEUR). Näin ollen ennustamme raportoidun EPS:n olevan 0,15 euroa.

## Vuodet 2022-2024

Vuodelle 2022 ennustamme 25 %:n kasvua (org. 15 %) ja vakaata oikaistua liikevoittomarginaalia (33 %). Arvioimme mukaan listautumisen myötä nousevat

kulut ja kasvun vaatimat rekrytoinnit jarruttavat kannattavuuden skaalautumista ensi vuonna. Liikearvopoistojen ennustamme olevan noin 1,2 MEUR lähivuosina.

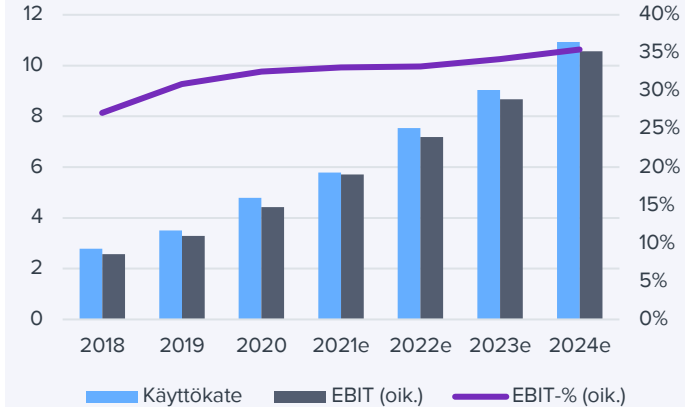
Vuosina 2023-2024 odotamme orgaanisen kasvun kiihtyvän 17 %:iin ja oikaistun liikevoiton nousevan 34-35 %:iin. Odotamme Lemonsoftin jatkavan kasvustrategian mukaisesti henkilöstön määrän ja tuotekehityspanostusten kasvattamista, mutta kulujen nousevan hieman liikevaihdon kasvua hitaammin.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan vuosina 2022-2024 keskimäärin noin 21 % vuodessa ja nousevan 0,46 euroon vuonna 2024. Ennustamme Lemonsoftin jakavan lähivuosina osinkoja noin 50-60 %:n osingonjakosuhteella oikaistusta tuloksesta laskettuna, mikä tarkoittaa tuloksen mukana vuosittain kasvavaa osinkovirtaa.

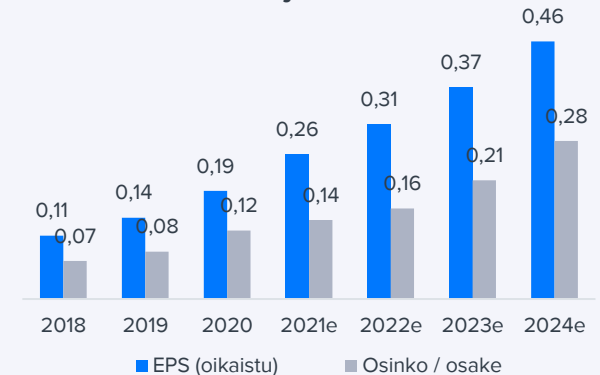
## Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2024 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain ensin vuosina 2025-2026 noin 15-12 %:iin vuodessa ja sen jälkeen keskimäärin reiluun 8 %:iin vuosina 2027-2029. Ikuisuuskasvuoletuksemme on 3,0 % vuodesta 2030 lähtien, jolloin liikevaihto olisi saavuttanut noin 50 MEUR:n tason. 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 liikevoittomarginaalin olevan 40 % vuonna 2030 sekä ikuisuusoletuksessa.

## Käyttökate ja liikevoitto (oik.)



## EPS ja osinko



## Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2025-2030 = +9 %  
Liikevaihdon ikuisuuskasvu (2030-) = 3,0 %  
Liikevoiton (oik.) kasvu: CAGR 2025-2030 = +13 %  
Käyttökate-% / liikevoitto-% 2030 = 41 % / 40 %

# Ennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	H1'21	H2'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>9,5</b>	<b>10,6</b>	<b>13,6</b>	<b>7,8</b>	<b>9,5</b>	<b>17,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>21,6</b>	<b>25,4</b>	<b>29,8</b>
Saas	6,3	7,6	10,3	5,7	7,4	13,1	3,9	4,1	4,3	4,4	16,6	19,6	23,1
Konsultointi ja muut	2,6	2,2	2,3	1,7	1,5	3,1	1,0	1,0	0,7	1,0	3,8	4,2	4,7
Transaktiot	0,6	0,8	1,0	0,5	0,6	1,1	0,3	0,3	0,3	0,4	1,2	1,5	1,9
<b>Käyttökate</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>10,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,9	-0,5	-0,8	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,6	-1,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>6,0</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>6,0</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>
Verot	-0,5	-0,7	-0,9	-0,5	-0,2	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,3	-1,6	-2,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,9</b>	<b>7,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,19</b>	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>0,26</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,31</b>	<b>0,37</b>	<b>0,46</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,10</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,26</b>	<b>0,32</b>	<b>0,40</b>

Tunnusluvut	2018	2019	2020	H1'21	H2'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	19,8 %	12,2 %	27,7 %			27,1 %	36,3 %	34,1 %	18,3 %	15,6 %	25,1 %	17,3 %	17,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	21,4 %	27,9 %	34,9 %			29,0 %					25,7 %	20,8 %	21,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	29,3 %	32,9 %	35,3 %	34,4 %	32,7 %	33,5 %	34,5 %	34,0 %	36,0 %	35,0 %	34,9 %	35,6 %	36,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	27,1 %	30,9 %	32,6 %	31,3 %	34,5 %	33,1 %	32,8 %	32,3 %	34,3 %	33,4 %	33,2 %	34,2 %	35,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	20,1 %	23,3 %	21,9 %	22,0 %	10,2 %	15,5 %	21,4 %	21,0 %	22,6 %	22,3 %	21,8 %	23,3 %	24,8 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva kasvupotentiaali niin orgaanisesti kuin yritysostoin**

2.

**Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli**

3.

**Laaja ja kilpailukykyinen tuoteportfolio pk-yritysten toiminnanohjaukseen**

4.

**Vahva tase, erinomainen rahavirta ja korkealle arvostettu osake tarjoavat hyvät lähtökohdat yritysjärjestelyihin**

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

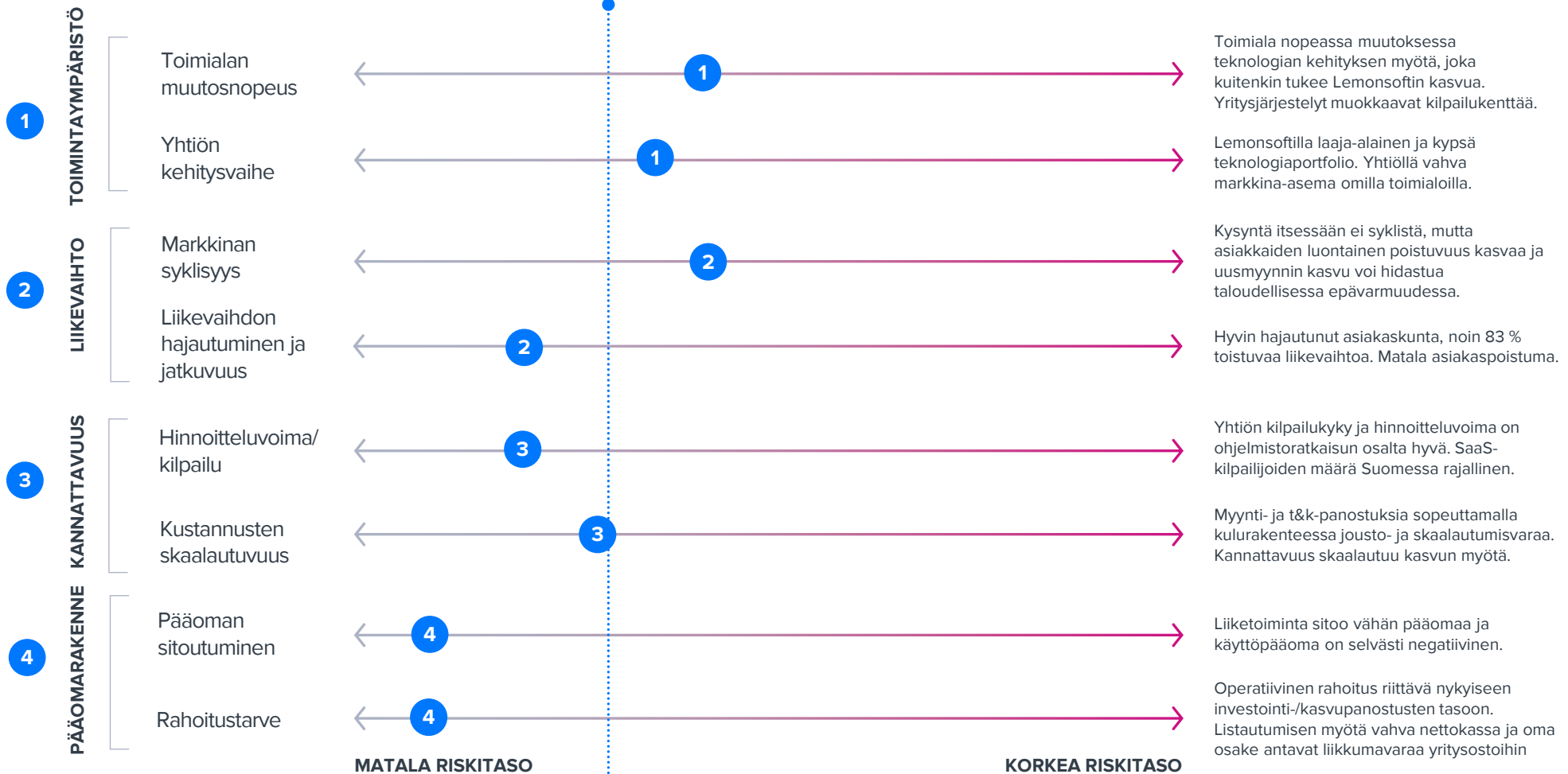
## Riskit



- Kasvavissa myyntipanostuksissa onnistuminen
- Yritysostot ja niiden integrointi
- Tuoteportfolion liika hajautuminen ja fokuksen menettäminen
- Kilpailun kiristyminen
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Avainhenkilöriskit
- Tiettyjen kohdetoimialojen korkea suhdanneherkkyys

# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Lemonsoftin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta





# Arvonmääritys 1/4

## Lemonsoft ansaitsee korkeat kertoimet, mutta nykyarvostus on jo sitruunaisen kirpeä

Ennusteillamme Lemonsoftin vuosien 2021-2022 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 18x-14x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 54x-43x. Kertoimet ovat absoluuttisesti erittäin korkeita, ja mielestämme niissä on painetta alaspäin. Lemonsoftin liiketoimintamallista sekä sijoitusprofiilista löytyy kuitenkin paljon tekijöitä, jotka tukevat osakkeen korkeaa arvostusta. Nykykertoimiin on mielestämme vain hinnoiteltu liikaa hyvää sisään, ja kertoimien kestävyteen liittyvät riskit taittavat osakkeen tuotto/riski-suhteen epäsuotuisaksi.

