

LEMONSOFT

21.1.2026 07.00 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI

lemonsoft

Muutosvaiheen jälkeen kohti tulokasvun aikakautta

Toistamme Lemonsoftin lisää-suosituksen ja 7,1 euron tavoitehinnan. Lemonsoftin viime vuotta värittivät isot muutokset niin organisaation kuin teknologia-alustan puolella. Muutosvaihe alkaa olla takanapäin ja jatkossa yhtiö pääsee keskittymään myynnin ja tuotekehityksen vauhdin kiihdyttämiseen. Vuoden 2026 kasvunäkymä on vielä arviomme mukaan varovainen, mutta osakkeen nykyarvostuksella (2026e EV/EBIT 12x) odotukset ovat myös maltillisia. Siten näemme riski-tuottosuhteen kiinnostavana.

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

Lemonsoftin asiakastarpeiden mukaan skaalautuvan ERP-järjestelmän tarkoituksena on tarjota kaikki yrityksen keskeisimmät toiminnot ja toimialakohtaiset erityispiirteet yhdessä kokonaisratkaisussa. Yhtiön ydinkohderyhmää ovat 10-250 henkeä työllistävät pk-yritykset, ja strategian kannalta keskeisimmät toimialat ovat teollisuus sekä tukku- ja erikoistavarakauppa (yli 50 % liikevaihdosta). Lemonsoft panostaa voimakkaasti tuotekehitykseen, jonka lisäksi tuoteportfoliota laajennetaan yritysostoilla. Joulukuun 2019 jälkeen yhtiö onkin toteuttanut yhteensä 12 yrityskauppaa.

Vahva markkina-asema teollisuudessa ja tukkukaupassa

Lemonsoftin markkinakasvua ja -potentiaalia ohjaa yhtiön asiakastoimialojen matala digitalisaation aste, kasvava tarve tuottavuutta parantaville ratkaisuille sekä yhä käynnissä oleva siirtymä SaaS-ohjelmistoratkaisuihin. Lemonsoftin SaaS-malliin pohjautuva, toimialaerikoistunut laaja kokonaisratkaisu sekä vahva markkina-asema teollisuuden (markkinaosuus 15 %) ja tukkukaupan (5 %) toimialoilla antavat sille hyvät eväät pärjätä kilpailussa jatkossakin. Näemme Lemonsoftilla edelleen selvää kasvupotentiaalia nykyisillä kohdemarkkinoilla, vaikka viime vuosina heikko talousympäristö ja osittain yhtiön omat sisäiset haasteet ovat hidastaneet orgaanista kasvua.

Kannattavaa kasvua ja hyvää kassavirtaa

Lemonsoftin sijoitusprofiilissa yhdistyy kasvu, erittäin hyvä kannattavuus ja kassavirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus, skaalautuvuus ja ennustettavuus. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 20 % vuosina 2017-2024 ja oikaistu liikevoitto-% vuoden 2025 ennusteellamme on 24 %. Historiassa kasvusta valtaosa on ollut orgaanista, mutta viime vuosina yritysostojen rooli on korostunut. Yritysostojen myötä laajentunut tuoteportfolio sekä asiakaskanta tarjoavat yhtiölle myös selkeitä lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia, mihin liittyvää potentiaalia ei ole tähän mennessä saatu vielä täysin hyödynnettyä. Lisäksi viime vuosina tehty muutokset organisaatiossa sekä teknologiakehityksen puolella ovat heikentäneet kannattavuutta. Kannattavan kasvun perusta on kuitenkin nyt aiempaa vahvempi, ja kasvun piristymisen pitäisi alkaa näkyä myös yhtiön tulokasvussa. Lemonsoftin taloudellisena tavoitteena on saavuttaa keskimäärin 25 %:n oikaistun liikevoiton kasvu vuosina 2026-2028. Yhtiö aikoo saavuttaa tulokasvun (1) kasvattamalla markkinaosuutta ydinsegmenteissään, (2) tiukalla kustannuskurilla ja (3) valikoiduilla yritysostoilla. Ennusteemme odottaa tällä hetkellä yhtiön strategiakaudelle keskimäärin noin 13 %:n oikaistun liikevoiton kasvua (orgaanisesti).

Arvostus on maltillinen suhteessa piristyvään tulokasvuun

Ennusteillamme Lemonsoftin vuoden 2025 yritysostojen PPA-poistoilla oikaistu EV/EBIT-kerroin on 15x. Pelkästään lyhyen aikavälin vaisuun kehitykseen suhteutettuna kerroin on melko neutraali, mutta uskomme Lemonsoftin keskipitkän aikavälin tulospotentiaalın olevan selvästi vuoden 2025 tasoa korkeammalla. Mikäli markkina lähtee piristymään ja ennustamamme tulokasvu toteutuu, näyttää arvostus jo lähivuosille hyvin maltilliselta (2026e-2027e EV/EBIT 12x-11x). Tulokasvua on myös mahdollisuus kiihdyttää jatkossakin onnistuneilla yritysostoilla.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

7,10 EUR

(aik. 7,10 EUR)

Osakekurssi:

5,76 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	28,9	29,3	29,5	30,9
kasvu-%	10 %	1 %	1 %	4 %
EBIT oik.	6,4	7,0	8,5	9,3
EBIT-% oik.	22,3 %	23,8 %	28,9 %	30,2 %
Nettotulos	4,1	4,4	5,6	6,5
EPS (oik.)	0,28	0,24	0,37	0,42

P/E (oik.)	20,6	24,0	15,5	13,7
P/B	3,7	3,3	3,6	3,2
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,4 %	2,6 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	16,9	15,5	12,3	10,8
EV/EBITDA	14,9	11,7	11,3	10,0
EV/Liikevaihto	3,8	3,7	3,5	3,3

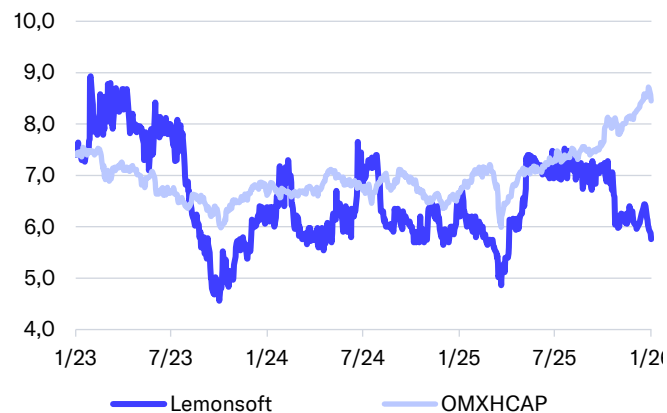
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

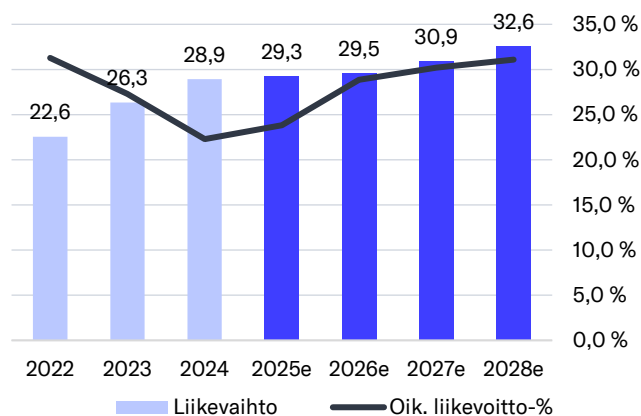
"Lemonsoft arvioi, että tilikauden 2025 liikevaihto kasvaa 0-10 %, ja että oikaistu liikevoitto on 18-24 % liikevaihdosta."

Osakekurssi



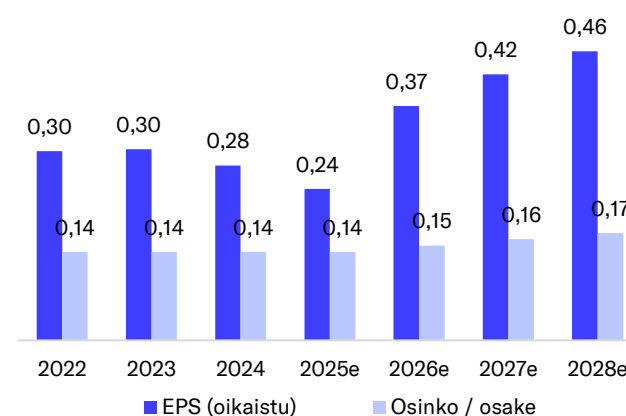
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kasvu nykyisillä toimialoilla niin nykyasiakkaissa laajentumalla kuin uusasiakashankinnalla
- Kasvun kiihdyttäminen ja arvonluonti yritysjärjestelyillä
- Kannattavuudessa skaalautumispotentiaalia kasvun mukana
- Korkea asiakaspito (liiketoimintakriittinen järjestelmä asiakkaille)

Riskitekijät

- Heikko talousympäristö luo epävarmuutta orgaanisen kasvunäkymän ylle
- Yrityssostot ja niiden integrointi
- Tuoteportfolion liika hajautuminen ja fokuksen menettäminen
- Kilpailun kiristyminen
- Teknologia- ja tietoturvariskit

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,76	5,76	5,76
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	103	103	103
Yritysarvo (EV)	108	105	101
P/E (oik.)	24,0	15,5	13,7
P/E	23,5	18,3	15,8
P/B	3,3	3,6	3,2
P/S	3,5	3,5	3,3
EV/Liikevaihto	3,7	3,5	3,3
EV/EBITDA	11,7	11,3	10,0
EV/EBIT (oik.)	15,5	12,3	10,8
Osinko/tulos (%)	57,1 %	47,6 %	43,8 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,6 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Markkinat	14-16
Kilpailukenttä	17-19
Strategia	20-21
Taloudellinen tilanne	22-23
Ennusteet	24-28
Sijoitus- ja riskiprofiili	29-30
Arvonmääritys	31-36
Taulukot	37-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Lemonsoft lyhyesti

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

2006

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

28,9 MEUR (+9,7 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

+18,6 %

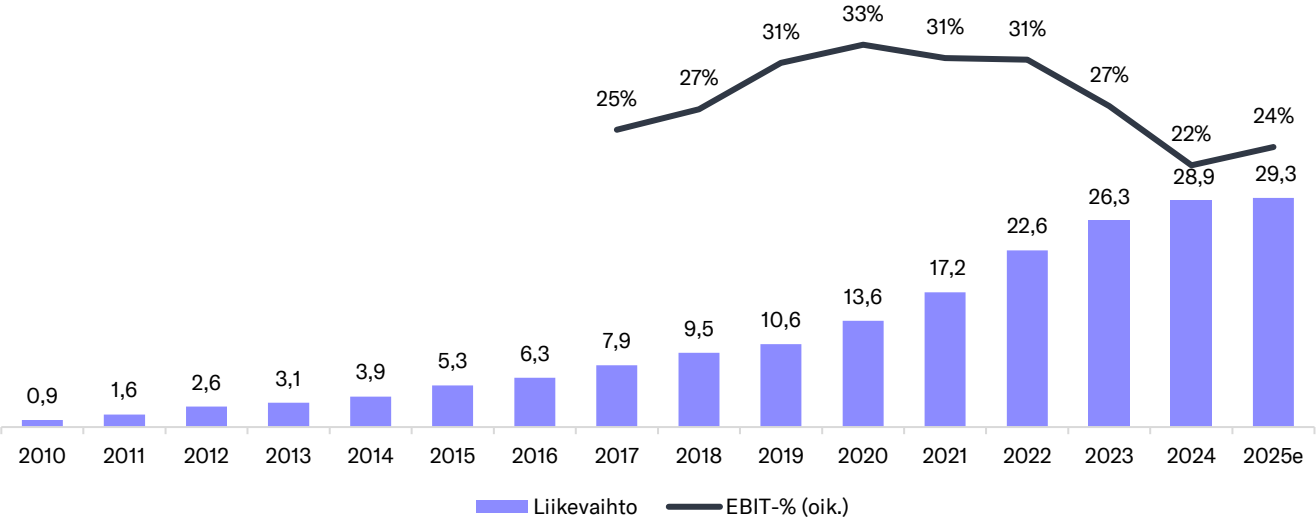
Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2017-2025e

6,4 MEUR (22,3 % lv:sta)

Oik. EBIT 2024

196

Henkilöstö Q3'25 lopussa



Lähde: Lemonsoft / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Lemonsoftin tausta ja historia

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

Ennen Lemonsoftin perustamista yhtiön perustaja Kari Joki-Hollanti kehitti Nova-nimisen toiminnanohjausohjelmiston, joka myytiin 2000-luvun alkupuolella Vismalle. Perustamisesta lähtien Lemonsoft on ollut tuotevetoinen yhtiö, ja ohjelmistoa on kehitetty asiakaslähtöisesti. Lemonsoftin ohjelmiston vahvuutena on laajin tarjooma pk-yritysten toiminnanohjauksen tarpeisiin, mikä 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 löi tämän jälkeen vahvasti läpi. Tänä päivänä yhtiön tulovirta on lähes kokonaan SaaS-pohjaista.

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.

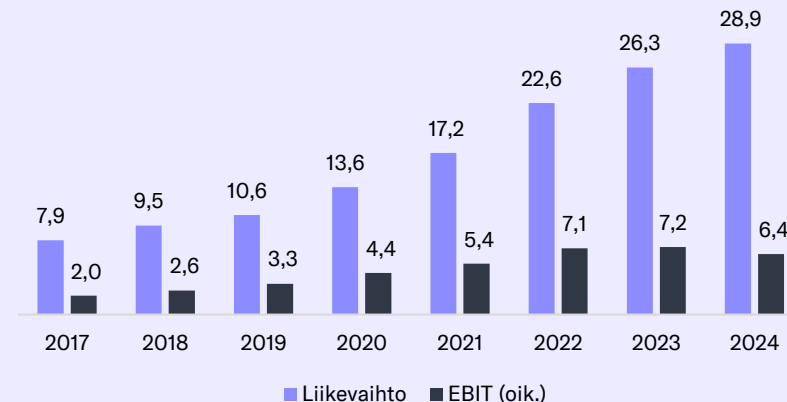
Tuoteportfolion vahvistaminen yritysostoilla kuuluu Lemonsoftin strategian työkalupakkiin, ja joulukuun 2019 jälkeen yhtiö on toteuttanut yhteensä 12 yrityskauppaa.

Lemonsoft tänään

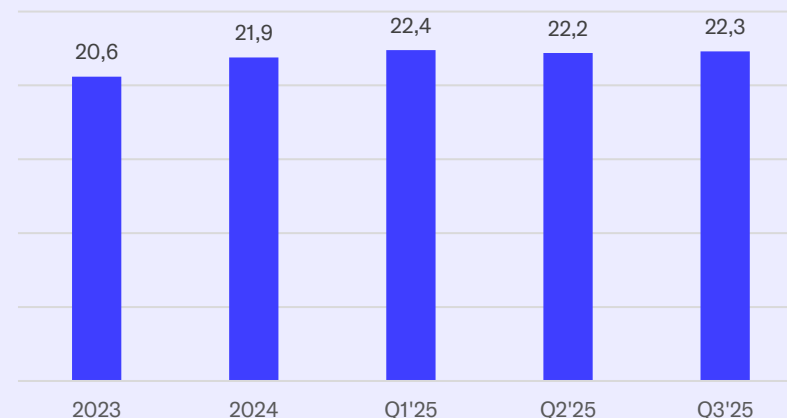
Lemonsoft on onnistunut historiassaan erittäin hyvin ohjelmistotarjoomansa kaupallistamisessa ja laajentamisessa niin orgaanisesti kuin yritysostoin. Tästä kertoo keskimäärin noin 21 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu vuosina 2014-2025e. Samalla skaalautuvan liiketoimintamallin mukaisesti yhtiön kannattavuus on noussut hyvälle tasolle, vaikka viime vuosina yritysostot sekä panostukset tuotekehitykseen, teknologia-alustaan, tuoteportfolion integraatioon sekä yleisesti organisaation kehittämiseen ovat heikentäneet suhteellista kannattavuutta. Vuodelle 2025 Lemonsoft ohjeistaa 0-10 %:n liikevaihdon kasvua ja 18-24 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia.

Lemonsoftin ydinkohderyhmää ovat 10-250 henkeä työllistävät pk-yritykset, ja strategian kannalta keskeisimmät toimialat ovat teollisuus sekä tukku- ja erikoistavarakauppa (yli 50 % liikevaihdosta). 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 yli 12600 asiakasta. Lukemaa kasvattavat noin 10 % liikevaihdosta tuovat mikroyritykset, joilla on käytössä jokin tuote Lemonsoftin laajasta tarjoomasta. Teollisuuden sekä tukkukaupan toiminnanohjauksen ydinasiakkaita on yhteensä noin 700.

Liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



Jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Yksittäisiin asiakkuuksiin liittyvät riskit ovat pieniä, ja 10 suurinta asiakasta vastasivat vuonna 2024 arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta.

Lemonsoftin henkilöstömäärä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti niin orgaanisesti kuin yritysostoin, ja vuoden 2024 lopussa yhtiö työllisti 228 henkilöä. Vuonna 2025 toteutettujen kustannussäästöjen ja tehostamistoimien myötä henkilöstömäärä oli laskenut Q3'25 loppuun mennessä 196 henkilöön. Yhtiöllä on toimipisteet kahdeksalla paikkakunnalla Vaasassa, Helsingissä, Joensuussa, Jyväskylässä, Kouvolassa, Oulussa, Tampereella ja Turussa.

Lemonsoft listautui Helsingin pörssin First North -listalle syksyllä 2021 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 tällä hetkellä 43,5 % ja Joki-Hollanti 26,2 % Lemonsoftista, ja ovat siten edelleen selvästi suurimmat omistajat.

Tuote ja liiketoimintamalli

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 siihen mukaan vain tarvitsemansa toiminnot.

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

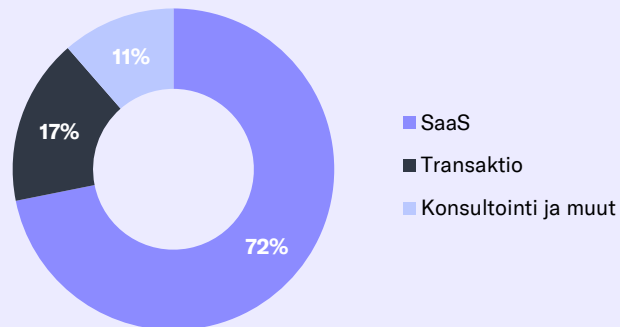
liiketoimintaan. Lisäksi ohjelmisto keventää hallinnollista taakkaa, kun rutiinitöiden automatisointi vapauttaa aikaa ja resursseja yrityksen ydintoimintoihin. Lemonsoftin pilvipohjainen ERP-järjestelmä mahdollistaa perinteisiä ohjelmistoratkaisuja nopeamman ja kustannustehokkaamman käyttöönoton ja ylläpidon,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

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

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

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

Liikevaihdon jakauma 2024



SaaS

Jatkuvalaskutteisten ohjelmistopalveluiden tuotot

Transaktioliikevaihto

Transaktiovolyymiin perustuva liikevaihto (esim. laskurahoitus, laskun elinkaari, verkkolaskutus, verkkopalkka, e-kuitti, perintä)

Konsultointi ja muut

Tuotemyyntiä tukeva käyttöönottokonsultointi ja koulutus sekä muut lisäarvopalvelut.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Ydintuotetta täydentävät ratkaisut

Lemonsoft on avoin ohjelmisto, johon voidaan API-rajapintojen avulla liittää kolmannen osapuolen tekemiä ratkaisuja. Asiakas voi asioida kolmansien osapuolien palveluiden kanssa suoraan ERP-järjestelmästä löytyvän LemonHUB-palvelun kautta.