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 erittäin 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.

Lemonsoftin nykyiset arvostuskertoimet heijastelevat selvästi globaalien SaaS-yhtiöiden viitekehystä, mikä on yhtiön vahvan kasvun- ja kannattavuuden yhdistelmän valossa hyvin perusteltua. Vuosien 2021-2023 ennusteillamme

Lemonsoftin liikevaihdon kasvun (CAGR 23 %) ja keskimääräisen oikaistun liikevoiton (33,5 %) yhdistelmä on erittäin hyvällä tasolla verrattuna SaaS-yhtiöiden mediaanitasoon (kasvu: 21 %, EBIT: 10 %). Huomautamme, että vuosille 2021-2023 Lemonsoftille ennustamastamme kasvusta noin kolmasosa on epäorganista, mikä on syytä huomioida lukuja tarkasteltaessa. Yhtiön tämänhetkinen orgaaninen kasvuvauhti on myös lähivuosille ennustamamme tason alapuolella. Siten yhtiöllä on vielä todistettavaa kasvun kiihdyttämisestä, mitä nykyarvostus kuitenkin jo ennakoii hyvin etupainotteisesti.

Myös PEG-luku kertoo Lemonsoftin osakkeeseen ladatuista kovista tuloskasvuodotuksista. Vuoden 2022 P/E-kertoimella (58x) ja vuosien 2022-2024 keskimääräisellä ennustamallamme tuloskasvulla (21 %) PEG-luvuksi muodostuu noin 2,7x. Taso on korkea ja mielestämme sijoittajan näkökulmasta Lemonsoftin kireät arvostuskertoimet ovat keskeisin riski osakkeen kannalta. Mahdolliset tulospettymykset voisivat aiheuttaa painetta osakkeeseen sekä ennusteikkausten että laskevien arvostuskertoimien kautta.

Aloitamme Lemonsoftin seurannan myy-suosituksella ja 15,0 euron tavoitehinnalla, joka vastaa vuoden 2022 ennusteilla 12x EV/Liikevaihto- ja 35x EV/EBIT-kerrointa. Absoluuttisesti nämäkin kertoimet ovat korkeita, mutta linjassa SaaS-yhtiöiden ja erityisesti Lemonsoftin lähimpien verrokkien arvostustasojen kanssa. Myös DCF-laskelma ja pitkän aikavälin tuotto-odotusta haarukoivat skenaariot tukevat tavoitehintamme mukaista arvostusta. Kaiken kaikkiaan pidämme Lemonsoftia laadukkaana yhtiönä, mutta nykyinen hintalappu pörssissä on vain liikaa.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	18,3	18,3	18,3
Markkina-arvo	326	326	326
Yritysarvo (EV)	310	306	302
P/E (oik.)	69,8	57,6	47,6
P/E	>100	69,1	55,3
P/Kassavirta	19,9	52,3	44,4
P/B	14,6	13,3	11,9
P/S	18,9	15,1	12,9
EV/Liikevaihto	17,9	14,2	11,9
EV/EBITDA (oik.)	53,6	40,6	33,4
EV/EBIT (oik.)	54,3	42,7	34,8
Osinko/tulos (%)	95,4 %	62,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,9 %	1,2 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/4

## Verrokkiryhmän arvostus

Peilaamme Lemonsoftin suhteellista arvostusta laajaan, kansainvälisestä SaaS-yhtiöstä koostuvaan verrokkiryhmään, jonka arvostustaso antaa mielestämme tällä hetkellä parhaan vertailukohdan Lemonsoftin suhteelliselle arvostukselle. Verrokkiryhmän arvostustasoja tarkasteltaessa keskeisin arvostuskerroin on liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin. Useat listatut SaaS-yhtiöt ovat vielä voimakkaan kasvun vaiheessa, eikä niiden kannattavuus ole skaalautunut potentiaaliselle tasolle tai ne ovat tappiollisia. Yhteenveto SaaS-yhtiöiden arvostustasoista suhteessa niiden kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään löytyy sivulta 37.

Tarkastelemme SaaS-yhtiöiden vuosien 2021-2023 ennustetun keskimääräisen liikevaihdon kasvu-%:n ja operatiivisen kannattavuuden (EBIT-%) yhdistelmää, jota suhteutamme vuoden 2022 EV/Liikevaihto-kertoimeen. Kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä huomioi mielestämme pelkkää liikevaihdon kasvuun pohjautuvaa vertailua paremmin erot yhtiöiden skaalautumisessa ja tehokkuudessa.

Muistutamme, että SaaS-yhtiöitä hinnoitellaan tällä hetkellä keskimäärin erittäin korkeilla kertoimilla ja mahdolliset muutokset toimialan arvostustasoissa vaikuttaisivat todennäköisesti myös Lemonsoftille hyväksyttävään arvostustasoon.

Lemonsoftia hinnoitellaan tällä hetkellä 2022e EV/S-kertoimella (14x) noin 30 %:n preemiolla SaaS-verrokkien mediaanitasoon nähden. Pelkästään verrokkeihin peilattaessa Lemonsoftille voitaisiin oikeuttaa vielä suurempikin preemio ennustamallamme vahvalla kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä. Toisaalta yhtiön

huomattavasti verrokkeja pienempi kokoluokka ja monia globaaleja toimijoita rajallisempi markkinapotentiaali painaa hyväksyttävää kertoimia. Ennusteamme myös vaatii orgaanisen kasvun kiihtymistä historiallisilta tasoilta, mihin liittyy vielä tietty epävarmuutta.

Pelkästään globaalien SaaS-verrokkien arvostustasoon perustuen Lemonsoftille voitaisiin hyväksyä ennustamallamme kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä noin 20x EV/S-kerroin. Tämä antaisi yritysarvoksi (EV) noin 432 MEUR ja 2021e nettokassa (16 MEUR) huomioiden osakekannan markkina-arvoksi 24,5 euroa osakkeelta. Edellä mainituista syistä johtuen emme pidä tätä kuitenkaan perusteltuna.

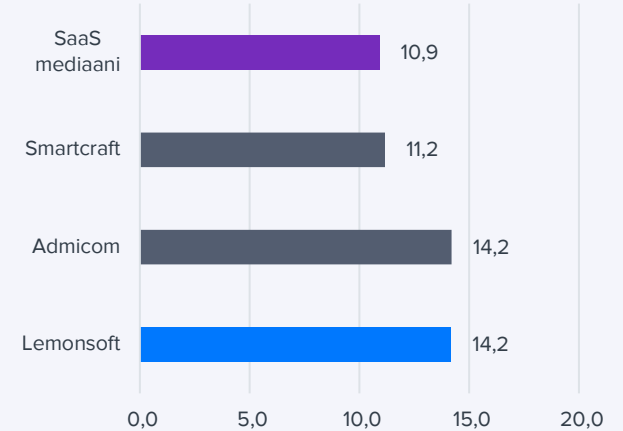
## Yksittäiset verrokkiyhtiöt

Mielestämme parhaat yksittäiset verrokkiyhtiöt Lemonsoftille ovat Admicom ja Smartcraft, jotka ovat yhtiön kilpailijoita tietyillä kohdetoimialoilla (rakentaminen ja teollisuus). Lisäksi yhtiöt ovat kokoluokaltaan sekä kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan hyvin samankaltaisia Lemonsoftin kanssa.

Vuoden 2022 EV/Liikevaihto-kertoimella Lemonsoftin arvostus on Admicomin (14x) tasolla ja Smartcraftia (11x) korkeampi. Lähivuosien ennustettuun kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään peilattuna Lemonsoftin liikevaihtopohjainen arvostus on kireän puoleinen korkealle arvostettuihin verrokkeihin nähden.

EV/EBITDA-kertoimella Lemonsoftin arvostus (41x) on puolestaan tästä kolmikosta selkeästi korkein. Esimerkiksi Admicomiin (30x) peilattuna tämä on osittain perusteltavissa ennustamallamme vahvemalla tuloskasvunäkymällä.

## 2022e EV/Liikevaihto



Lv:n kasvu-%	2021e	2022e	2023e
<b>Lemonsoft</b>	<b>27 %</b>	<b>25 %</b>	<b>17 %</b>
Admicom	13 %	14 %	16 %
Smartcraft	37 %	25 %	17 %
SaaS mediaani	23 %	20 %	19 %
<b>EBIT-%</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Lemonsoft</b>	<b>33 %</b>	<b>33 %</b>	<b>34 %</b>
Admicom	46 %	46 %	46 %
Smartcraft	26 %	32 %	33 %
SaaS mediaani	7 %	9 %	11 %
<b>Rule of 40</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Lemonsoft</b>	<b>60 %</b>	<b>58 %</b>	<b>52 %</b>
Admicom	59 %	59 %	63 %
Smartcraft	63 %	57 %	50 %
SaaS mediaani	30 %	29 %	29 %

# Arvonmääritys 3/4

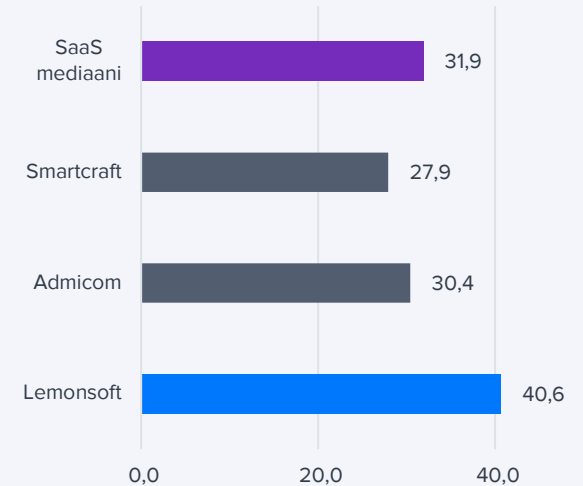
Tämä johtuu siitä, että Lemonsoftilla on kannattavuuden osalta vielä enemmän parantamisvaraa, mutta yhtiöiden orgaaninen kasvupotentiaali on arviomme mukaan suhteellisesti tarkasteltuna samalla pallokentällä. Tulospohjaista arvostuseroa ei pysty mielestämme kuitenkaan kokonaan perustelemaan eroilla yhtiöiden tuloskasvunäkymissä. Kokonaisuudessaan lähimpiin verrokkeihin peilattaessa Lemonsoftin arvostus näyttää tällä hetkellä kireältä.