LemonHUB mahdollistaa asiakkaille transaktioperusteisia taloushallinnon palveluita, kuten sähköiset palkkakuitit, e-laskutuksen, factoring-rahoituksen, maksuvalvonnan sekä tilausten ja vahvistusten lähettämisen sekä vastaanottamisen.

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

Lemonsoftin tuotetarjooma on laajentunut myös yritysostojen seurauksena. Aacon-yritystoston myötä yhtiö sai Kellokortti-palvelun, joka tarjoaa ratkaisuja työajanseurantaan, TES-tulkintaan ja lomasuunnitteluun. Lixani- ja Talosofta-yrityksillä Lemonsoft vahvisti tarjoomaansa rakentamisen toimialalla. Lixani on verkossa toimiva projektinseuranta-, tuntikirjaus- ja laskutusjärjestelmä. Talosofta on puolestaan kustannuslaskennan ohjelmisto. Metsys-yritystosto täydensi Lemonsoftin tarjoomaa ja osaamista varastohallinnassa. Metsys keskittyy räätelöityjen varastohallintaratkaisujen kehittämiseen, joita on tarkoitus myös pyrkiä tuotteistamaan SaaS-mallin mukaiseksi.

Vuonna 2021 ostettu PlanMill on erityisesti asiantuntija- ja palvelualalla (PSA) toimiville yrityksille suunnattu ERP-

järjestelmä. PSA-toimialalla kilpailutilanteen muutokset ovat viime vuosina johtaneet siihen, että Lemonsoft ei pyri aktiivisesti kasvamaan tällä alueella. PlanMillin liikevaihto (2021: 1,8 MEUR) on käsityksemme mukaan ollut myös laskussa viime vuosina.

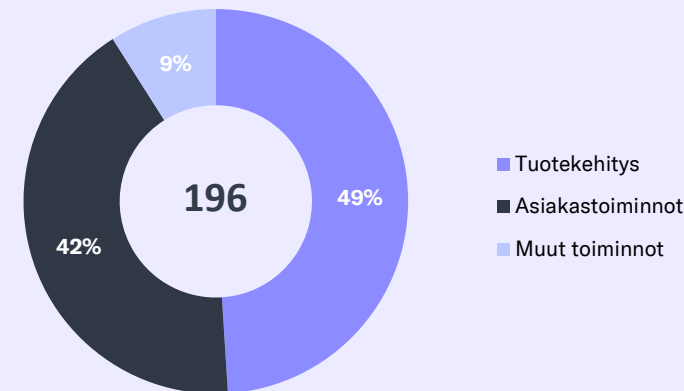
Logentian (5/22) avulla Lemonsoft vahvisti tarjoomaansa teollisuuden ja tukkukaupan asiakkaille kuljetusten hallinnan optimoinnin saralla. Finazilla-kaupalla (7/22) yhtiö vahvisti tarjoomaansa talousjohtamisen ratkaisuissa Finazillan pilvipohjaisen budjetointiin, raportointiin ja liiketoiminnan suunnitteluun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

Finvoicerin (6/23) myötä tarjooma laajeni laskun elinkaaren hallinnan ohjelmistolla, mikä oli myös kooltaan (lv. 3,9 MEUR) hieman suurempi järjestely. Viimeisimpänä Lemonsoftin tuoteportfolio vahvistui vuokrausliiketoiminnan hallinnan sekä huollon ja kunnossapidon hallinnan ohjelmistoilla Spotilla- (6/24) ja Applirent (7/24) -yrityksillä.

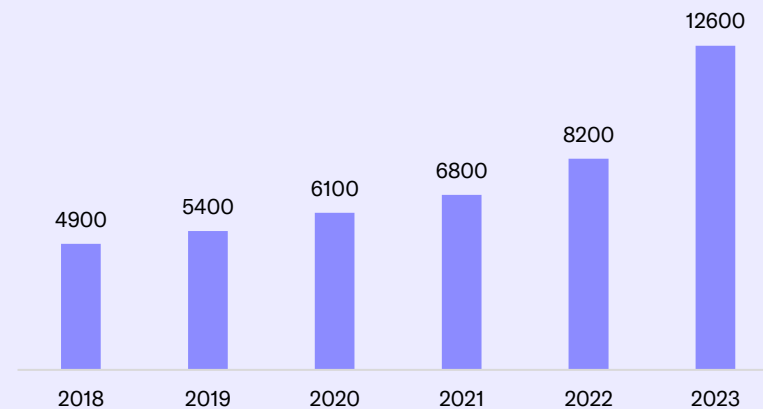
Tuotteeseen liitännäiset palvelut

Lemonsoft on luonteeltaan puhdas tuoteyhtiö, mutta ratkaisuun liittyy tiettyjä välttämättömiä ja asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Yhtiö tarjoaa esimerkiksi ohjelmiston käyttöönoton ja koulutuksen palveluna, sillä ERP-järjestelmän hyötyjen saavuttamisessa ensisijaisen tärkeää on onnistunut käyttöönotto. Ohjelmiston käyttöön on mahdollista ostaa myöhemminkin konsultointia erilaisissa muutostilanteissa (esim. käytön tehostaminen ja laajentaminen tai asiakkaan muuttuneet liiketoimintaprosessit). Normaali asiakastuki tarjotaan osana ohjelmiston SaaS-kuukausimaksuja. Konsultointi ja muut -erän osuus liikevaihdosta oli 11 % vuonna 2024.

Henkilöstön jakauma Q3'25



Asiakkaiden lukumäärä*

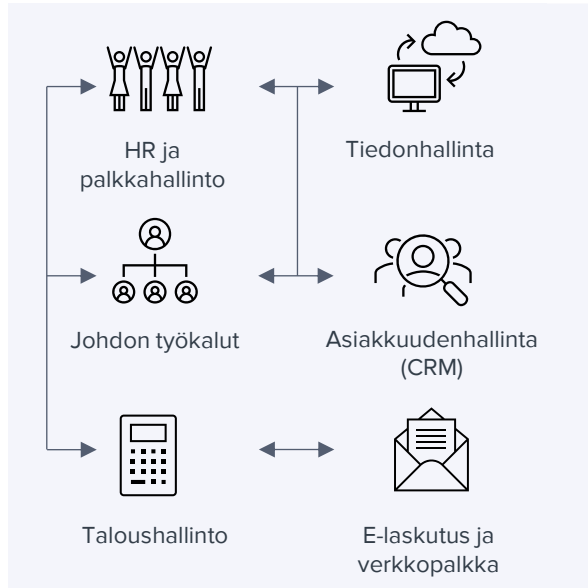


Lähde: Inderes, Lemonsoft

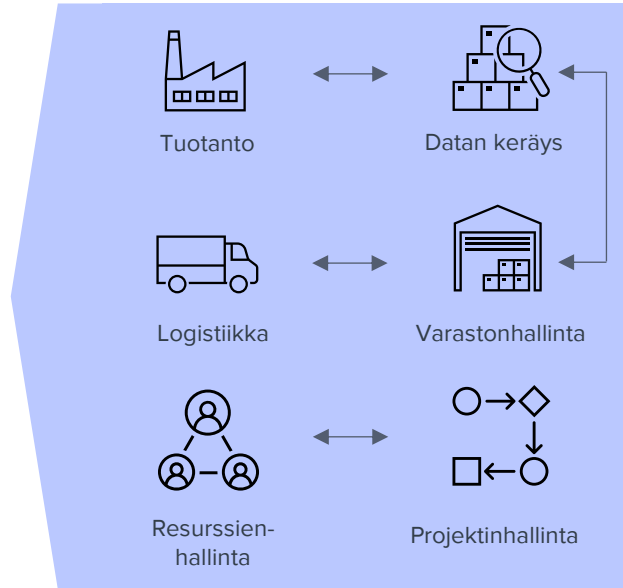
*Raportointitapaa muutettu vuonna 2023 siten, että asiakkaiksi lasketaan vain laskutusasiakkaat. Vuosien 2019-2022 osalta on raportoitu ohjelmistoa käyttävät asiakkaat. Teollisuudessa noin 450 ja tukku- ja erikoistavarakaupassa noin 250 ydinasiakasta.

Lemonsoftin ratkaisun kuvaus

Moduulit hallinnollisiin prosesseihin



Toimialakohtaiset moduulit



Lemonsoft-ohjelmiston päätehtävät:

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

Ydintuotteeseen integroituvat lisämoduulit/palvelut sekä yritysostot

lemon hub
lemon shop
regista

kellokortti
duunissa
Ratkaisuja työajanseurantaan, TES-tulkintaan ja lomasuunnitteluun

Metsys
WMS Software
Varastonhallinnan räätälöity ratkaisut teollisuuteen

PLANMILL
ERP-järjestelmä asiantuntija- ja palvelualalle

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

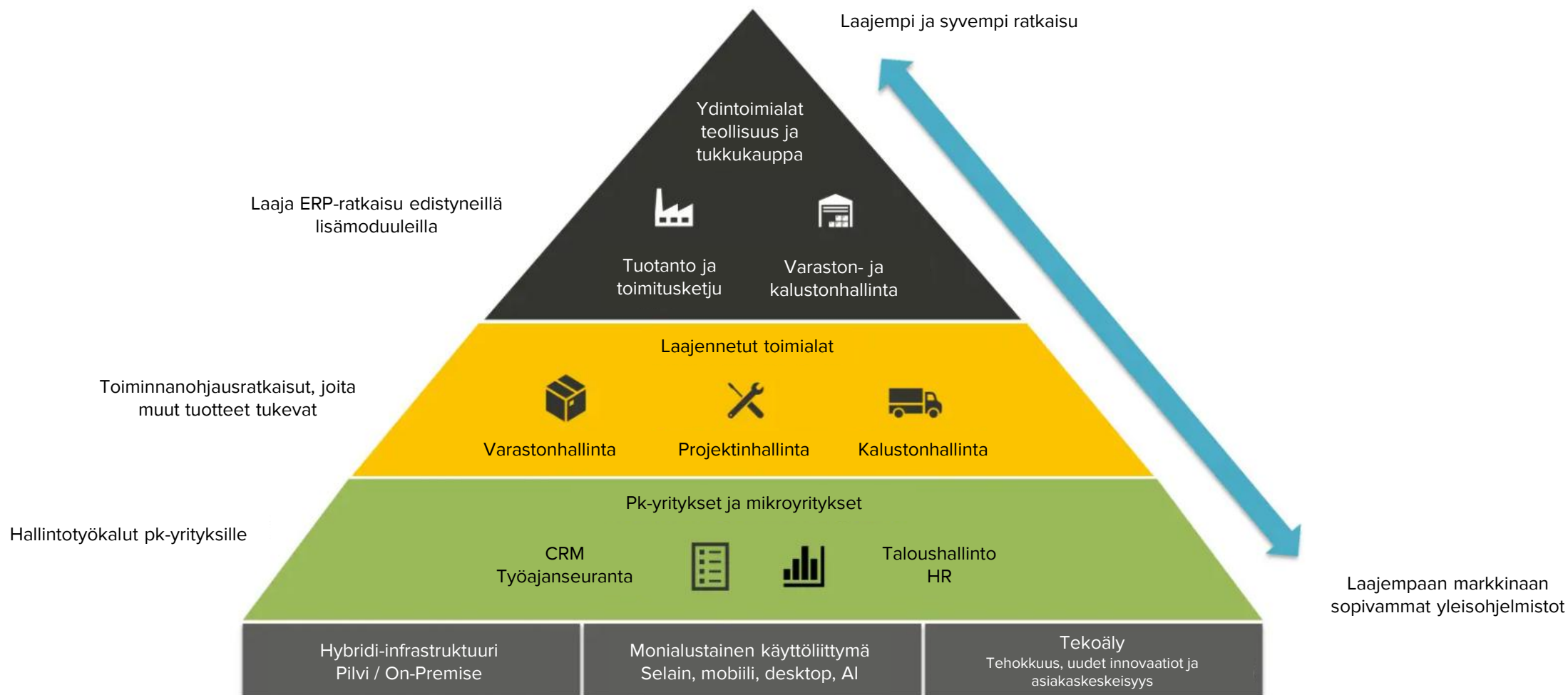
LOGENTIA
Transport smarter. Spend less.
Kuljetusten hallinnan optimointi

FINAZILLA
Raportointiin, budjetointiin ja ennustamiseen liittyviä työkaluja

Finvoicer
Laskun elinkaaren hallinta, perintä, laskurahoitus

Spotilla
applirent
Vuokrausliiketoiminnan hallinta sekä huollon ja kunnossapidon hallinta

Lemonsoftin ohjelmistoratkaisujen asemoituminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Kohderyhmät

Lemonsoftin tarjoamat hallinnollisten prosessien moduulit soveltuvat useimmille toimialoille asiakasyrityksen koosta tai sijainnista riippumatta. Liiketoiminnallisten prosessien moduulit on taas kehitetty yhtiön kohdetoimialojen 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.

Lemonsoft keskittyy ERP-ohjelmistollaan tällä hetkellä vain Suomen markkinan valittuihin asiakastoimialoihin, eikä kansainvälistyminen ole lyhyellä tähtäimellä ajankohtaista. Tulevaisuudessa ohjelmistoa olisi mahdollisuus laajentaa uusille toimialoille esimerkiksi yritysostoilla, mutta tällä hetkellä strategian fokuksessa on erityisesti keskittyminen teollisuuteen sekä tukku- ja erikoistavarakauppaan, joissa yhtiö on vahvimmissa asemissa.

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. Lemonsoftilla on myös tilitoimistoille suunnattu kumppanuusmalli, johon kuuluvat tilitoimistot ohjaavat omia asiakkaitaan Lemonsoftin ohjelmiston käyttäjiksi. Näin tilitoimistot ovat Lemonsoftille sekä yksi asiakasvertikaali että myyntikanava. Asiakastoiminnoissa työskenteli Q3'25 lopussa 42 % Lemonsoftin henkilöstöstä.

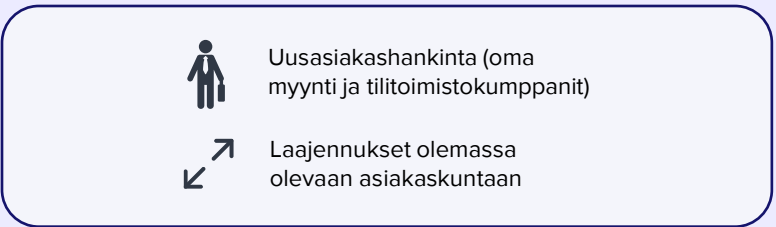
Sopimuksen syntymisen jälkeen Lemonsoftin oma projektitiimi lähtee toteuttamaan asiakkaalle käyttöönottoprojektia. Lemonsoft ei tavoittele käyttöönottoon liittyvillä vaiheilla korkeita katteita, vaan laskuttaa käytännössä tehtyjen tuntien mukaan. Kun asiakas on saatu vietyä tuotantoon, alkavat SaaS-maksut tuloutua, joihin sisältyy myös ohjelmiston normaali asiakastuki.

Vuonna 2024 Lemonsoftilla oli haasteita käyttöönottojen kanssa, missä taustalla oli muun muassa käyttöönottoteimin henkilöstön korkeaa vaihtuvuutta, huonoa johtamista ja epäselviä prosesseja. Tehtyjen muutosten myötä tilanne saatiin vakautettua, ja uusien asiakkaiden käyttöönottoprojektit saadaan jälleen vietyä maaliin muutamien kuukausien aikatauluissa.

Asiakastoimialat



Myyntikanavat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Tuotekehitys ja teknologia

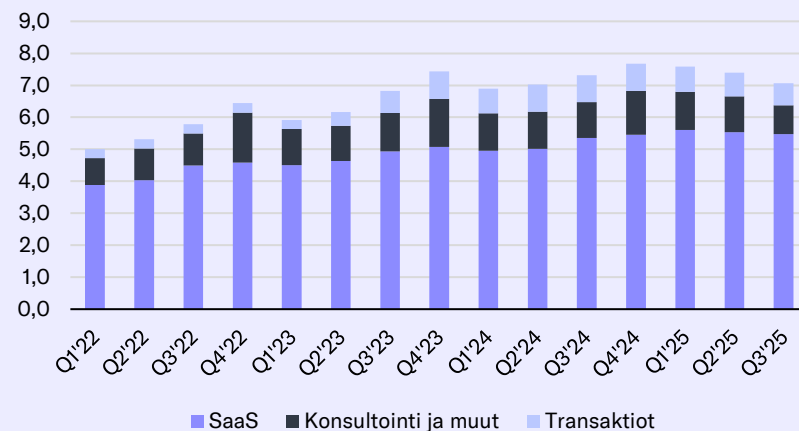
Lemonsoftin ERP-järjestelmä on perustaltaan kypsässä vaiheessa, ja tuotekehityksen rooli on erityisesti uusien tuotteiden, moduulien sekä ominaisuuksien kehittämisessä. Yhtenä fokusalueena on myös tiettyjen viime vuosien yritysostojen mukana tulleiden tuotteiden syvempi integraatio osaksi Lemonsoftin ydinohjelmistoa. Tällä hetkellä keskiössä on myös uusien tekoälyominaisuuksien tuominen osaksi ohjelmistoa, joiden tarkoituksena on kasvattaa asiakkaiden tuottavuutta.

Viimeisen reilun vuoden aikana yhtiöllä on ollut käynnissä isoja hankkeita teknologia-alustan kehittämiseen (Azure-siirtymä ja verkkolaskuoperaattorikumppanin vaihto), jotka ovat nostaneet kulutasoa sekä sitoneet tuotekehityksen resursseja. Verkkolaskuoperaattorin vaihto saatiin vuoden 2024 syksyn aikana valmiiksi, mutta Azure-siirtymä valmistui syksyllä 2025. Nyt tuotekehityksen painopistettä voidaan jälleen siirtää vahvemmin uusien, ohjelmiston kilpailukykyä parantavien ratkaisujen sekä integraatiokyvykkyyksien kehittämiseen. Lemonsoftin merkittävistä panostuksista ohjelmistojensa kehittämiseen kertoo se, että vuoden Q3'25 lopussa 49 % yhtiön henkilöstöstä oli tuotekehityksessä.