## DCF-laskelma

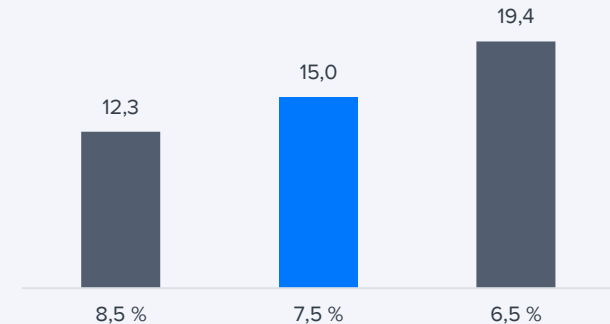
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Lemonsoftille nykyisillä ennusteillamme noin 15,0 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2030-) kasvuodotuksen 3,0 %:iin ja liikevoittomarginaalin 40 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 69 %, mikä kertoo merkittävän osan Lemonsoftin arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista. Kasvuyhtiölle tämä on kuitenkin hyvin perusteltavissa oleva taso.

Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 7,5 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 9,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme WACC:n taso on melko matala, mutta Lemonsoftin liiketoiminnan matala riskiprofiili ja nykyinen alhainen korkoympäristö huomioiden perusteltu. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa. Korkean terminaalijakson painoarvon vuoksi jo prosentin muutoksilla tuottovaateessa DCF-arvossa nähdään voimakasta heilahtelua.

## 2022e EV/EBITDA



## DCF-arvon (EUR) herkkyys eri tuottovaatimuksilla



# Arvonmääritys 4/4

## Skenaariot vuoteen 2025

Tarkastelemme Lemonsoftin osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta vuoteen 2025 katsottuna.

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Lemonsoftin liikevaihdon kasvavan 34,1 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä, mikä tarkoittaa keskimäärin noin 18,5 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua 2022-2025. Kannattavuuden (oik. EBIT-%) ennustamme paranevan 37 %:iin ja oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin tuolloin 22x EV/EBIT-kertoimella. Arviomme mukaan Lemonsoftin kasvunäkymät ovat vuoden 2025 jälkeenkin kohtuullisen hyvät, jolloin suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen perusteltavissa yhtiön erittäin vahvalla kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä. Ennusteidemme kautta laskettu Lemonsoftin

yritysarvo olisi näillä oletuksilla 277 MEUR vuonna 2025. Lisäämällä tähän vuoden 2025 ennustettu nettokassa sekä vuosien 2021-2025 osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 332 MEUR tai 18,2 euroa osakkeelta. Tämä on lähellä osakkeen nykyistä kurssitasoa, joten tuotto-odotus on näillä oletuksilla lähellä nollaa. Olemme havainnollistaneet alla olevassa herkkyyyslaskelmassa, miten muutokset kasvuvauhdissa ja hyväksyttävässä arvostuksessa vaikuttavat perusskenaarion tuotto-odotukseen. Järkevä tuotto-odotus vaatisi selvästi ennusteitamme vahvempaa kasvua sekä entistä korkeampia hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun jäävän 12 %:iin ja kannattavuuden olevan suunnilleen nykytasolla 33 %:ssa. Tässä skenaariossa oletetulla 18x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 195 MEUR tai 10,7 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi noin -12 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Pessimistinen skenaario

kertoo osakkeeseen ladatuista kovista odotuksista. Tässäkin skenaariossa kasvu on kohtuu hyvällä tasolla ja hyväksytyt arvostus melko korkea, mutta siitä huolimatta tuotto-odotus jää merkittävän paljon negatiiviseksi.

Optimistisessä skenaariossa oletamme Lemonsoftin yltävän taloudellisiin tavoitteisiinsa, jolloin liikevaihto kasvaisi 40 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä ja oikaistu liikevoittomarginaali olisi 40 %. Vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin myötä sovellamme tässä skenaariossa 26x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 484 MEUR tai 26,5 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 10 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario vaatisi lähivuosilta erinomaista onnistumista yhtiön strategiassa ja orgaanisen kasvun merkittävää kiihtymistä nykytasoilta. Siitä huolimatta tuotto-odotus olisi vasta kohtuullisen hyvällä tasolla heijastellen osakkeen tuotto/riski-suhteen olevan tällä hetkellä sijoittajan kannalta epäsuotuisassa asennossa.

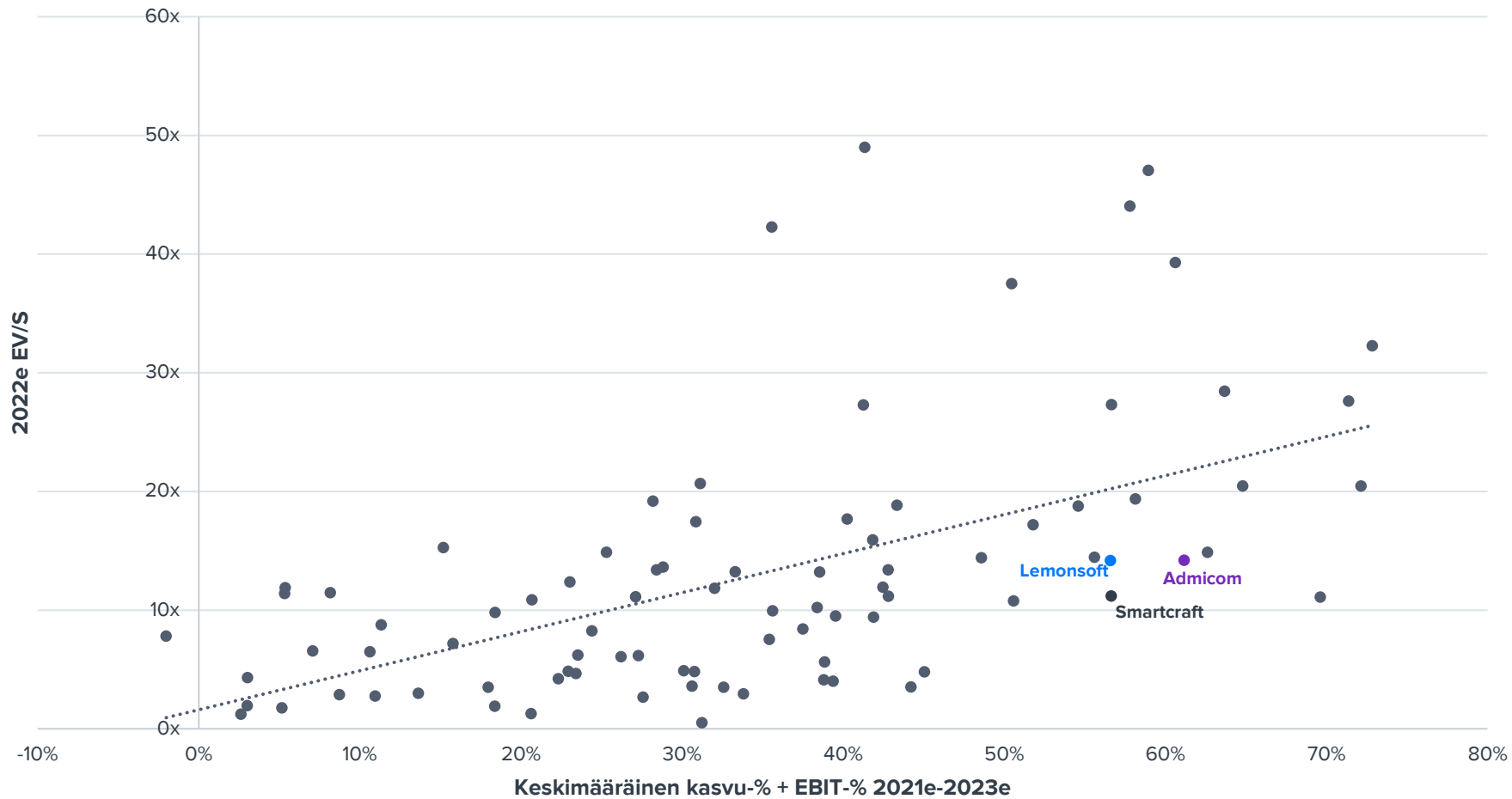
Skenaariot vuoteen 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	27,3	34,1	40,0
Lv:n kasvu-% (CAGR 22-25)	12,1 %	18,5 %	23,4 %
EBIT-% (oik.)	33 %	37 %	40 %
EBIT (oik.)	9,0	12,6	16,0
x hinnoittelukerros (EV/EBIT)	18,0	22,0	26,0
= Yritysarvo 2025e (MEUR)	162	277	416
Nettokassa+osingot 2021-2025	33	55	68
= Osakekannan arvo (MEUR)	195	332	484
Per osake (EUR)	10,7	18,2	26,5
Potentiaali	-40 %	2 %	48 %
Vuotuinen tuotto-odotus	-12 %	0 %	10 %
EV/Liikevaihto vuonna 2025	5,9	8,1	10,4

## Vuotuisen tuotto-odotuksen herkkyyks

EV/EBIT	Liikevaihdon kasvu-%				
	13,5 %	16,0 %	18,5 %	21,0 %	23,5 %
18x	-7 %	-5 %	-4 %	-2 %	0 %
20x	-5 %	-3 %	-2 %	0 %	2 %
22x	-3 %	-1 %	0 %	2 %	4 %
24x	-1 %	0 %	2 %	4 %	6 %
26x	0 %	2 %	4 %	6 %	8 %
28x	2 %	4 %	6 %	8 %	10 %