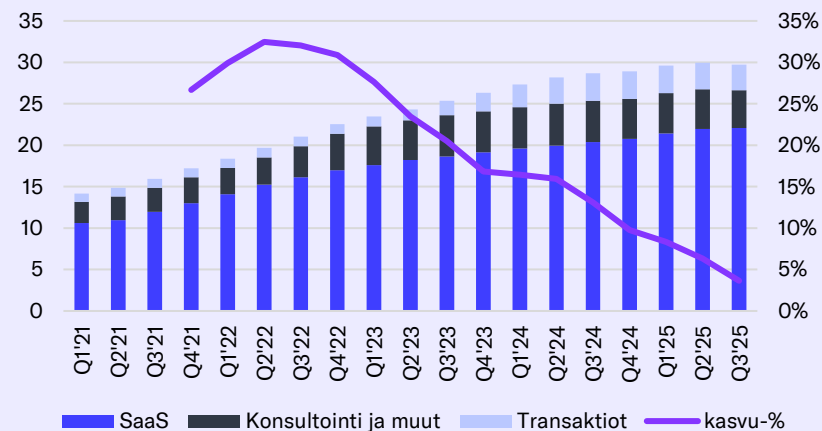
Lemonsoftin teknologiavalinnoissa johtavana ajatuksena on käyttää uutta, mutta markkinoille vakiintunutta teknologiaa. Ohjelmistoarkkitehtuurin vakaus, luotettavuus ja ajantasaisuus ovat myös olennaisia kriteerejä yritysostojen tehdessä. Lemonsoftin ohjelmistoratkaisut on alusta lähtien rakennettu kerroksittain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

Lemonsoft kehittää ohjelmia mikropalveluarkkitehtuurin periaatteiden mukaisesti, jolloin kehitetyt sovellukset toimivat itsenäisesti tai toisiinsa integroituna kokonaisuutena. Kaiken kaikkiaan standardoitujen ja skaalautuvien ohjelmistoratkaisujen kehittämiseen tähtäävä tuotekehitys vähentää tarvetta asiakaskohtaiselle räätälöinnille, asiakastuelle ja huoltotoimenpiteille, mikä mahdollistaa liiketoiminnan skaalautumisen kasvun mukana.

Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin (MEUR)



Liikevaihdon kehitys (rullaava 12kk)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

SaaS-tuotot ja hinnoittelumalli

Lemonsoftin liikevaihdosta 72 % (2024) on jatkuvia SaaS-tuottoja. SaaS-tuotot perustuvat toistaiseksi voimassa oleviin sopimuksiin, jotka laskutetaan tyypillisesti kuukausittain. Keskimääräinen asiakas tuottaa Lemonsoftille arviomme mukaan noin 300 euroa kuukaudessa, mutta laaja joukko mikroyrityksiä tekee lukemasta harhaanjohtavan. Ohjelmistoa ja sen lisämoduuleja täysimääräisesti käyttävissä asiakkaissa kuukausilaskutus nousee helposti yli tuhanteen euroon ja suurimpien asiakkaiden osalta jopa 10 000 euroon. Tämä kertoo osaltaan asiakaskannan merkittävästä lisämyyntipotentiaalista, mikä onkin yhtiölle yksi keskeisiä kasvuajureita.

Vuosina 2020-2021 jatkuvan laskutuksen nettopito (Net Revenue Retention, NRR) oli 108 %, mikä kertoo terveellä pohjalla olevasta SaaS-liiketoiminnasta. Vuosina 2022-2023 lukema laski 101-103 %:iin, ja vuonna 2024 epätydyttävälle tasolle 97,6 %:iin. Huonossa kehityksessä näkyy heikentynyt taloustilanne, mikä on saanut asiakasyritykset vähentämään ohjelmistojen käyttäjämääriä. Samalla lisä- ja ristiinmyynti on ollut normaalia vaikeampaa, vaikka yhtiö ei ole tyytyväinen myöskään omaan suoritukseen viime vuosilta. Tehtyjen muutosten ja lisäpanostusten myötä yhtiö pyrkii kääntämään luvun jälleen takaisin sadan paremmalle puolelle. Talouden elpyminen auttaisi tähän myös selvästi, kun ohjelmistojen käyttäjämäärät kääntyisivät kasvuun.

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

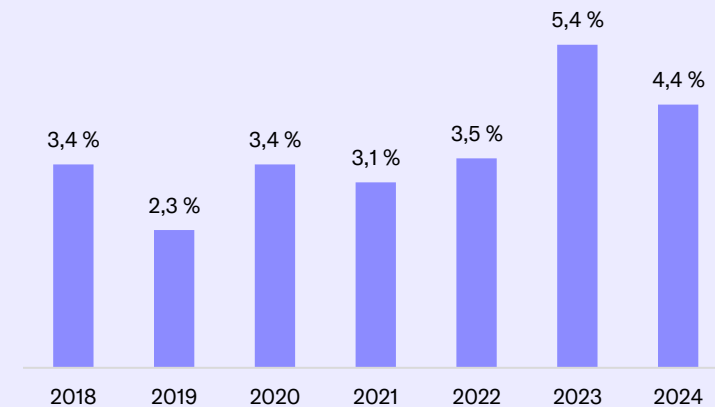
asiakaspoistuma oli vuosina 2018-2022 matalalla 2,3-3,5 %:n tasolla välillä. Matala asiakaspoistuma kertoo edellä mainitun lisäksi asiakastyytyvyydestä ja ohjelmiston kilpailukyvyystä pk-yritysten kohderyhmässä. Vuonna 2023 asiakaspoistuma nousi 5,4 %:iin heijastellen heikkoa markkinatilannetta, missä nähtiin vuonna 2024 (4,4 %) jo pientä helpotusta..

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.

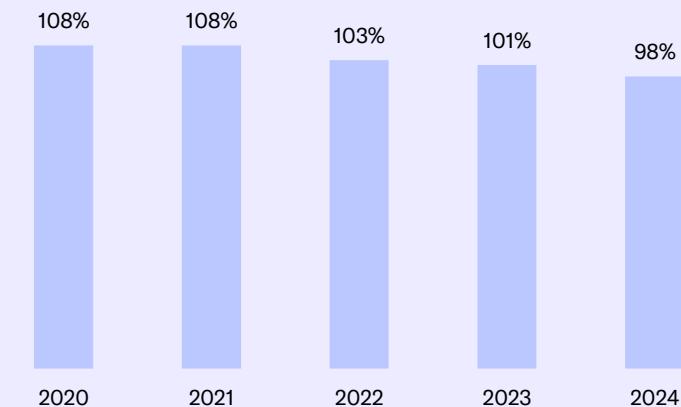
Transaktioliikevaihto

LemonHUB-palvelujen osalta Lemonsoft hyödyntää transaktioperusteista laskutusta, jossa asiakas maksaa palvelusta transaktiokohtaisesti. Transaktioliikevaihto muodostuu laaja-alaisesti erilaisista palveluista, joita ovat esimerkiksi LemonHUBiin integroidut palkanlaskennan, laskutuksen ja maksunvalvonnan palvelut. Nämä palvelut laskutetaan asiakkaalta jälkikäteisesti kuukausittain. Vuonna 2024 Lemonsoftin liikevaihdosta 17 % tuli transaktioista, joiden osuutta Finvoicerin laskun elinkaaren hallintapalvelut on kasvattanut. Liikevaihdon kehitys on historiassa ollut hyvin tasaista ja ennustettavaa, jonka vuoksi transaktioperusteinen liikevaihto on laskettavissa jatkuvaluonteiseksi. Arviomme mukaan transaktioliikevaihto on myös kannattavuudeltaan Lemonsoftille hyväkatteista. Arvioimme transaktioliiketoiminnan kasvun olevan jossain määrin sidoksissa SaaS-liikevaihdon uusmyynnin kasvuun, mutta myös Finvoicerin ristiinmyynnissä onnistumiseen, kun sekä uudet että nykyiset asiakkaat hyödyntävät myös LemonHUBin ja Finvoicerin palveluita.

Asiakaspoistuma (churn)



Jatkuvan laskutuksen nettopito (NRR)



Markkinat

Pk-yhtiöiden ERP-markkina tarjoaa kasvupotentiaalia

Lemonsoftin ydinkohdemarkkinat muodostuvat pääasiallisesti pk-yritysten ERP-ohjelmistoista ja yhtiön muista ohjelmistoista teollisuuden sekä tukku- ja erikoistavarakaupan aloille.

Lemonsoft on karkeasti arvioinut, että teollisuuden ja tukkukaupan ERP-markkinan koko Suomessa on noin 100-120 MEUR. Tämän lisäksi ydintoimialoissa yhtiön vertikaali- ja horisontaalituotteiden yhteenlaskettu markkinapotentiaali on arviolta noin 40-80 MEUR. Teollisuuden ydinasiakkaissa (10-250 henkilön yritykset) yhtiö on arvioinut markkinaosuutensa olevan noin 15 %, mikä tarkoittaa 450 asiakasta 3000 potentiaalisesta asiakkaasta. Tukku- ja erikoistavarakaupassa vastaava markkinaosuus on puolestaan 5 % eli 250 asiakasta potentiaalisesta 5000 ydinasiakkaasta.

Lemonsoftilla on myös asiakkuuksia ydintoimialojen ulkopuolelta, jonka lisäksi monet yhtiön ohjelmistotuotteet soveltuvat laajemmin erilaisten pk-yritysten käyttöön. Näiden muiden toimialojen ja tuotteiden markkinapotentiaali on yhtiön karkean arvion perusteella noin 100 MEUR. Kokonaisuutena yhtiön markkinapotentiaali on siis noin 240-300 MEUR.

Nykyisen kohdemarkkinan lisäksi arvioimme markkinalla olevan 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. Siten näemme Lemonsoftin kohdemarkkinoiden olevan pidemmällä aikavälillä kasvusuunnassa. Tulevaisuudessa yhtiön markkinapotentiaalia on mahdollisuus myös laajentaa esimerkiksi uusille toimialoille kohdentuvilla yritysostoilla.

Lähipuosina emme pidä tätä todennäköisenä, vaan yhtiö pyrkii vahvistamaan asemiaan erityisesti teollisuuden ja tukkukaupan toimialoilla.

Pilvisiirtymä on edennyt, mutta tekemistä riittää edelleen

Digitalisaation voimakas eteneminen ja SaaS-ohjelmistojen yleistuminen on laskenut ohjelmistojen käyttöönoton kynnystä etenkin pienissä yhtiöissä. Tehostamistarpeiden ja digitalisaatiokehityksen myötä kiinnostus uusien ohjelmistojen käyttöönottoon, automaatioon ja digitaalisiin palveluihin onkin lisääntynyt. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2023 ERP-järjestelmä oli käytössä 57 %:lla suomalaisista yhtiöistä, kun vastaava lukema vuonna 2009 oli 16 %. Erityisesti pienissä yrityksissä osuus on kasvanut voimakkaasti vuosien saatossa. 10-19 henkilöä työllistävissä yhtiöissä ERP oli käytössä vuonna 2023 43 %:lla (2019: 29 %) yrityksistä. Vastaava lukema 20-49 henkilöä työllistävissä yrityksissä oli 63 % (2019: 49 %).

Näin ollen ERP-järjestelmien käyttöönotot etenkin pienissä yrityksissä tukevat Lemonsoftin kasvua. Lisäksi teollisuudessa yhtiöillä on yhä käytössä merkittävässä määrin vanhan sukupolven ohjelmistoja. Näin ollen siirtymä pilvipalveluihin Lemonsoftin kohdemarkkinoilla on edelleen kesken. Halukkuus ja valmius pilvipalveluiden käyttöönottoon on Suomessa korkea ja arvioimme siirtymän joustavuutta, tehokkuutta ja skaalautuvuutta parantaviin pilvipalveluihin jatkuvan. Emme näe pilvisiirtymää kuitenkaan enää itsessään merkittävänä erottautumistekijänä tai kasvuajurina, sillä merkittävä osa markkinatoimijoista on tehnyt siirtymän SaaS-malliin tai syntynyt pilviaikakaudelle. Uskomme kuitenkin Lemonsoftin sekä muiden SaaS-toimijoiden askel kerrallaan syövän jäljellä olevia markkinaosuuksia perinteisiltä

ohjelmistoilta.

Yhtenä keskeisenä uhkakuvana Lemonsoftin markkinoiden pitkän aikavälin kasvunäkymän kannalta on tekoälyn tuoma kilpailu-uhka ja mahdollinen hintapaine. Emme näe toimialaerikoistuneiden ERP-toimittajien olevan pahimpia kärsijöitä, sillä niiden ohjelmistoihin on rakennettu paljon tiettyjä toimialoja ja Suomen markkinaa koskevia erikoistoiminnallisuuksia. Lisäksi ERP:t kytkeytyvät syvälle asiakkaan liiketoimintaprosesseihin, ja niiden kautta liikkuu myös paljon arvokasta asiakasdataa. Nykyiset toimijat voivat näiden päälle parantaa tarjoomaansa tekoälyn avulla ja pysyä kilpailukykyisinä.

Talouden suhdanteet näkyvät Lemonsoftin asiakkaissa

Lemonsoftin asiakastoimialoista teollisuus on keskimääräistä suhdanneherkempi toimiala. Myös tukku- ja erikoistavarakaupan näkymä menee jossain määrin yleisen talouskehityksen mukana. Suomen talouden viime vuosina heikentynyt näkymä onkin näkynyt Lemonsoftin asiakkaissa, ja heijastunut sitä kautta yhtiön hidastuneeseen kasvuvauhtiin. Heikossa taloussympäristössä ohjelmistojen käyttö vähenee, uusmyynti sekä lisä- ja ristiinmyynti vaikeutuu, jonka lisäksi luontainen poistuma (konkurssit, yrityskaupat) kasvaa. Suhdanneriskien osalta pahin näyttäisi kuitenkin olevan nyt jo takanapäin, ja lähipuosina näillä näkymin elpyvän Suomen talouden pitäisi antaa jälleen vetoapua myös Lemonsoftin kasvuille.

Lemonsoftin markkinapotentiaali

Arvio Lemonsoftin markkinapotentiaalista

Ydintoimialojen (teollisuus ja tukkukauppa) ERP-markkina	100-120 MEUR
Lemonsoftin muiden tuotteiden markkinapotentiaali ydintoimialoille	40-80 MEUR
Muut toimialat ja yleisesti pk-yrityksille soveltuvat ratkaisut	~100 MEUR



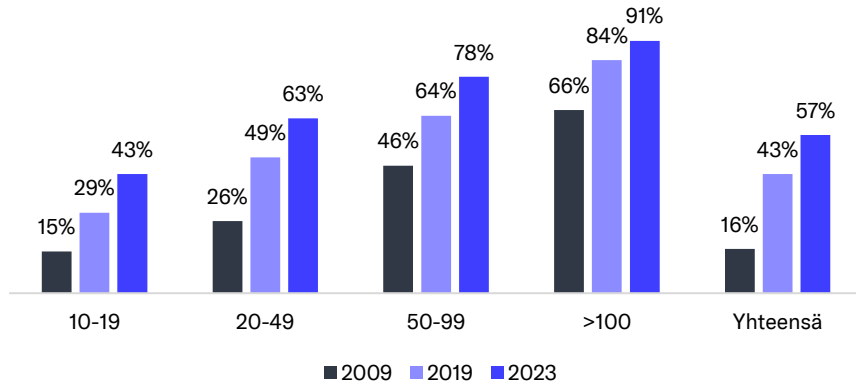
Teollisuuden ydinkohderyhmässä (10-250 henkilön yritykset) Lemonsoftilla on 450 asiakasta noin 3000 potentiaalisesta asiakkaasta eli 15 %:n markkinaosuus



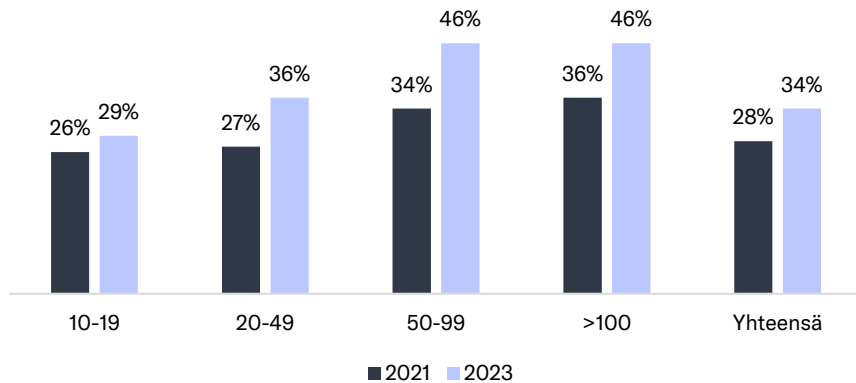
Tukku- ja erikoistavarakaupan ydinkohderyhmässä (10-250 henkilön yritykset) Lemonsoftilla on 250 asiakasta noin 5000 potentiaalisesta asiakkaasta eli 5 %:n markkinaosuus

Markkinan kehitysnäkymät ja trendit

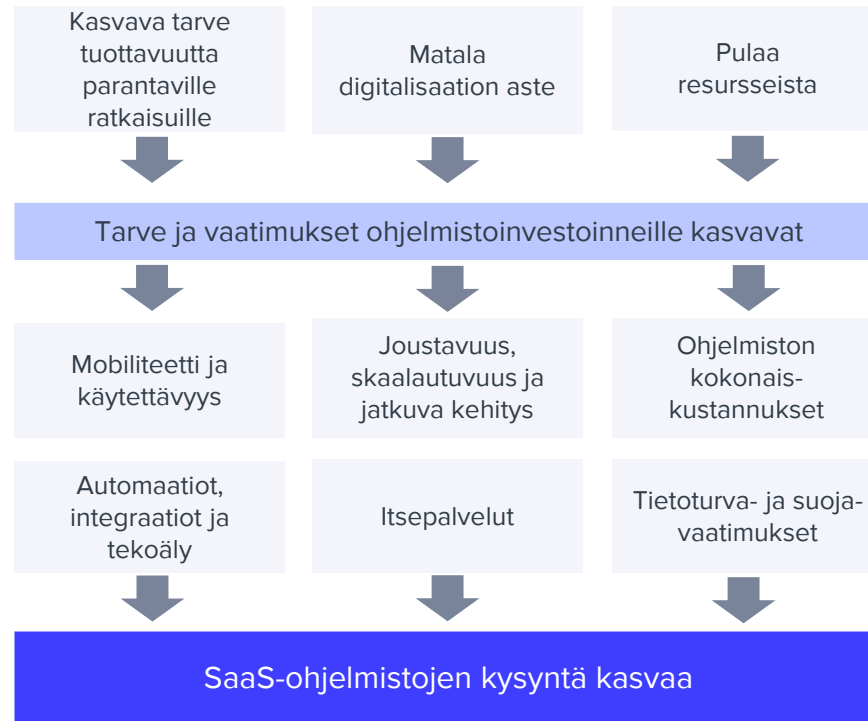
ERP-järjestelmää käyttävien yhtiöiden osuus Suomessa yritysten henkilöstömäärän mukaan



Pilvipohjaista ERP-järjestelmää käyttävien yhtiöiden osuus Suomessa yritysten henkilöstömäärän mukaan



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 on markkinan keskimmaisissa ja pienissä osissa, jotka käsittävät pienet ja keskiuuret yhtiöt. Tällöin asiakastarpeet ovat usein jo melko laajoja ja toiminnan kannalta kriittisiä, mutta resurssit, kyky ja halu investoida liiketoiminnan kehitykseen ja järjestelmiin on rajallinen. Tälle ryhmälle tarve tehostaa ja automatisoida toimintaa lisääntyy jatkuvasti kasvun ja digitalisoitumisen myötä, ja nämä tarpeet voidaan kattaa hyvin standardoidulla, laaja-alaisesti eri toiminnallisuuksia tarjoavalla ohjelmistolla.

Muutaman henkilön mikroyritysten osalta tarve

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

Lemonsoftin kilpailukenttä

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

Lemonsoftin pääkilpailijoita ovatkin käytännössä ERP:t, joissa on integroituja, toimialan erityistarpeet kattavia ja taloushallinnon toimintoja osittain tai kokonaan sisältäviä ratkaisuja. Näitä ovat esimerkiksi perinteisistä suurista IT-taloista Visman omistamat ohjelmistot, pääosin taloushallinnon ohjelmistoratkaisuja tarjoava Accountor, avoimeen lähdekoodiin pohjautuvaa ERP-ohjelmistoa tarjoava Odoo, teollisuuden ERP-ohjelmistoja tarjoavat Monitor ERP, Oscar Software, Roima Intelligence ja Leanware (nyk. Elisa

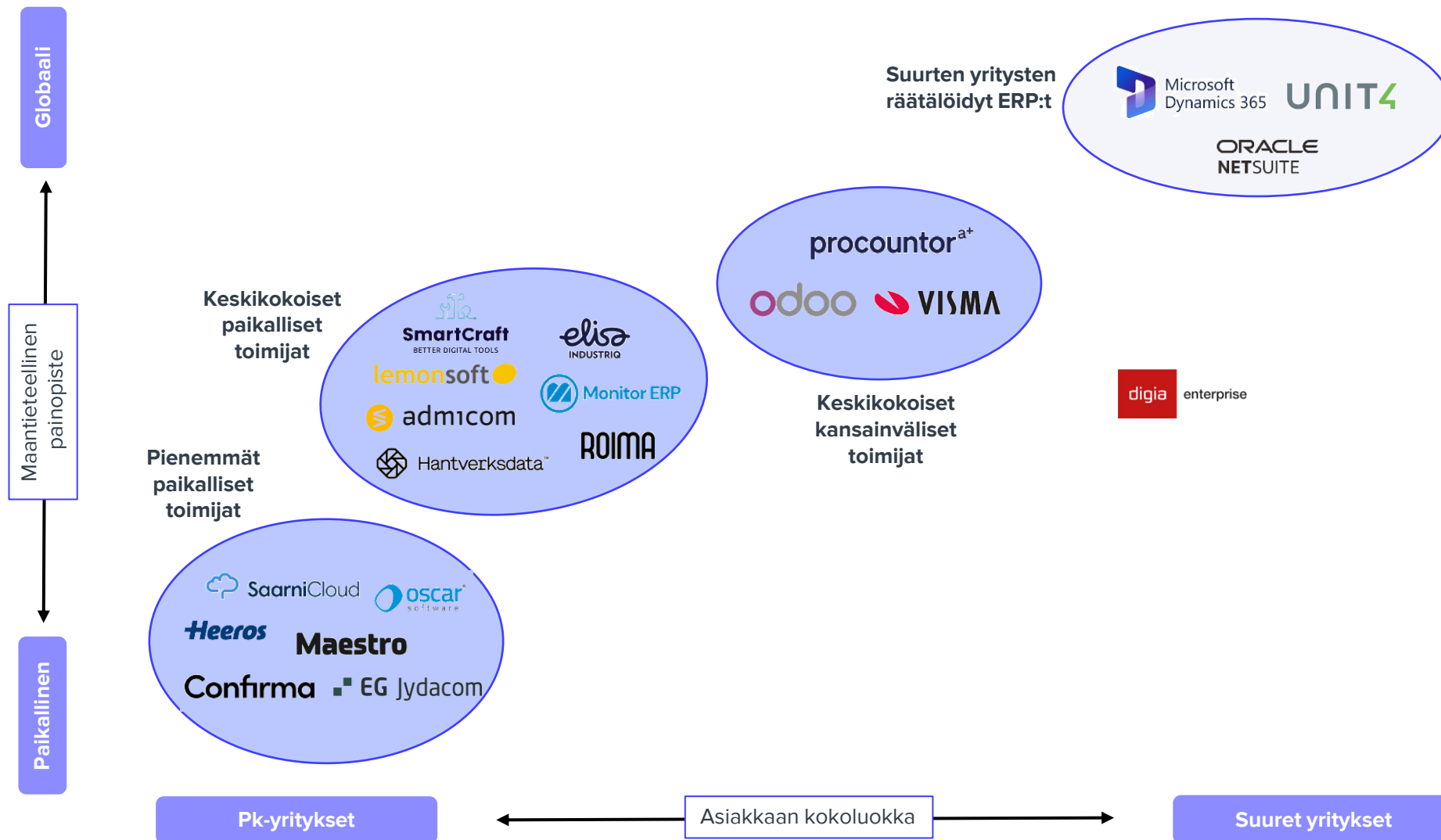
IndustriQ), rakennusalan ohjelmistoratkaisuihin erikoistunut Admicom sekä laajemmin eri toimialoille muun muassa ERP- ja HR-ohjelmistoja tarjoavat Confirma Software ja Saarni Cloud. Markkinoilla on myös lukuisia muita kilpailijoita ja toimiala on vielä hyvin pirstaloitunut.

Lemonsoftin markkina-asema

Asiakasmäärällä mitattuna Lemonsoft on kaikilla kohdetoimialoillaan Suomessa suurimpien toimijoiden joukossa. Yhtiön markkina-asema on vahvimmillaan teollisuudessa ja tukku- ja erikoistavarakaupassa, missä yhtiöllä on myös pisin toimintahistoria. Nämä ovat myös strategian kannalta keskeiset toimialat, joiden ehdoilla ERP-ohjelmistoa lähtökohtaisesti kehitetään. Kaiken kaikkiaan Lemonsoftin vahva markkina-asema ydintoimialoilla on yhtiölle selkeä vahvuus.

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. Lemonsoftin kokoluokan kasvaessa kilpailutilanne käy kuitenkin koko ajan ahtaammaksi ja sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun eteen joutuu tekemään jatkuvasti enemmän töitä. Pelkkä pilviohjelmiston tarjoaminen ei myöskään toimi enää erityisenä myyntivalttina, vaan ohjelmiston jatkuva kehittyminen, käyttöliittymä ja erinomainen asiakaskokemus korostuvat kilpailussa.

Lemonsoftin kilpailukenttä



Kilpailukenttä 2/2

Lemonsoftin kilpailuedut

Lemonsoftin kilpailuetuja ovat arviomme mukaan:

- SaaS-malliin pohjautuva, laaja-alainen ohjelmistoratkaisu
- Monipuoliset toimialakohtaiset erityisominaisuudet
- Vahva markkina-asema teollisuudessa ja tukkukaupassa
- Monia kilpailijoita vahvemmat tuotekehitysresurssit

Toimialan murroksen vuoksi kaikki aiemman sukupolven tuotteiden toimittajat eivät ole pystyneet toistaiseksi muuntautumaan onnistuneesti SaaS-malliin, mikä on etenkin historiassa luonut kilpailuetua Lemonsoftin kaltaiselle SaaS-yhtiölle. SaaS-ohjelmistoissa muun muassa etäkäyttö-, tiedonhallinta-, reaaliaikaisuus-, kehitys- ja joustavuusominaisuudet ovat vanhoihin ohjelmistoihin nähden yliverkaisia. SaaS-toimijoita on kuitenkin tänä päivänä niin runsaasti markkinoilla, ettei pelkkä SaaS-ohjelmisto itsessään riitä erottautumistekijäksi.

Lemonsoft on panostanut tuotekehityksessään paljon kohdetuotantojen erityispiirteiden huomioimiseen ja modulaariseen rakenteeseen, mikä antaa sille kilpailuetua ei-toimialaspesifejä yleisohjelmistoja ja erityisohjelmistoja valmistavia yhtiöitä vastaan. Lemonsoftin kokonaisratkaisun avulla asiakasyritys voi esimerkiksi korvata useita erillisiä ohjelmistoratkaisuja kerralla. Lemonsoftilla on myös monia kilpailijoitaan laajemmat resurssit tehdä tuotekehitystä tai hankkia teknologiaa ja osaamista yritysostoin.

Lemonsoftin jo tähän mennessä saavuttama vahva markkina-asema etenkin teollisuuden ja tukkukaupan toimialoilla antaa

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

Toimialan konsolidaatio ja kansainvälinen kilpailu lisääntyy

Yritysjärjestelyaktiiviteetti Lemonsoftin kohdemarkkinoilla on lisääntynyt, ja Lemonsoft on myös itse aktiivisesti mukana alan konsolidaatiossa kuskien paikalla. Rakentamisen toimialalla Lemonsoftin vahva kilpailija Admicom kartoittaa myös jatkuvasti yritysostokohteita ja on vuosien saatossa vahvistanut tuotekehitysresurssejaan ja tuotetarjoomaansa useilla yritysostoilla.

Tänä päivänä Lemonsoft kohtaa kilpailua myös pohjoismaisten toimijoiden suunnalta, jotka ovat tulleet Suomen markkinalle yritysostoin. Esimerkiksi Norjan pörssiin listattu, rakennusalan ohjelmistoratkaisuja toimittava Smartcraft on ollut viime vuosina aktiivinen yrityskaupparintamalla niin Suomessa kuin Pohjoismaissa. Ruotsalainen Confirma Software on myös ollut aktiivinen yritysjärjestelyissä Pohjoismaissa, ja sen alla on muun muassa Lemonsoftin kanssa kilpaileva DL Software.

Vuonna 2021 tanskalainen ohjelmistoyhtiö EG osti

rakennusalan ERP-ohjelmisto Jydacomin.

Pääomasijoittajataustainen EG on tehnyt tämän jälkeen useita yritysostoja Pohjoismaissa. Suomessa yritys osti vuonna 2024 pääosin rakennusalan ohjelmistoihin keskittyvän Easoftin. Vuoden 2023 lopulla Ruotsin rakennusalan ohjelmistokentässä tapahtui isompi järjestely, kun HVD Group (Hantsverksdata) ja Next yhdistyivät, ja pääomasijoittaja EQT tuli mukaan tähän kokonaisuuteen sijoittajaksi. Pääomasijoittaja KKR:n enemmistöomistama Accountor Software teki puolestaan julkisen ostotarjouksen Heeroksesta vuoden 2024 lopulla. Sama taho osti vuoden 2024 lopulla myös norjalaisen 24SevenOfficen ERP-liiketoiminnot. Isoista toimijoista noin 2,8 miljardin euron jatkuvaa liikevaihtoa tekevä Visma tekee myös yritysostoja kovalla tahdilla, joista osa osuu myös Lemonsoftin kanssa samoille kohdemarkkinoille.

Uskomme toimialan konsolidaatiokehityksen jatkuvan myös tulevaisuudessa, sillä pohjoismainen ERP-markkina kiinnostaa useita sijoittajatahoja. Markkinalle on muodostumassa useampia pääomasijoittajavetoisia yhtiöitä, jonka lisäksi listatut keskisuuret toimijat jatkavat laajentumistaan. Näkemyksemme mukaan Lemonsoftin vahva markkina-asema Suomessa teollisuuden ja tukkukaupan toimialoilla tekee myös yhtiöstä kiinnostavan ja potentiaalisen ostokohteen pitkällä aikavälillä markkinan keskittyessä.

Strategia 1/2

Strategian fokusalueet

Lemonsoft päivitti strategiaansa ja taloudellisia tavoitteitaan joulukuussa 2025. Yhtiö keskittyy strategiassaan vahvistamaan markkinaosuuttaan erityisesti teollisuuden ja tukkukaupan segmenteissä. Tämä oli odotettua, ja käytännössä yhtiö on viimeisen vuoden jo edistänyt strategiassa nyt määriteltyjä fokusalueita, jotka ovat seuraavat:

Markkinajohtajuus valituissa segmenteissä

Lemonsoft keskittyy vahvistamaan markkinaosuuttaan suomalaisissa pk-yrityksissä erityisesti teollisuuden ja tukkukaupan segmenteissä tarjoamalla valmiit, toimialakohtaiset prosessit, vahvan lokalisaation sekä korkealaatuisen käyttöönoton ja asiakastuen. Horisontaaliset tuotteet jatkavat laajemman pk-sektorin palvelemista ja tukevat kilpailukykyä ydinsegmenteissä. Uusiin vertikaaleihin laajentuminen on selektiivistä ja perustuu tuotteiden todistettuun markkinasopivuuteen niche-kategorioissa.

Tuotealueensa johtavat ratkaisut

Lemonsoft tarjoaa pk-yrityksille markkinoiden kattavimman selainpohjaisen ERP-ratkaisun, jonka avulla asiakkaat voivat rakentaa tarpeisiinsa sopivan kokonaisuuden yhden tuoteperheen sisällä. Myös muut konsernin keskeiset tuotteet ovat johtavia omissa kategorioissaan. Tekoäly tuodaan osaksi asiakkaiden päivittäisiä työnkuluja, mahdollistaen mitattavat tuottavuushyödyt – manuaalisten työvaiheiden poistamisen, paremman suunnittelun sekä käyttäjän ohjaamisen tehokkaampiin toimintatapoihin.

Tehokas ja yhtenäinen organisaatio

Lemonsoft-konserni toimii yhtenäisellä tavoitteenasetannalla, johdonmukaisella resurssien kohdistamisella sekä kahden vaiheen portfoliomallilla. Osaaminen ja investoinnit kohdennetaan alueille, joilla on suurin vaikutus kasvuun ja

kannattavuuteen. Parhaita käytäntöjä jaetaan konsernin sisällä laadun, nopeuden ja asiakastytytyväisyyden parantamiseksi.

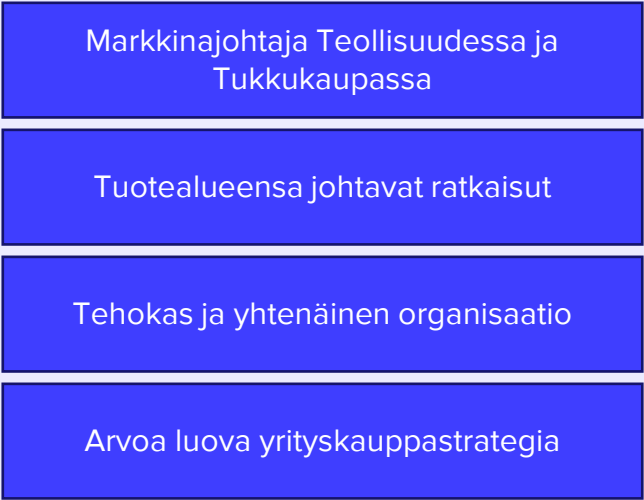
Arvoa luova yrityskauppastrategia

Lemonsoft hakee yritysostoja, jotka täydentävät kyvykkyksiä tai maantieteellistä kattavuutta, vahvistavat valittuja kategorioita ja täyttävät tiukat tuottovaatimukset sijoitetulle pääomalle. Integraatiot toteutetaan standardoidulla mallilla, joka painottaa kaupallisia synergioita, tuotteiden yhteentoimivuutta ja nopeaa arvonluontia.

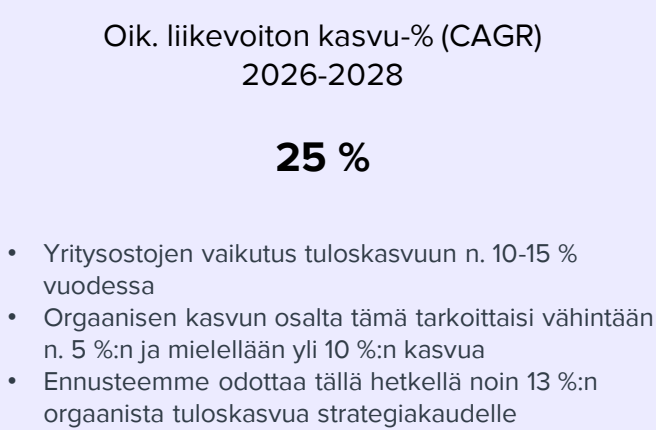
Taloudellisena tavoitteena kiihdyttää tulokasvua

Lemonsoftiin uutena taloudellisena tavoitteena on saavuttaa keskimäärin 25 %:n oikaistun liikevoiton kasvu vuosina 2026-2028. Yhtiö aikoo saavuttaa tulokasvun (1) kasvattamalla markkinaosuutta ydinsegmenteissään, (2) tiukalla kustannuskurilla ja (3) valikoiduilla yritysostoilla. Kasvuinvestointien ja kustannusohjauksen välistä painotusta mukautetaan markkinatilanteen mukaan. Ennustemme odottaa tällä hetkellä yhtiön strategiakaudelle keskimäärin noin 13 %:n oikaistun liikevoiton kasvua. Jo tehtyjen kulusäästöjen ja lähivuosina asteittain piristyvän markkinatilanteen myötä tämä on mielestämme hyvin saavutettavissa. Tulevien yritysostojen kokoluokka vaikuttaa osaltaan lähivuosien tulokasvuun, mutta orgaanisesti nykyinen ennustemme on mielestämme melko hyvin linjassa yhtiön tavoitteen kanssa. Yhtiön karkean arvion mukaan yritysostojen vaikutus vuosittaiseen tulokasvuun voisi olla strategiakaudella noin 10-15 %. Orgaanisen kasvun osalta tämä tarkoittaisi vähintään noin 5 %:n, mutta mielellään yli 10 %:n kasvua. Hyvällä strategian toteuttamisella tulokasvu voisi siis olla ennusteitamme vauhdikkaampaa ilman yritysostojakin. Keskeiset riskit strategian onnistumisen kannalta liittyvät myös orgaaniseen kasvuun (uusmyynnin kehitys ja asiakaspoistuma) ja sopivien yritysostokohteiden löytymiseen.

Strategian fokusalueet



Taloudellinen tavoite



Strategia 2/2

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 noin 49-63 % raportoidusta EPS:stä. Absoluuttisesti osinko on ollut viimeiset kolme vuotta vakaa 14 senttiä osakkeelta.

Yritysosastostrategia

Yritysosotot ovat keskeinen työkalu Lemonsoftin strategiassa, ja yhtiö on joulukuusta 2019 lähtien toteuttanut yhteensä 12 strategiansa mukaista yritysostoa. Tänä päivänä Lemonsoftin yritysostot kohdistuvat erityisesti markkina-aseman vahvistamiseen nykyisillä kohdetoimialoilla sekä tuotetarjooman laajentamiseen ja täydentämiseen.