# SaaS-yhtiöiden arvostustaso

SaaS-yhtiöiden arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



# Verrokkiryhmän arvostus

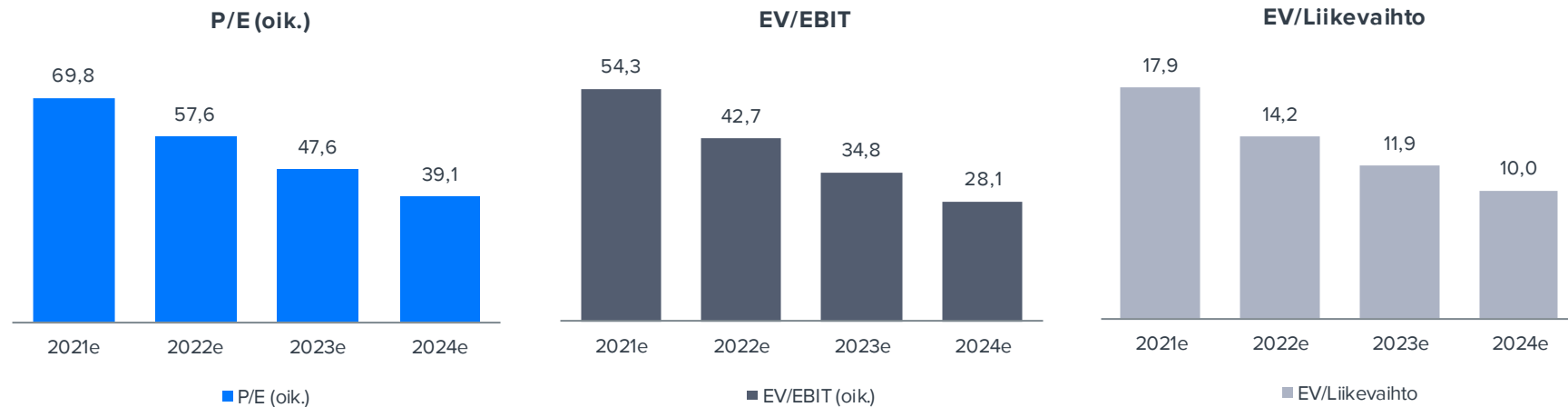
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Admicom Oyj	85,90	415	401	38,8	33,8	34,1	30,4	16,3	14,2	51,7	43,7
Efecte Oyj	13,40	82	75		75,3		75,3	4,4	3,8		165,6
Basware Oyj	29,85	429	492	72,1	42,0	21,4	16,9	3,2	3,0		126,3
FormPipe Software AB	41,60	221	224	36,5	36,8	17,7	20,7	5,0	4,8	48,0	47,2
Fortnox AB	565,50	3362	3354	105,3	71,7	83,9	59,7	36,8	27,6	134,3	94,3
Heeros Oyj	5,42	23	23		22,7	11,4	7,6	2,5	1,9	73,4	24,5
Leaddesk Oyj	20,80	109	111	222,5	74,2	27,8	20,2	4,3	3,5	104,1	52,7
Lime Technologies AB	347,80	446	470	61,2	48,1	35,7	30,2	12,0	10,2	64,7	50,5
Safeture AB	9,98	25	23					8,7	5,9		
Talenom Oyj	11,80	511	553	36,2	30,2	20,2	16,9	6,7	5,6	44,6	37,2
Vitec Software Group AB	542,00	1658	1726	58,4	49,8	30,0	26,3	11,2	9,9	81,3	68,3
Sinch AB (publ)	112,45	8226	7218	224,1	30,6	78,2	22,3	4,8	2,9	120,6	56,3
F-Secure Oyj	4,85	767	756	29,0	24,9	21,5	17,6	3,2	3,0	41,2	32,8
Qt Group Oyj	135,60	3362	3369	114,6	68,8	103,6	67,9	28,9	20,4	145,7	93,7
Simcorp A/S	707,00	3830	3810	29,8	26,4	26,9	24,2	7,8	7,1	38,2	33,5
Artificial Solutions International AB	6,11	39	50	9,0	7,2	8,1	6,6	3,7	3,2	6,8	5,5
IAR Systems Group AB	110,40	138	135	19,6	13,5	11,2	8,4	3,9	3,3	27,5	19,3
Bimobject AB	5,90	78	47					3,9	3,3		
Upsales Technology AB	78,00	119	114	90,3	53,4	58,7	40,5	12,9	9,9	153,8	80,2
Cxense ASA	6,39	36	28				143,8	6,4	3,2		
Addnode Group AB		1206	1179	40,5	33,8	22,4	20,5	3,0	2,7	47,0	39,2
Smart Eye AB (publ)	189,60	375	345					34,1	9,1		
Carasent ASA		299	214	87,8	50,3	46,3	31,9	15,7	11,1	81,9	104,1
Litium AB		24	23		236,5		19,7	3,9	3,1		295,0
Mercell Holding ASA		306	458		74,2	38,6	17,5	6,4	4,8		
Pexip Holding ASA	38,60	395	316					4,0	3,0		
Bambuser AB	16,10	323	270					20,3	10,0		
Smartcraft ASA	22,48	383	373	53,5	34,6	35,4	27,9	14,0	11,2	77,9	46,6
Procore Technologies Inc	80,27	9429	8525					19,0	15,3		
<b>Lemonsoft (Inderes)</b>	<b>17,85</b>	<b>326</b>	<b>310</b>	<b>54,3</b>	<b>42,7</b>	<b>53,6</b>	<b>40,6</b>	<b>17,9</b>	<b>14,2</b>	<b>69,8</b>	<b>57,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>73,8</b>	<b>51,8</b>	<b>36,7</b>	<b>32,7</b>	<b>10,6</b>	<b>7,5</b>	<b>74,6</b>	<b>72,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>55,9</b>	<b>39,4</b>	<b>28,9</b>	<b>22,3</b>	<b>6,4</b>	<b>4,8</b>	<b>69,1</b>	<b>50,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-3 %</b>	<b>8 %</b>	<b>85 %</b>	<b>82 %</b>	<b>181 %</b>	<b>192 %</b>	<b>1 %</b>	<b>14 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
Markkina-arvo	326	326	326	326	326
Yritysarvo (EV)	310	306	302	297	292
P/E (oik.)	69,8	57,6	47,6	39,1	32,0
P/E	>100	69,1	55,3	44,1	36,2
P/Kassavirta	19,9	52,3	44,4	36,7	31,1
P/B	14,6	13,3	11,9	10,5	9,4
P/S	18,9	15,1	12,9	11,0	9,6
EV/Liikevaihto	17,9	14,2	11,9	10,0	8,5
EV/EBITDA (oik.)	53,6	40,6	33,4	27,2	22,4
EV/EBIT (oik.)	54,3	42,7	34,8	28,1	23,1
Osinko/tulos (%)	95,4 %	62,0 %	65,0 %	69,2 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,9 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %