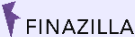
Lemonsoftilla on järjestelmällinen prosessi ostettujen yhtiöiden integroimiseksi osaksi konsernia. Lemonsoft pyrkii integraatioprosessilla erinomaiseen asiakaskokemukseen sekä ristiinmyynti- ja kustannussynergioihin. Ostettujen yhtiöiden brändi ja käyttöliittymä pysyvät tyypillisesti ennallaan tai lähes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

Lähtökohtaisesti Lemonsoft pyrkii ostamaan valmiiksi kannattavaa liiketoimintaa, ja kauppahinnan määrittäminen pohjautuu ensisijaisesti liikevoittokertoimeen. Käsityksemme mukaan tyypillisessä pienemmän kokoluokan (liikevaihto alle 2 MEUR) kaupassa tavoiteltu EV/EBIT-kerroin vaihtelee noin 4-10x välillä. Koska kilpailu hyvistä kohteista on tiukkaa ja arvostukset korkeita, korostaa yhtiö järjestelyissä pitkäjänteistä arvonluontia

ja yhteensopivuutta oman asiakasfokuksen, kulttuurin ja vision kanssa.

Lemonsoftin ostokohteet ovat olleet tähän mennessä varsin pieniä, liikevaihdon ollessa yleensä alle 2 MEUR. Finvoicer on tähän mennessä ollut suurin ostokohde noin 4 MEUR:n liikevaihdolla. Vastaavanlaisia pienempiä kohteita on ymmärryksemme mukaan markkinoilla edelleen hyvin tarjolla. Yhtiö on myös kiinnostunut suuremmista, noin 2-10 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevista ostokohteista, mutta täällä arvostustasot nousevat useammin esteeksi kaupan toteutumiselle. Lemonsoftilla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset kiihdyttää yritysjärjestelyillä tulokasvuaan ja luoda omistaja-arvoa, jos yhtiö löytää jatkossakin järkevää ostettavaa kohtuullisella arvostuksella.

Lemonsoftin yritysostot

12/2019		• Liikevaihto 0,2 MEUR • Uutta osaamista
1/2020		• Liikevaihto 1,7 MEUR, EBIT n. 38 % • Tarjooman laajennus, voi myydä myös osa-ratkaisuna
4/2020		• Liikevaihto 0,3 MEUR • Rakennusvertikaalin vahvistaminen, uusi toiminnallisuuksia
4/2021		• Liikevaihto 0,7 MEUR • Varastonhallintaratkaisu teollisuuteen
6/2021		• Liikevaihto 1,0 MEUR • Kustannuslaskentaratkaisu rakennusallalle
8/2021		• Liikevaihto 1,8 MEUR, EBIT n. 31 % • Asiantuntijapalveluvertikaalin vahvistaminen
5/2022		• Liikevaihto 1,5 MEUR, EBIT n. 48 % • Teollisuuden ja tukkukaupan kuljetusten optimointi
7/2022		• Liikevaihto 1,2 MEUR, käyttökate n. 17 % • Tarjooman vahvistaminen talousjohtamisen ratkaisuissa (esim. budjetointi- ja ennustamistyökalut)
11/2022		• Liikevaihto 0,4 MEUR • Työajanseurannan ratkaisuja erityisesti rakennusallalle
6/2023		• Liikevaihto 3,9 MEUR, EBITDA 26 % • Laskun elinkaaren hallinta
6/2024		• Liikevaihto 0,8 MEUR, EBIT 7 % • Huollon ja kunnossapidon hallinta
7/2024		• Liikevaihto 0,8 MEUR, EBIT 35 % • Vuokratoimialan ja kalustonhallinnan toiminnanohjaus

Taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihto jatkanut kasvussa yritysostoilla, mutta kannattavuus heikentynyt viime vuosina

Lemonsoftin liikevaihto on ollut koko 2010-luvun vahvalla kasvu-uralla. Liikevaihto on kasvanut vuoden 2013 3,1 MEUR:sta 28,9 MEUR:oon vuoteen 2024 mennessä (CAGR 14-24: 22,5 %). Kasvu on ollut valtaosin orgaanista, mutta etenkin viime vuosina yhä enemmän yritysostojen harteilla. Vuosina 2021-2022 orgaaninen kasvu oli 13 % ja 10 %. Orgaanista kasvua on ajanut erityisesti SaaS-uusmyynnin kasvu yhtiön kohdetoimialoilla.

Talousnäköymän heikennyttyä vuosina 2023-2024 orgaaninen kasvu (-2 % ja -1 %) kääntyi lievästi negatiiviseksi. Vuonna 2024 kasvua jarrutti konsultointiliikevaihdon (2024: 4,8 MEUR) vaatimaton kehitys. Tässä näkyi muun muassa uusmyynnin pehmeys ja sitä kautta vaikutus käyttöönottoprojekteihin, joiden kanssa yhtiöllä oli muutenkin vuoden mittaan haasteita. Vuonna 2022 ostetun Logentian palveluliikevaihto on myös kehittynyt viime aikoina käsityksemme mukaan pehmeästi. Lemonsoft alkoi strategiassaan muutenkin vuoden 2024 aikana keskittymään erityisesti SaaS-liikevaihdon vauhdittamiseen, eikä konsultointi ole liiketoiminnan ytimessä. Jatkuvan liikevaihdon (ARR) orgaaninen kasvu olikin koko vuoden osalta noin 2 %:ssa.

Lemonsoftin tulos ja kannattavuus ehti liiketoiminnan skaalautuvuuden ansiosta nousta jo erittäin hyvälle tasolle (2019-2022 oik. EBIT 31-33 %), mutta tämän jälkeen kannattavuudessa on nähty heikentymistä (2024: 22 %). Lisätyt kasvupanostukset ja kustannusinflaatio yhdistettynä hyytyneeseen orgaaniseen kasvuun selittävät tästä osan. Lisäksi yritysostot ovat arviolta kokonaisuutena laimentaneet suhteellista kannattavuutta. Lisäksi vuonna

2024 teknologia-alustan kehittämiseen liittyvät hankkeet (Azure-siirtymä ja verkkolaskuoperaattorikumppanin vaihto) aiheuttivat merkittäviä kuluja. Näiden negatiivinen vaikutus alkoi hellittää vuoden 2025 loppupuolella. Pidemmällä aikavälillä Lemonsoftin kannattavuudella on mielestämme potentiaalia parantua takaisin kohti historiallisia tasoja orgaanisen kasvun piristyessä.

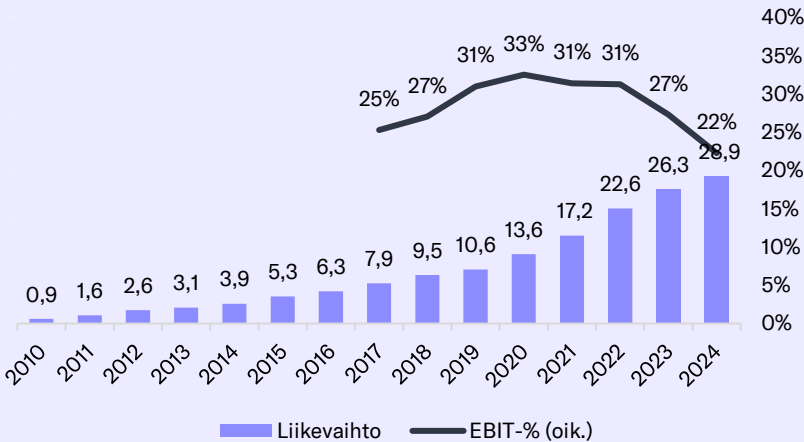
Kulurakenne

Lemonsoftin materiaalit ja palvelut -kuluerä on ollut viime vuosina noin 10-14 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon. Bruttokate on siten jo erittäin hyvällä tasolla ja pitkällä aikavälillä näemme siinä korkeintaan lievää parannuspotentiaalia. Kuluerästä valtaosa liittyy palvelinkuluihin sekä transaktiopalveluiden tarjoamiseen.

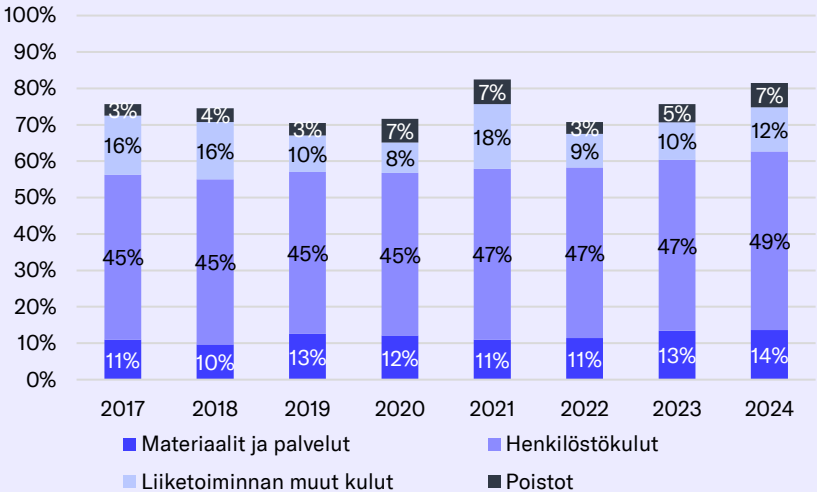
Lemonsoftin kulurakenteesta valtaosa koostuu ohjelmistoyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Nämä vastasivat noin 49 % liikevaihdosta vuonna 2024, mikä on historiallista tasoa (45-47 %) korkeammalla. Vuonna 2025 toteutettujen kustannussäästöjen ja tehostamistoimien myötä kulujen suhteellinen osuus laskee jälleen. Näemme henkilöstökuluissa edelleen eniten skaalautumispotentiaalia, missä keskeistä on saada keskipitkällä aikavälillä niin tuotekehityksestä kuin myynnistä yhä enemmän tehoja irti.

Lemonsoftin liiketoiminnan muut kulut vastasivat vuonna 2024 noin 12 % liikevaihdosta. Kuluerän suhteellinen osuus on noussut viime vuosista käynnissä olleiden teknologiahankkeiden vuoksi. Siten lähivuosille kuluerässä pitäisi olla jonkin verran skaalautumispotentiaalia. Kuluerän suhteellinen osuus on kuitenkin jo melko matalalla suhteessa liikevaihtoon, ja monet tänne liittyvät kulut ovat pitkälti henkilömäärään ja liikevaihdon kasvuun sidoksissa.

Liikevaihto ja kannattavuus



Kulurakenne %-liikevaihdosta



Taloudellinen tilanne 2/2

Lemonsoftin poistot (2024: 1,9 MEUR) koostuivat valtaosin yritysostojen PPA-poistoista (0,85 MEUR), aktivoitujen kehitysmenojen poistoista sekä IFRS16-vuokrasopimuksiin liittyvistä poistoista. Lemonsoftin taseeseen aktivoitavat tuotekehitysinvestoinnit (2024: 0,8 MEUR vs. 2023: 1,7 MEUR) pienenivät vuonna 2024 selkeästi, mikä osaltaan vaikutti negatiivisesti tuloslaskelmalla näytettävään kannattavuuteen. Myös vuoden 2025 ensimmäisen 9 kuukauden aikana yhtiö teki tuotekehityssaktivointeja (0,54 MEUR) hyvin maltillisesti.

Vahva tase ja hyvä kassavirtaprofiili

Lemonsoftin Q3'25 lopun taseen loppusumma oli 47,3 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin yritysostojen liikearvosta, aineettomista hyödykkeistä, saamisista ja kassasta. Sijoituksissa (2,2 MEUR) näkyvät Vaasan ja Joensuun omistettut toimitilat.

Vastattavaa-puoli koostui pääosin omasta pääomasta, korollisista veloista sekä korottomista veloista. Korollista velkaa oli yhteensä 10,9 MEUR, josta IFRS16-vuokrasopimusvelat olivat noin 0,4 MEUR. Lemonsoftin käyttöpääoma on selvästi negatiivinen, eikä kasvu näin ollen sido pääomaa.

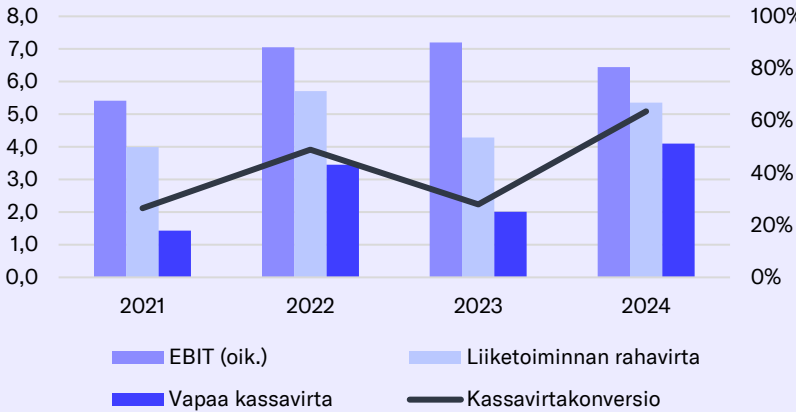
Q3'25 lopussa Lemonsoftin omavaraisuusaste oli 61 % ja nettovelkaantumisaste 22 %. Nettovelkaa oli kohtuullisesti 6,4 MEUR ja tase on kokonaisuutena hyvässä kunnossa. Viimeisen 12kk luvuilla nettovelka/käyttökate oli 0,7x.

Lemonsoftin liiketoiminta luo hyvää rahavirtaa (2024: 5,4 MEUR), ja matalan investointitarpeen takia yhtiö pystyy pitämään osingonjakosuhteen halutessaan suhteellisen korkeana, riippuen kuitenkin yritysostojen toteuttamistahdista. Hyvän kassavirtaprofiilin ansiosta myös vieraan pääoman hyödyntäminen yritysostojen

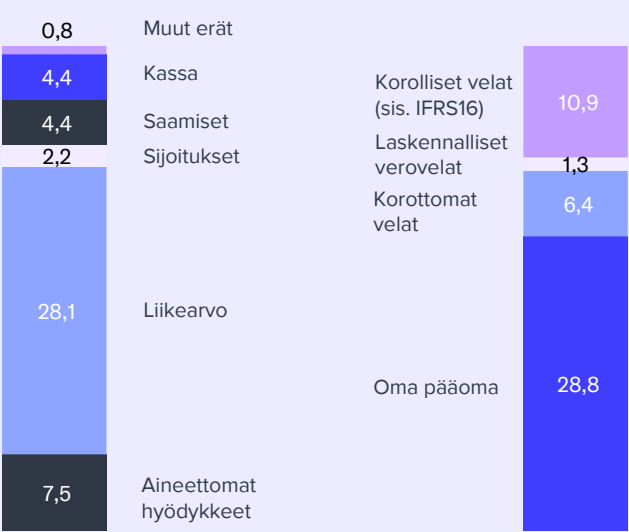
rahoituksessa on järkevää. Laskelmiemme mukaan Lemonsoft teki vuonna 2024 vapaata rahavirtaa (ennen yritysostoja) noin 4,1 MEUR, mikä tarkoittaa 64 %:n konversiota oikaistusta liikevoitosta. Tätä ennen kassavirtakonversio jäi muutaman vuoden heikommaksi, mutta arvioimme vuoden 2024 heijastelevan paremmin normaalimpaa tasoa, missä pitäisi olla edelleen jonkin verran parantamisvaraa. Vuoden 2025 ensimmäiseltä 9 kuukaudelta vapaa rahavirta (4,5 MEUR) vastaa hyvää 84 %:n konversiota oikaistusta liikevoitosta.

Hyvässä kunnossa olevaa tasetta ja kassavirtaa heijastellen Lemonsoft aloitti vuoden 2024 syksynä omien osakkeiden takaisinosto-ohjelman, jolla hankittiin 1,6 % osakekannasta. Q2'25:lla yhtiö hankki noin 2,5 MEUR:lla omia osakkeitaan (2,2 % osakekannasta) käänteisellä tarjousmenettelyllä. Lisäksi yhtiö käynnisti tämän jälkeen uuden omien osakkeiden osto-ohjelman, jolla hankitaan noin 1,6 % osakekannasta. Pidämme omien osakkeiden hankintaa järkevänä pääoman allokoitina ja viime vuosina pääosin maltillisesti arvostetun osakkeen valossa ostot ovat hyvin perusteltuja.

Kassavirran kehitys



Tase Q3'25 lopussa



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Arvioimme Lemonsoftin liikevaihdon kehitystä kolmen liikevaihtoerän kautta:

- SaaS-tuotot
- Transaktioliikevaihto
- Koulutus- ja konsultointipalvelut

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

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 liikevaihdon tulevan nykyisiltä kohdemarkkinoilta. Mielestämme lähivuosien kasvuennustemme eivät ole erityisen vaativia, ja ne pitäisivät olla saavutettavissa jo lievällä markkinatilanteen piristymisellä.

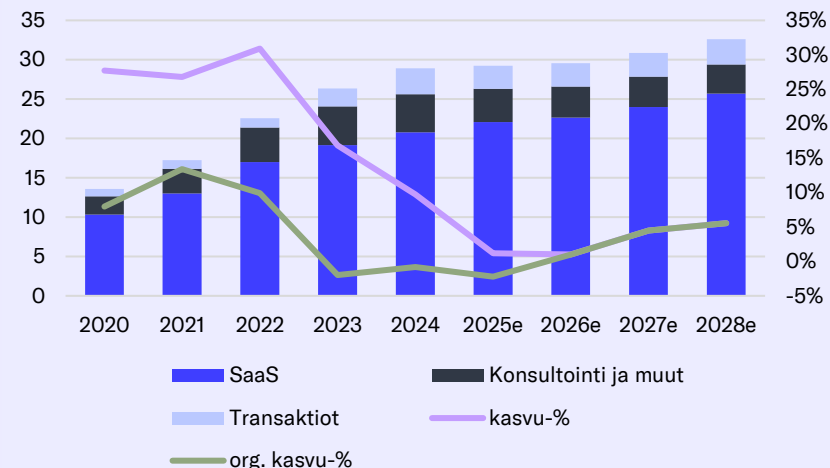
Lemonsoftin kannattavuuden määrittää käytännössä myyntikate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Viime vuosien yritysostojen, organisaatiomuutosten, teknologia-alustan kehittämisen ja muiden panostusten myötä Lemonsoftin operatiiviset kulut ovat tällä hetkellä mielestämme koholla suhteessa liikevaihtoon. Odotammekin vuoden 2025 jälkeen kulurakenteen alkavan skaalautua ja kannattavuuden asteittain parantuvan ennustamamme maltillisen orgaanisen kasvun tukemana.

Arvioimme myös bruttomarginaalin asteittain nousevan lähivuosina, kun uuden alustan kanssa päästään paremmin normaaliin päiväjärjestykseen. Kannattavuuden osalta edellytykset paranevalle kehitykselle ovat muutenkin hyvät, kun läpivietyjen teknologiahankkeiden sekä organisaatiomuutosten hyötyjä aletaan nähdä lähivuosina.