Lähde: Inderes



# DCF-kassavirtalaskelma

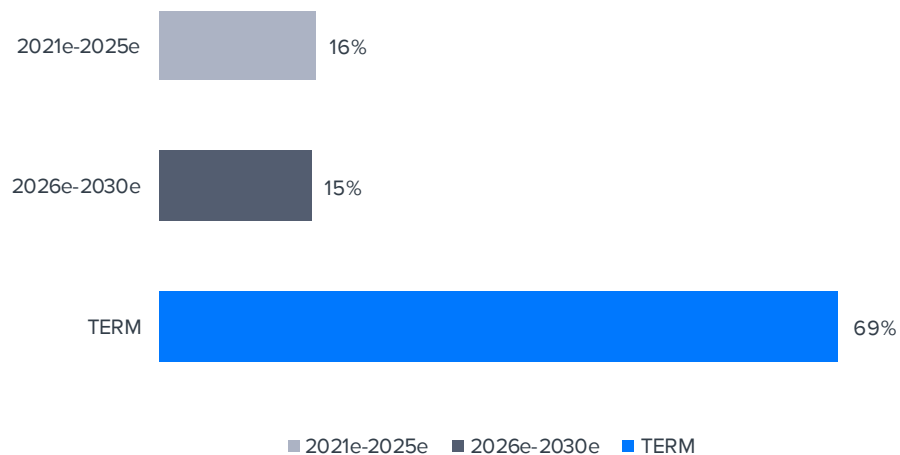
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>	<b>11,4</b>	<b>14,4</b>	<b>16,0</b>	<b>17,4</b>	<b>19,4</b>	<b>20,0</b>	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,3	1,6	1,6	1,6	1,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,7	-1,3	-1,6	-2,0	-2,4	-3,0	-3,3	-3,6	-4,1	-4,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	-0,1	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>	<b>11,0</b>	<b>12,3</b>	<b>13,6</b>	<b>14,6</b>	<b>16,1</b>	<b>16,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,0	-3,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>8,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,1</b>	<b>14,1</b>	<b>15,5</b>	<b>15,8</b>	
+/- Muut	0,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,5	16,4	6,2	7,3	8,9	10,5	11,8	13,1	14,1	15,5	15,8	362
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>16,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,7</b>	<b>8,2</b>	<b>188</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		274	257	252	245	238	230	222	214	205	196	188
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>274</b>										
- Korolliset velat		-2,0										
+ Rahavarat		5,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,2										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>275</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>15,0</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	2,20 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,5 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain





# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>2,9</b>	<b>5,8</b>	<b>8,0</b>	<b>6,8</b>	<b>5,7</b>
Liikearvo	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	0,2	3,3	5,5	4,3	3,3
Käyttöomaisuus	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>21,1</b>	<b>24,1</b>	<b>27,8</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,9	0,9	1,4	1,7	2,0
Likvidit varat	3,8	5,1	19,7	22,4	25,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>7,6</b>	<b>11,8</b>	<b>29,1</b>	<b>30,9</b>	<b>33,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>5,5</b>	<b>7,0</b>	<b>22,3</b>	<b>24,4</b>	<b>27,4</b>
Osakepääoma	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	5,5	6,7	7,2	9,4	12,3
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	0,0	0,2	15,0	15,0	15,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	1,5	2,5	1,5	0,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,5	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,6	2,4	2,8	3,5	4,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>7,6</b>	<b>11,8</b>	<b>29,1</b>	<b>30,9</b>	<b>33,5</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	9,5	10,6	13,6	17,3	21,6	EPS (raportoitu)	0,10	0,14	0,16	0,15	0,26
Käyttökate	2,8	3,5	4,8	5,8	7,5	EPS (oikaistu)	0,11	0,14	0,19	0,26	0,31
Liikevoitto	2,4	3,1	3,9	4,5	6,0	Operat. kassavirta / osake	0,12	0,17	0,30	0,26	0,36
Voitto ennen veroja	2,4	3,1	3,9	3,4	6,0	Vapaa kassavirta / osake	0,09	0,16	0,08	0,90	0,34
Nettovoitto	1,9	2,5	3,0	2,7	4,7	Omapääoma / osake	0,23	0,30	0,38	1,22	1,34
Kertaluontoiset erät	-0,1	-0,1	-0,5	-1,2	-1,2	Osinko / osake	0,07	0,08	0,12	0,14	0,16
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	6,8	7,6	11,8	29,1	30,9	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	12 %	28 %	27 %	25 %
Oma pääoma	4,3	5,5	7,0	22,3	24,4	Käyttökateen kasvu-%	24 %	26 %	37 %	21 %	30 %
Liikearvo	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	28 %	28 %	35 %	29 %	26 %
Nettovelat	-2,3	-3,8	-3,1	-16,2	-19,9	EPS oik. kasvu-%	30 %	28 %	33 %	34 %	21 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	29,3 %	32,9 %	35,3 %	33,5 %	34,9 %
Käyttökate	2,8	3,5	4,8	5,8	7,5	Oik. Liikevoitto-%	27,1 %	30,9 %	32,6 %	33,1 %	33,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	0,3	0,8	-0,1	0,4	Liikevoitto-%	25,6 %	29,5 %	28,7 %	26,2 %	27,7 %
Operatiivinen kassavirta	2,1	3,2	5,5	4,8	6,7	ROE-%	51,6 %	50,9 %	47,6 %	18,3 %	20,2 %
Investoinnit	-0,4	-0,2	-4,0	-3,4	-0,4	ROI-%	52,6 %	59,5 %	53,9 %	26,0 %	22,7 %
Vapaa kassavirta	1,7	3,0	1,5	16,4	6,2	Omavaraisuusaste	67,4 %	77,9 %	61,6 %	78,1 %	80,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-52,9 %	-68,5 %	-44,3 %	-72,6 %	-81,2 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto	neg.	neg.	neg.	17,9	14,2						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.	53,6	40,6						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	54,3	42,7						
P/E (oik.)	0,0	0,0	0,0	69,8	57,6						
P/B	0,0	0,0	0,0	14,6	13,3						
Osinkotuotto-%				0,8 %	0,9 %						

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 (välttömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole 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.

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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**