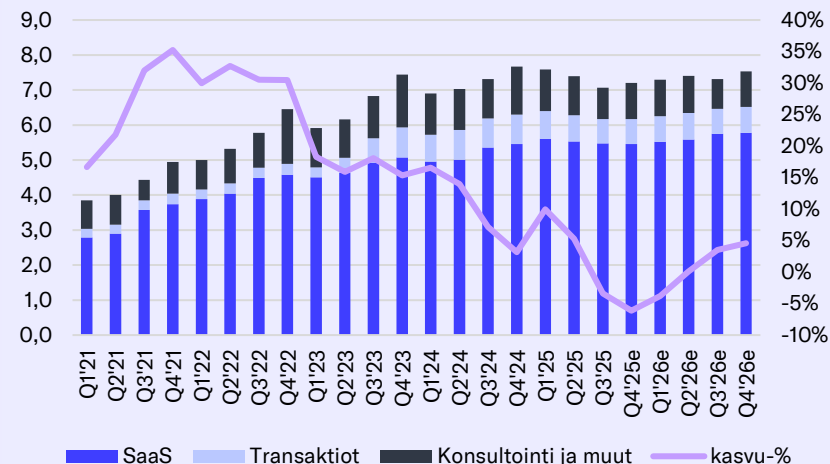
Yleisesti näkyvyys Lemonsoftin liikevaihdon ja kannattavuuden kehityksen suhteen on melko hyvä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä liikevaihto perustuu yli 87 %:sti jatkuvaluonteisiin SaaS- ja transaktiotuottoihin. Odotamme myös tulevan kasvun tulevan erityisesti SaaS-tuotoista ja transaktioista, kun taas konsultoinnin jatkavan lähivuosina loivassa laskussa. Suomen heikko taloustilanne on jarruttanut viime vuosina Lemonsoftin orgaanista kasvua, mutta tältä osin pahin näyttäisi olevan takanapäin ja näkymä hiljalleen piristymässä. Näin ollen viime vuosina kasvua jarruttaneet tekijät voivat lähivuosina kääntyä myötätuuleksi uusmyynnin piristyessä, asiakkaiden lisätessä ohjelmistojen käyttöä ja konkurssien aiheuttaman asiakaspoistuman pienentyessä. Uskomme myös Lemonsoftin pystyvän tukemaan vuosittain orgaanista kasvuaan hinnankorotuksilla.

Pitkän aikavälin ennusteita heikentää näkyvyys Lemonsoftin myyntipanostusten onnistumiseen ja kilpailuaseman kehitykseen. Näkyvyyttä heikentää jossain määrin myös Lemonsoftin asiakastoimialalle (erityisesti teollisuus) tyypilliset suuret suhdannevaihtelut, joskin seuraava liike on näillä näkymin ylöspäin. Pitkän aikavälin kasvunäkymää tukee yhtiön kohdetoimialoilla etenevä digitalisaatio, jonka myötä toimintaa tehostavien ohjelmistojen käyttö lisääntyy varmasti myös tulevaisuudessa.

Liikevaihto tuottolajeittain ja kasvu-%



Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin (MEUR)



Ennusteet 2/3

Vuoden 2025 ennuste

Lemonsoft ohjeistaa tälle vuodelle 0-10 %:n liikevaihdon kasvua ja 18-24 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Yhtiön Q3-raportin kommenttien perusteella markkinatilanne jatkuu lyhyellä tähtäimellä vaikeana, vaikka joitakin positiivisia merkkejäkin esimerkiksi teollisuuden suunnalta on nähty. Suurimmat muutokset yhtiön organisaatiossa ja teknologia-alustassa ovat nyt myös takanapäin ja tilanne alkaa tältä osin rauhoittua. Käsityksemme mukaan yhtiö on tehnyt joitakin rekrytointia loppuvuodesta, joten henkilöstömäärä voi taas hieman nousta tulevina neljänneksinä. Olemme tätä heijastellen tarkistaneet loppuvuoden oletuksiamme kulurakenteen osalta hieman ylöspäin.

Ennustamme Lemonsoftin vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan 1 %:n ja orgaanisesti liikevaihdon laskevan -2,2 %. Kasvua vetää ennusteissamme SaaS-tuotot (+6 %), kun samalla odotamme konsultointiliikevaihdon (-13 %) ja transaktioiden (-11 %) jatkavan koko vuoden osalta laskutrendissä. Oikaistun liikevoittomarginaalin ennustamme nousevan 23,8 %:iin, joten olemme sen osalta Lemonsoftin ohjeistushaarukan ylälaidalla. Q4:ltä tämä suoritus tarkoittaisi liikevaihtoon 6 %:n laskua ja 21,5 %:n oikaistua liikevoittoa.

Vuosien 2026-2028 ennusteet

Lemonsoftin uudelleenorganisoidun myyntitiimin ja uuden myyntijohtajan vetämänä myyntityötä päästään jatkossa edistämään uudella energialla. Q3'25:llä nähdyn kehityksen perusteella myynti on kuitenkin vuonna 2025 sujunut vielä melko vaimeasti. Ennusteessamme tällä hetkellä hitaasti sujuva myynti näkyy H1'26:lla Lemonsoftin hitaassa kasvussa. Odotamme tilanteen alkavan hieman parantua

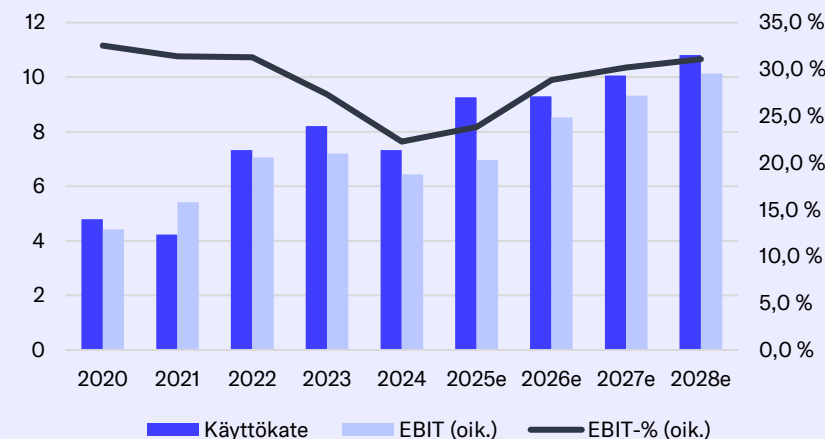
H2'26:lla, mutta koko vuoden kasvun (1 %) jäävän vielä vaisuksi. Tehtyjen kulusäästöjen myötä odotamme kuitenkin oikaistun liikevoittomarginaalin paranevan 28,9 %:iin. Todennäköisesti vuoden 2026 kasvu tulee saamaan piristettä uusista yrityskaupoista.

Vuosina 2027-2028 ennustamme Lemonsoftin orgaanisen kasvun piristyvän 4,5-5,6 %:n tasolle ja oikaistun liikevoiton paranevan 30-31 %:iin. Odotamme kasvun tulevan erityisesti SaaS-tuotoista ja transaktioista, kun taas konsultoinnin jatkavan loivassa laskussa. Mielestämme ennusteet eivät ole erityisen vaativia, mikäli markkinatilanne lähtee piristymään. Paranevassa markkinassa kasvun kiihdyttämisen pitäisi olla hyvin tehtävissä uusmyynnin paranemisen, hinnankorotusten sekä lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien paremman hyödyntämisen kautta. Markkinatilanteen parantuessa ja strategian erittäin hyvällä toteuttamisella myös kaksinumeroinen orgaaninen kasvu on mielestämme mahdollista keskipitkällä aikavälillä. Tämä on myös Lemonsoftin tavoitteena.

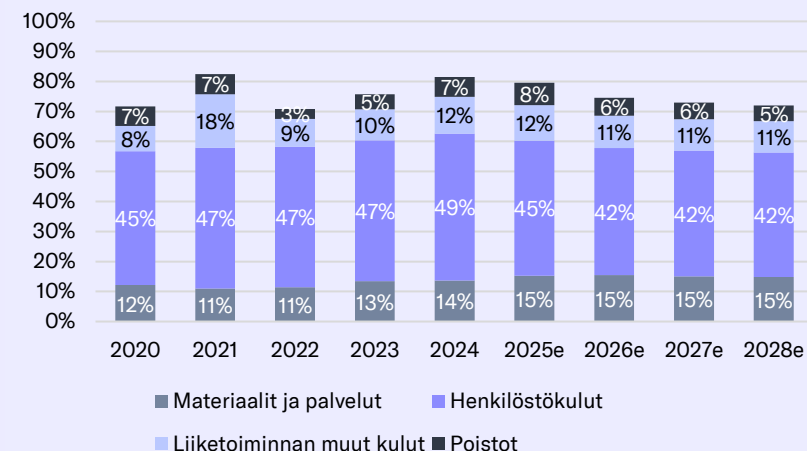
Kokonaisuutena odotamme Lemonsoftin oikaistun liike tuloksen kasvavan vuosina 2026-2028 keskimäärin noin 13 % vuodessa. Tämän päälle yhtiöltä nähdään todennäköisesti kasvua kiihdyttäviä yritysostoja. Toisaalta joissakin vanhoissa yritysostoissa nähdään luultavasti jatkossakin perälaudan vuotamista, mikä jarruttaa kasvua.

Ennustamme vuodesta 2026 lähtien yhtiön korottavan osinkoaan sentillä vuosittain (2025e: 0,14 EUR), mikä tarkoittaisi 42-48 %:n osingonjakosuhdetta raportoidusta EPS:istä laskettuna.

Käyttökate ja liikevoitto (oik.)



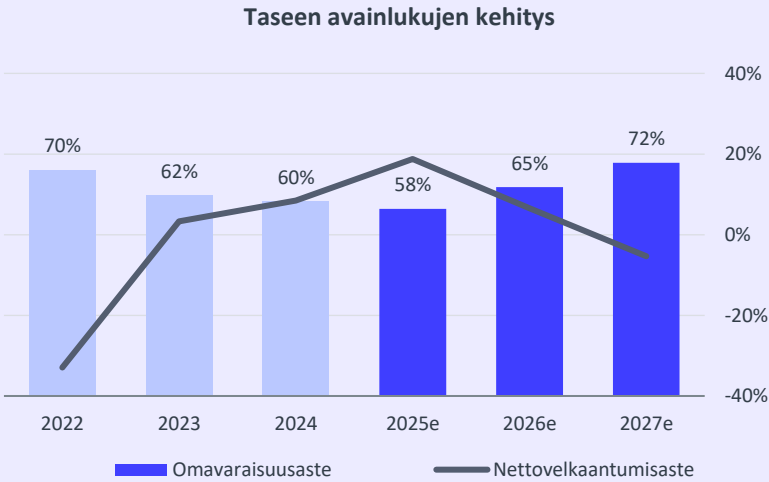
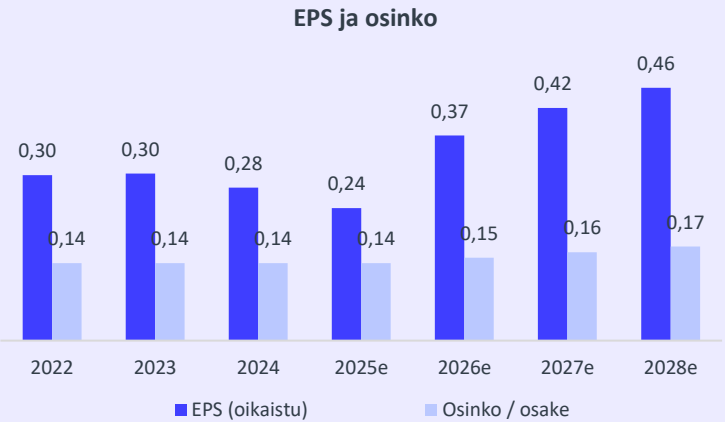
Kulurakenne %-lv:sta



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2029-2032 ennustamme liikevaihdon kasvun jatkuvan noin 5 %:n vauhtia. Tämän jälkeen odotamme vauhdin laskevan vuoteen 2034 mennessä 2,5 %:iin, mikä on myös ikuisuuskasvuoletuksemme. Pitkällä aikavälillä kasvua hidastaa ennusteessamme nykyisten päätoimialojen saturoitumisen myötä tapahtuva uusmyynnin kasvun hidastuminen, kasvava luontainen asiakaspoistuma, sekä olemassa olevien asiakkuuksien laajentumisen hidastuminen. Kannattavuuden odotamme jatkavan asteittain nousevalla uralla ja raportoidun liikevoiton yltävän vuosikymmenen lopulla 29 %:n tasolle. Oikaistun liikevoiton tasolla tämä tarkoittaa noin 32 %:n marginaalia. Ikuisuusoletuksessa olemme asettaneet liikevoittomarginaalin 30,5 %:iin.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	26,3	6,9	7,0	7,3	7,7	28,9	7,6	7,4	7,1	7,2	29,3	29,5	30,9	32,6
Saas	19,1	5,0	5,0	5,4	5,5	20,8	5,6	5,5	5,5	5,5	22,1	22,6	24,0	25,7
Konsultointi ja muut	4,9	1,2	1,2	1,1	1,4	4,8	1,2	1,1	0,9	1,0	4,2	4,0	3,8	3,7
Transaktiot	2,3	0,8	0,8	0,8	0,8	3,3	0,8	0,7	0,7	0,7	2,9	2,9	3,0	3,2
Käyttökate	8,2	1,4	1,6	2,6	1,8	7,3	2,9	1,6	2,9	1,8	9,3	9,3	10,1	10,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-1,9	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-2,2	-1,8	-1,7	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,2	1,1	1,3	2,5	1,5	6,4	1,8	1,2	2,5	1,5	7,0	8,5	9,3	10,1
Liikevoitto	6,9	0,9	1,2	2,1	1,3	5,4	2,4	0,9	2,4	1,3	7,1	7,5	8,3	9,1
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,7	-0,4	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	6,7	0,9	1,0	2,0	1,1	4,9	1,3	0,7	2,3	1,2	5,4	7,1	8,0	8,8
Verot	-1,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	-1,2	-1,5	-1,5	-1,7
Vähemmistöosuudet	-0,05	0,06	0,02	-0,03	0,07	0,1	0,03	0,03	0,01	0,01	0,1	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,3	0,7	0,8	1,7	1,0	4,1	1,0	0,5	1,8	0,9	4,2	5,6	6,5	7,2
EPS (oikaistu)	0,30	0,04	0,05	0,11	0,07	0,28	0,02	0,04	0,10	0,07	0,23	0,37	0,42	0,46
EPS (raportoitu)	0,29	0,04	0,04	0,09	0,05	0,22	0,06	0,03	0,10	0,05	0,25	0,32	0,37	0,40

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	16,5 %	14,0 %	7,2 %	3,2 %	9,7 %	10,0 %	5,3 %	-3,4 %	-6,1 %	1,2 %	1,0 %	4,5 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2,0 %	-23,5 %	-12,1 %	3,4 %	-16,8 %	-10,5 %	56,3 %	-11,5 %	0,1 %	2,8 %	8,1 %	22,4 %	9,4 %	8,6 %
Käyttökate-%	31,2 %	20,3 %	22,4 %	35,2 %	23,2 %	25,3 %	38,8 %	21,9 %	41,0 %	25,0 %	31,7 %	31,5 %	32,6 %	33,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	27,3 %	16,2 %	19,1 %	33,8 %	19,6 %	22,3 %	23,1 %	16,0 %	35,1 %	21,5 %	23,8 %	28,9 %	30,2 %	31,1 %
Nettotulos-%	20,1 %	9,5 %	10,8 %	23,6 %	13,2 %	14,3 %	13,0 %	7,3 %	25,3 %	12,8 %	14,5 %	19,0 %	21,1 %	22,0 %

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	29,3	29,3	0 %	29,5	29,5	0 %	30,9	30,9	0 %
Käyttökate	9,5	9,3	-3 %	9,3	9,3	0 %	10,1	10,1	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,3	7,0	-4 %	8,5	8,5	0 %	9,3	9,3	0 %
Liikevoitto	7,4	7,1	-4 %	7,5	7,5	0 %	8,3	8,3	0 %
Tulos ennen veroja	5,7	5,4	-5 %	7,1	7,1	0 %	8,0	8,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,24	0,23	-5 %	0,37	0,37	0 %	0,42	0,42	0 %
Osakekohtainen osinko	0,14	0,14	0 %	0,15	0,15	0 %	0,16	0,16	0 %
Lähde: Inderes									

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	35,6	39,4	38,5	38,2	37,8
Liikearvo	23,1	28,1	28,1	28,1	28,1
Aineettomat hyödykkeet	7,2	8,1	7,5	7,0	6,6
Käyttöomaisuus	1,3	1,0	0,8	0,9	1,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	4,0	2,2	2,2	2,2	2,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	13,3	14,5	11,5	11,5	12,0
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,8	6,7	6,1	6,1	6,4
Likvidit varat	7,4	7,7	5,3	5,3	5,6
Taseen loppusumma	48,9	53,9	50,0	49,7	49,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	30,4	32,5	28,8	31,9	35,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,3	13,8	15,5	18,7	22,5
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	17,8	18,4	12,9	12,9	12,9
Vähemmistöosuus	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	7,3	9,3	9,9	7,3	4,3
Laskennalliset verovelat	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	6,1	7,9	8,5	5,9	2,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	11,2	12,0	11,3	10,4	9,8
Korolliset velat	2,3	2,5	2,1	1,5	0,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,7	9,2	8,8	8,6	8,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Taseen loppusumma	48,9	53,9	50,0	49,7	49,9

Sijoitusprofiili

1

Tehdyt muutokset ja investoinnit luoneet perustaa orgaanisen kasvun kiihdyttämiseksi

2

Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli

3

Laaja ja kilpailukykyinen tuoteportfolio pk-yritysten toiminnanohjaukseen

4

Hyvässä kunnossa oleva tase ja hyvä rahavirta mahdollistavat yritysostot

5

Vahva markkina-asema valituilla kohdetoimialoilla

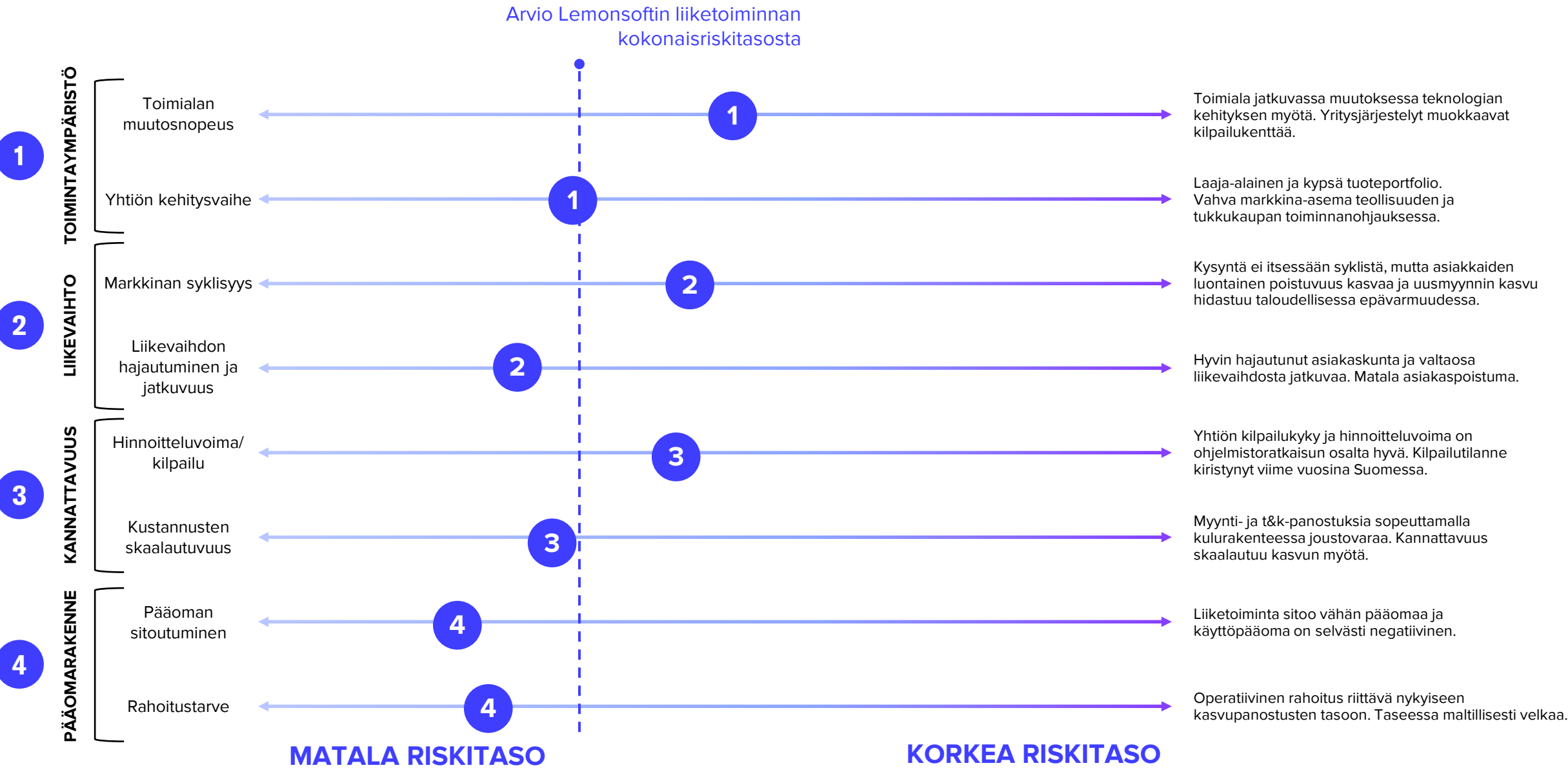
Potentiaali

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

Riskit

- Heikko talousympäristö luo epävarmuutta orgaanisen kasvunäkymän ylle
- Yritysostot ja niiden integrointi
- Tuoteportfolion liika hajautuminen ja fokuksen menettäminen
- Kilpailun kiristymisen
- Teknologia- ja tietoturvariskit

Liiketoiminnan riskiprofiili



Arvonmääritys 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

Lemonsoftin liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden suosimme arvostuksen tarkastelussa erityisesti tulos pohjaisia arvostuskertoimia, kuten EV/EBIT. Vakaiden ja suhteellisen hyvin ennustettavien kassavirtojen ansiosta myös DCF-malli on hyvin käyttökelpoinen arvonn määritysmenetelmä Lemonsoftille.

Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

Lemonsoftin liiketoimintamallista sekä sijoitusprofiilista löytyy tekijöitä, jotka tukevat osakkeen suhteellisen korkeaa arvostusta. Yhtiöllä on historiasta hyviä näyttöjä kannattavasta kasvusta ja sitä kautta omistaja-arvon luonnista. Liiketoiminnan skaalaetujen ansiosta yhtiön kannattavuus on jo hyvällä tasolla, mutta siinä on edelleen potentiaalia parantaa. Liiketoiminnan kassavirtaprofiili on myös hyvä, mikä mahdollistaa vuosittain tasaisen osinkovirran ja omien osakkeiden ostot riippuen kuitenkin siitä, miten voimakkaasti yhtiö allokoii pääomiaan yritysostoihin. Lisäksi Lemonsoftin pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät ja riskiprofiili kokonaisuudessaan maltillinen. Yhtiön liiketoiminta on valtaosin jatkuva, monet yhtiön ratkaisut ovat asiakkaan kannalta liiketoimintakriittisiä ja yhtiöllä on tarjota laaja ja kilpailukykyinen tuoteportfolio kohdetoimialoilleen.

Vuodesta 2023 alkaen Lemonsoftin orgaaninen kasvuvauhti on jäänyt vaatimattomaksi, mikä osittain menee heikon markkinatilanteen piikkiin. Suunnan kääntämiseksi yhtiön on kuitenkin myös petrattava omaa tekemistään, ja uuden toimitusjohtajan voimin useita korjaavia toimenpiteitä tehtiin vuoden 2025 aikana. Arvioimme mukaan heikko orgaaninen kasvu painaa tällä hetkellä osakkeen

arvostusta, mutta avaimet vauhdin kiihdyttämiseen ovat yhtiön käsissä, jonka lisäksi jossain vaiheessa myös markkinatilanne tulee kääntymään paremmaksi.

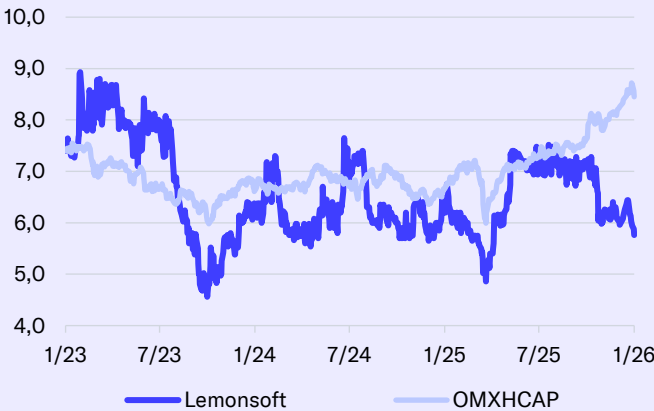
Ennusteillamme Lemonsoftin vuoden 2025 yritysostojen PPA-poistoilla oikaistu EV/EBIT-kerroin on 15x. Pelkästään lyhyen aikavälin vaisuun kehitykseen suhteutettuna kerroin on melko neutraali, mutta uskomme Lemonsoftin keskipitkän aikavälin tulos potentiaalin olevan selvästi vuoden 2025 tasoa korkeammalla. Vuoden 2026 ennusteellamme arvostus (EV/EBIT 12x) näyttää jo maltilliselta, ja siten lyhyen aikavälin vaisu kasvunäkymää on jo hinnoiteltu osakkeeseen. Mikäli markkina lähtee piristymään, ja ennustamamme tuloskasvu toteutuu, näyttää keskipitkän aikavälin arvostus houkuttelevalta (2027e-2028e EV/EBIT 11x-10x). Tuloskasvua on myös mahdollisuus kiihdyttää jatkossakin onnistuneilla yritysostoilla, joita yhtiö hyvin todennäköisesti tekee seuraavan 12kk aikana.

Eri arvonn määritysmenetelmien pohjalta arvioimme Lemonsoftin käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 6,5-8,0 euroa. Tämä vastaisi vuoden 2026 tulostasolla noin 14x-17x EV/EBIT-kerrointa. Lähivuosien tuloskasvun myötä käyvässä arvossa voisi näkemyksemme mukaan olla vielä jonkin verran nousupotentiaalia. Tavoitehinnallamme (7,1 EUR) osaketta hinnoiteltaisiin vuosien 2025-2026 tulosennusteillamme noin 19x-15x EV/EBIT-kertoimella.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,76	5,76	5,76
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	103	103	103
Yritysarvo (EV)	108	105	101
P/E (oik.)	24,0	15,5	13,7
P/E	23,5	18,3	15,8
P/B	3,3	3,6	3,2
P/S	3,5	3,5	3,3
EV/Liikevaihto	3,7	3,5	3,3
EV/EBITDA	11,7	11,3	10,0
EV/EBIT (oik.)	15,5	12,3	10,8
Osinko/tulos (%)	57,1 %	47,6 %	43,8 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,6 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Osakekurssin kehitys



Lähde: Millistream Market Data AB

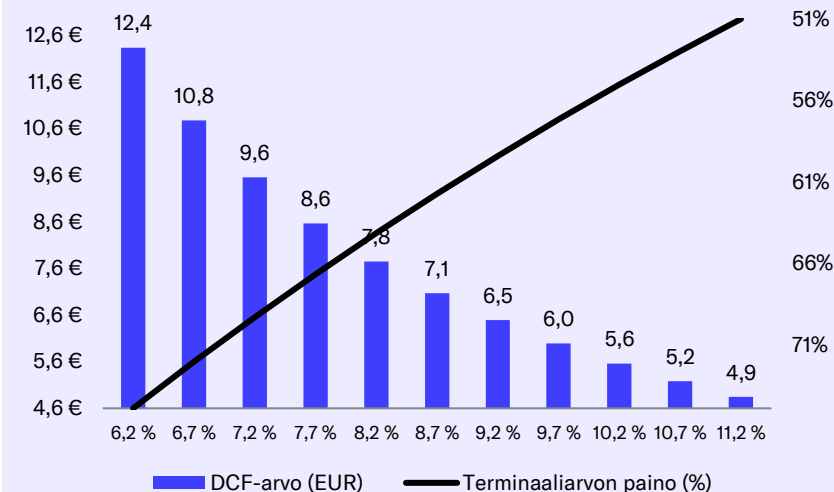
Arvonmääritys 2/4

DCF-malli

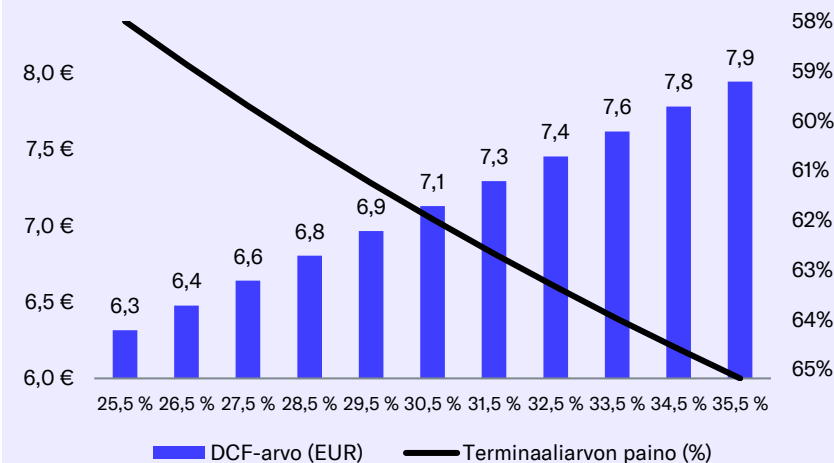
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Lemonsoftille nykyisillä ennusteillamme noin 7,2 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2034-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 30,5 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 62 %, mikä kertoo merkittävän osan Lemonsoftin arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista.

Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 8,7 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 9,3 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme tuottovaateen taso on kohtuullinen ja hyvin perusteltavissa Lemonsoftin liiketoiminnan melko matalalla riskiprofililla. Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa ja terminaalikannattavuudelle viereisissä kuvaajissa. Malli on erityisesti melko herkkä käytetylle tuottovaateelle.

DCF-arvon herkkyyks muutoksille WACC-%:ssa



DCF-arvon herkkyyks muutoksille terminaaliliikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



Arvonmääritys 3/4

Suhteellinen arvostus näyttää kohtuulliselta

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

Suhteessa lähimpiin verrokkeihin EV/EBIT-kertoimella Lemonsoftia hinnoitellaan alennuksella maltillisesti arvostettuun Admicomiin nähden (2026e EV/EBIT 16x). Admicomin orgaaninen kasvuprofiili on tällä hetkellä jonkin verran Lemonsoftia parempi ja yhtiön liikevoitosta konvertoituu myös enemmän kassavirtaa, mikä on hyvä huomioida kertoimia vertailtaessa.

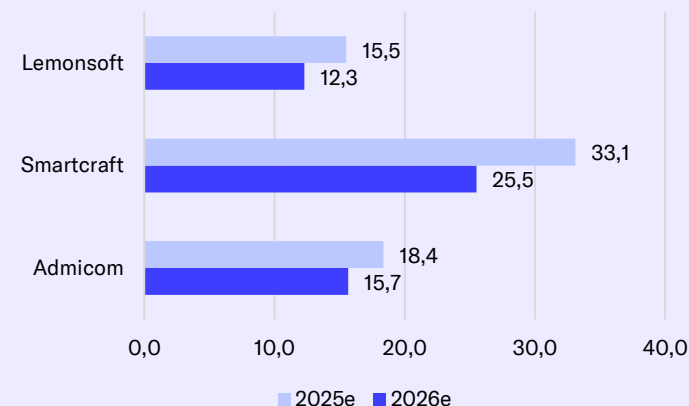
Korkealle hinnoiteltuun Smartcraftiin (2026e 26x) nähden Lemonsoftin arvostus on merkittäväällä alennuksella. Smartcraftin lähivuosien ennustettu tuloskasvuvauhti on myös selkeästi Lemonsoftia vahvempi, jonka pohjalta yhtiön korkeampi arvostus on myös tietyiltä osin perusteltavissa. Kaiken kaikkiaan norjalaisverrokin arvostus on hyvin eri tasolla kuin mitä sijoittajat ovat tällä hetkellä suomalaisista yhtiöistä valmiita maksamaan. Näkemyksemme mukaan arvostusero todennäköisemmin kaventuu suomalaisten yhtiöiden arvostuksen nousun ja/tai Smartcraftin arvostustason laskun kautta.

Koko verrokkiryhmän mediaaniin (2025e-2026e EV/EBIT 19x-15x) nähden Lemonsoftin arvostus on myös selkeällä alennuksella. Yhtiökohtaiset erot ovat kuitenkin verrokkiryhmän sisällä erittäin merkittäviä niin kasvu- ja

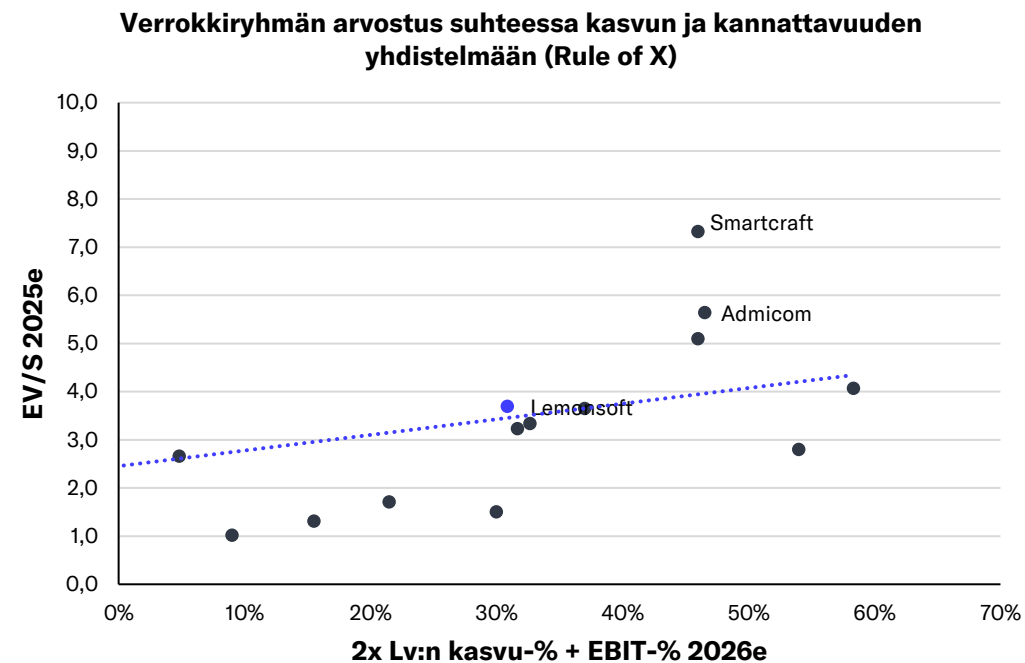
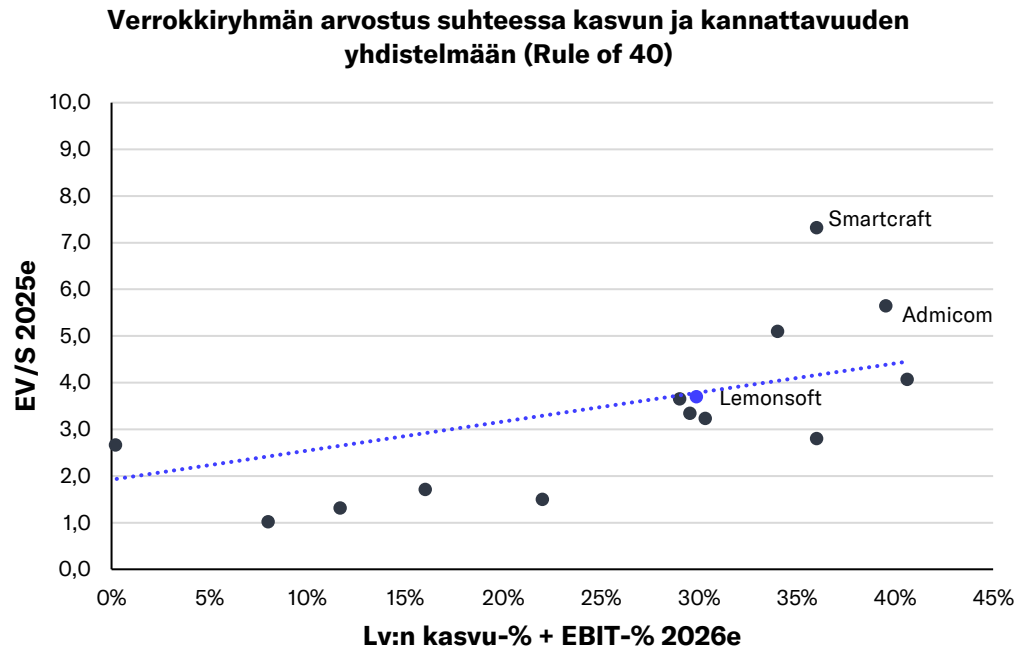
kannattavuusprofiilien kuin arvostustasojen suhteen. Kokonaisuutena suhteellisen arvostuksen kautta tarkasteltuna Lemonsoftin arvostus näyttää tällä hetkellä mielestämme maltilliselta.

Liikevaihtokertoimella Lemonsoftia (2025e 3,7x) hinnoitellaan alennuksella sekä Admicomiin (5,6x) että Smartcraftiin (7,3x). Tämä selittyy nähdäksemme pitkälti tällä hetkellä ennustetulla heikommalla kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä. Koko verrokkiryhmään suhteutettuna Lemonsoftin liikevaihtokerroin suhteessa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään on maltillisella tasolla (kts. seuraava sivu).

Lemonsoftin ja lähimpien verrokkien EV/EBIT

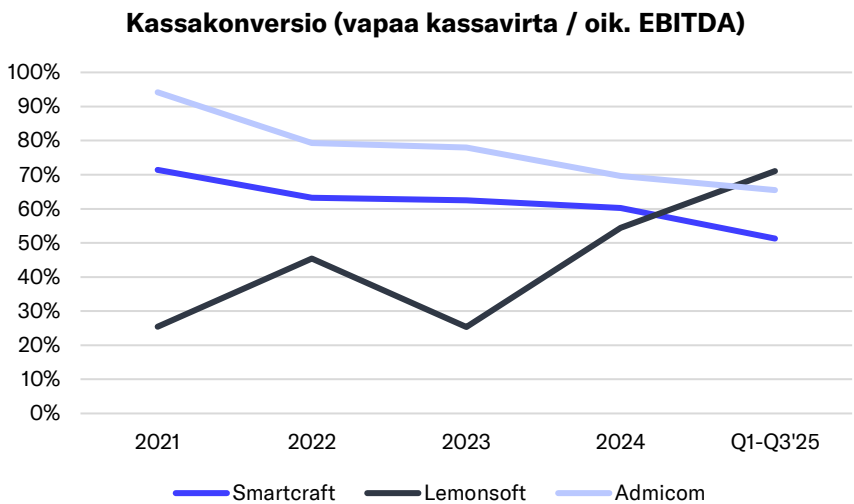
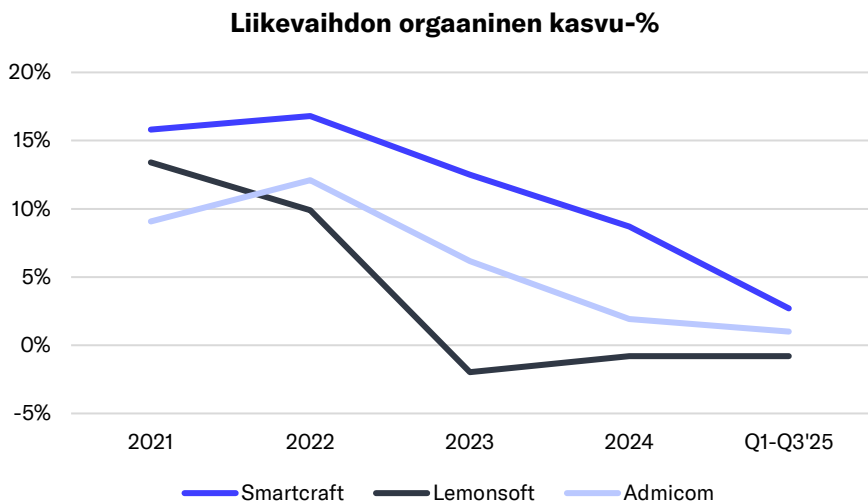
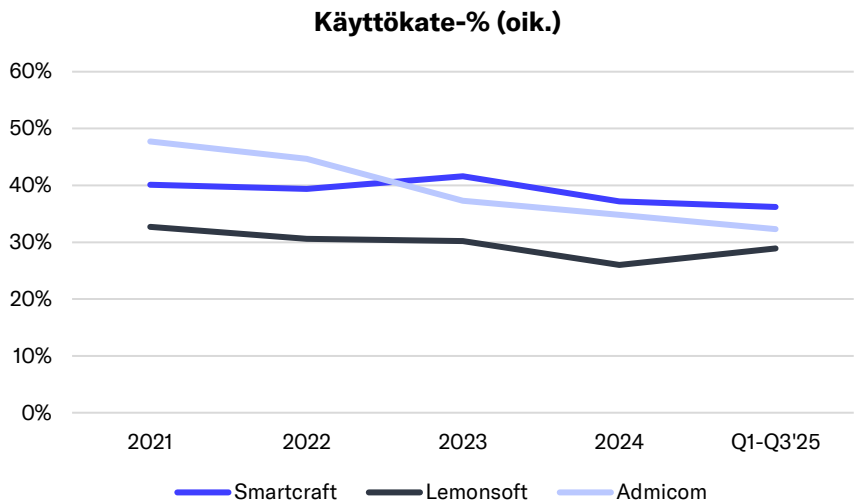
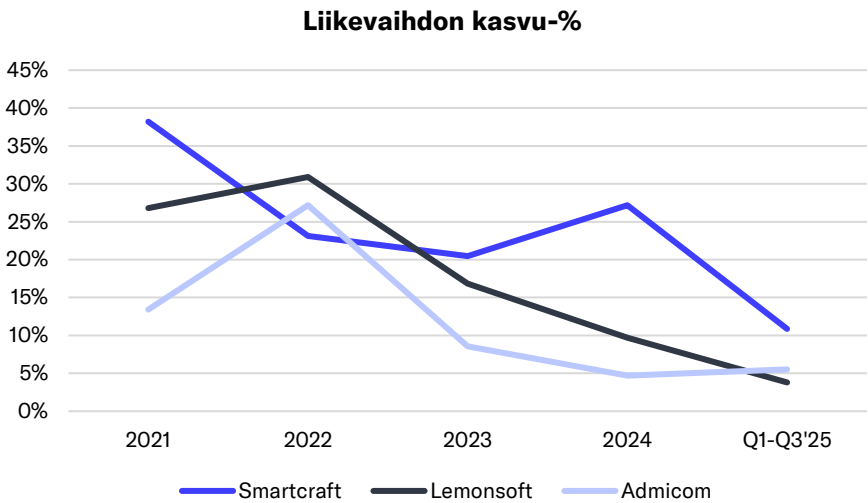


Liikevaihtopohjainen arvostus suhteessa verrokkeihin



Lähde: Inderes, Refinitiv

Lemonsoftin ja verrokkien tunnuslukuja



Arvonmääritys 4/4

Skenaarioanalyysi

Tarkastelemme Lemonsoftin osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta vuoteen 2028 katsottuna.

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Lemonsoftin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 4 % vuodessa ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) paranevan 31 %:iin vuoteen 2028 mennessä. Oletamme, että yhtiötä hinnoiteltaisiin tuolloin 15x EV/EBIT-kertoimella. Arviomme mukaan Lemonsoftin kasvunäkymät ovat tämänkin jälkeen kohtuullisen hyvät, jolloin suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen perusteltavissa yhtiön sen hetkisellä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä. Ennusteidemme kautta laskettu Lemonsoftin yritysarvo olisi näillä oletuksilla 140 MEUR vuonna 2028. Lisäämällä tähän vuoden 2028 ennustettu nettokassa sekä lähivuosien

osingot, saadaan osakekannan arvoksi noin 154 MEUR tai 8,7 euroa osakkeelta. Tämä tarkoittaisi noin 15 %:n vuotuista tuotto-odotusta, joka on mielestämme kohtuullisen houkutteleva melko varovaiset ennusteet ja kohtuulliset arvostusparametrit huomioiden. Lisäksi yhtiöllä on mahdollisuus vahvistaa tuotto-odotusta onnistuneilla yritysostoilla.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon polkevan lähivuodet paikoillaan ja kannattavuuden olevan suunnilleen nykytasolla 25 %:ssa. Tässä skenaariossa oletetulla 12x EV/EBIT-kertoimella osakekannan arvoksi muodostuu 98 MEUR tai 5,5 euroa osakkeelta. Pessimistinen skenaario kertoo tällä hetkellä osakkeeseen ladatuista maltillisista kasvuodotuksista. Vaikka liikevaihto- ja kannattavuus jäisivät polkemaan paikoilleen, ei osakkeessa näillä oletuksilla olisi kovinkaan olennaista laskuvaraa. Toki tässä skenaariossa lopputulos olisi

sijoittajalle silti selkeä pettymys.

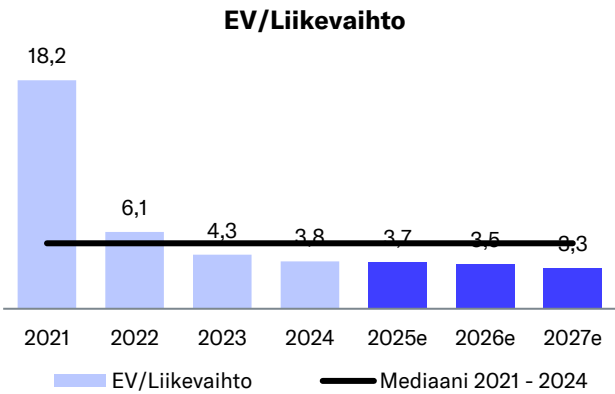
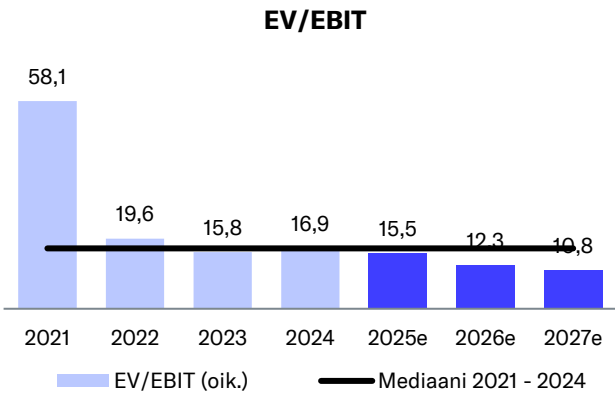
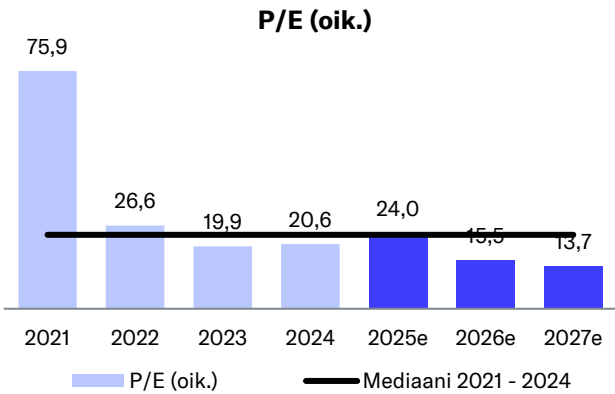
Optimistisessä skenaariossa oletamme Lemonsoftin liikevaihdon kasvavan vuosittain 9 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 33 %:iin. Paremman kasvu- ja kannattavuusprofiilin myötä sovellamme tässä skenaariossa 17x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla osakekannan arvoksi muodostuu 226 MEUR tai 12,7 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi 31 %:n vuotuista tuotto-odotusta. Skenaario vaatisi lähivuosilta erittäin hyvää onnistumista yhtiön strategiassa, markkinan tilanteen huomattavaa paranemista ja sitä kautta orgaanisen kasvun nopeaa ja selvää kiihtymistä. Tässä skenaariossa myös tuotto-odotus olisi erittäin vahvalla tasolla.

Skenaariot vuoteen 2028	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	29,3	32,6	37,5
Lv:n kasvu-% (CAGR 26-28)	0 %	4 %	9 %
EBIT-% (oik.)	25 %	31 %	33 %
EBIT (oik.)	7,3	9,3	12,4
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	12,0	15,0	17,0
= Yritysarvo 2028e (MEUR)	88	140	210
Nettokassa+osingot 2026-2028	10	14	16
= Osakekannan arvo (MEUR)	98	154	226
Per osake (EUR)	5,5	8,7	12,7
Potentiaali	-4 %	50 %	120 %
Vuotuinen tuotto-odotus	-2 %	15 %	31 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	18,0	7,96	6,02	5,70	5,76	5,76	5,76	5,76	5,76
Osakemäärä, milj. kpl	18,3	18,3	18,6	18,6	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	329	146	112	106	103	103	103	103	103
Yritysarvo (EV)	314	138	114	109	108	105	101	96	91
P/E (oik.)	75,9	26,6	19,9	20,6	24,0	15,5	13,7	12,6	11,5
P/E	>100	29,0	21,1	25,6	23,5	18,3	15,8	14,3	12,9
P/B	0,0	15,0	5,6	3,7	3,3	3,6	3,2	2,9	2,6
P/S	19,1	6,5	4,2	3,7	3,5	3,5	3,3	3,2	3,0
EV/Liikevaihto	18,2	6,1	4,3	3,8	3,7	3,5	3,3	3,0	2,7
EV/EBITDA	74,3	18,9	13,9	14,9	11,7	11,3	10,0	8,9	7,8
EV/EBIT (oik.)	58,1	19,6	15,8	16,9	15,5	12,3	10,8	9,5	8,3
Osinko/tulos (%)	104,5 %	51,2 %	49,0 %	63,0 %	57,1 %	47,6 %	43,8 %	42,3 %	40,4 %
Osinkotuotto-%	0,7 %	1,8 %	2,3 %	2,5 %	2,4 %	2,6 %	2,8 %	3,0 %	3,1 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2026e
Admicom	222	212	18,4	15,7	18,0	15,0	5,6	5,1	6 %	7 %	31 %	33 %	40 %
Smartcraft	362	351	33,1	25,5	20,4	17,1	7,3	6,6	9 %	10 %	22 %	26 %	36 %
LeadDesk	42	52	19,2	15,5	8,2	6,6	1,3	1,2	25 %	4 %	7 %	8 %	12 %
Talenom	128	222	21,3	15,5	6,6	5,7	1,7	1,6	3 %	5 %	8 %	11 %	16 %
Qt Group	768	870	18,8	14,4	17,0	12,5	4,1	3,3	2 %	18 %	22 %	23 %	41 %
F-Secure	326	474	11,1	10,5	9,2	8,7	3,2	3,1	0 %	1 %	29 %	29 %	30 %
Enento	364	510	12,9	12,1	11,4	10,1	3,3	3,2	2 %	3 %	26 %	26 %	30 %
QPR Software	17	17			62,5	45,5	2,7	2,6	-6 %	5 %	-10 %	-4 %	0 %
Upsales Technology	46	44	15,8	13,5	11,3	10,1	2,8	2,4	11 %	18 %	18 %	18 %	36 %
Lime Technologies	339	352	25,7	21,2	16,7	14,5	5,1	4,6	8 %	12 %	20 %	22 %	34 %
FormPipe Software	121	119	56,9	37,7	29,8	25,6	4,0	4,9	-39 %	-19 %	7 %	13 %	-6 %
Vitec Software	1019	1227	19,0	16,4	9,8	8,9	3,7	3,4	11 %	8 %	19 %	21 %	29 %
Sinch	2076	2611	31,1	14,7	8,1	7,7	1,0	1,0	-4 %	1 %	3 %	7 %	8 %
Zalaris	165	191	11,6	10,1	7,8	6,9	1,5	1,4	13 %	8 %	13 %	14 %	22 %
Lemonsoft (Inderes)	103	108	15,5	12,3	11,7	11,3	3,7	3,5	1 %	1 %	24 %	29 %	30 %
Keskiarvo			22,7	17,1	16,9	13,9	3,4	3,2	3 %	6 %	15 %	18 %	
Mediaani			19,0	15,5	11,3	10,1	3,3	3,1	4 %	6 %	19 %	20 %	
Erotus-% vrt. mediaani			-18 %	-20 %	3 %	12 %	12 %	13 %					

Lähde: Refinitiv / Inderes

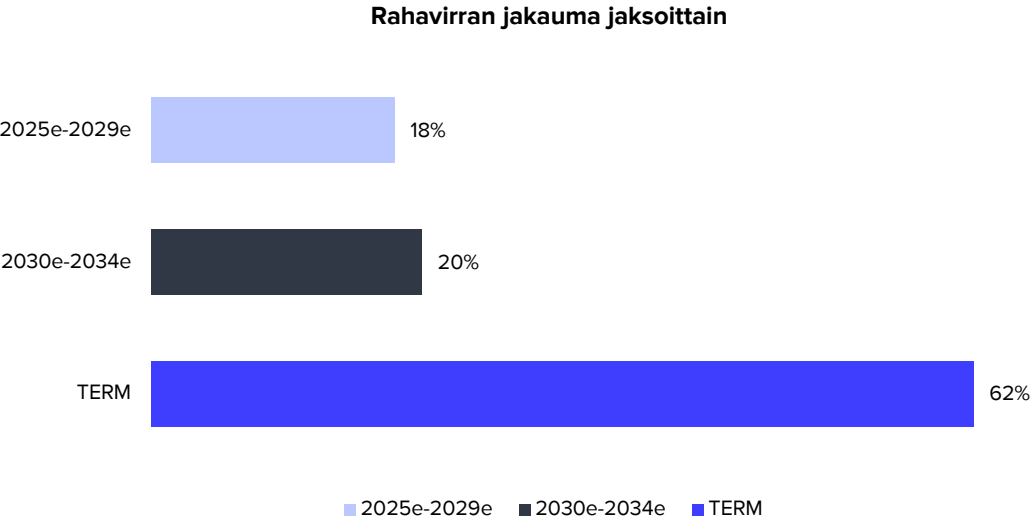
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,7 %	1,2 %	1,0 %	4,5 %	5,6 %	5,5 %	5,5 %	5,3 %	5,0 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	18,7 %	24,1 %	25,5 %	27,0 %	28,1 %	29,1 %	29,3 %	29,5 %	29,8 %	30,0 %	30,5 %	30,5 %
Liikevoitto	5,4	7,1	7,5	8,3	9,1	10,0	10,6	11,3	11,9	12,4	13,0	
+ Kokonaispoistot	1,9	2,2	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	
- Maksetut verot	-0,7	-1,2	-1,5	-1,5	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	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	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	6,3	7,9	7,5	8,3	9,1	9,8	10,2	10,8	11,4	11,8	12,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,6	6,6	6,1	6,9	7,6	8,3	8,7	9,2	9,8	10,2	10,5	
+/- Muut	0,0	-4,5	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,6	2,1	5,4	6,3	7,6	8,3	8,7	9,2	9,8	10,2	10,5	174
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	5,0	5,4	6,0	6,0	5,8	5,6	5,5	5,3	5,0	82,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		134	132	127	122	116	110	104	98,2	92,7	87,5	82,5
Velaton arvo DCF		134										
- Korolliset velat		-10,4										
+ Rahavarat		7,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,6										
Oman pääoman arvo DCF		129										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,2										

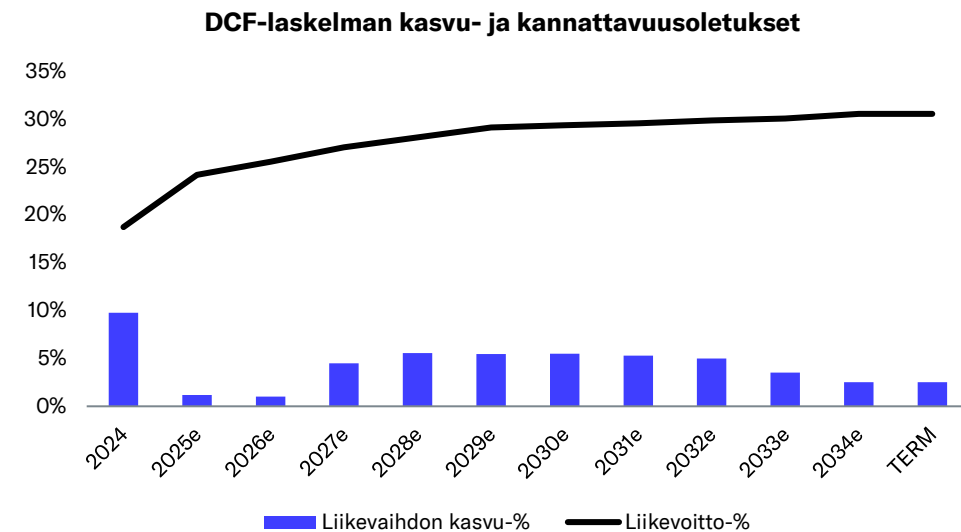
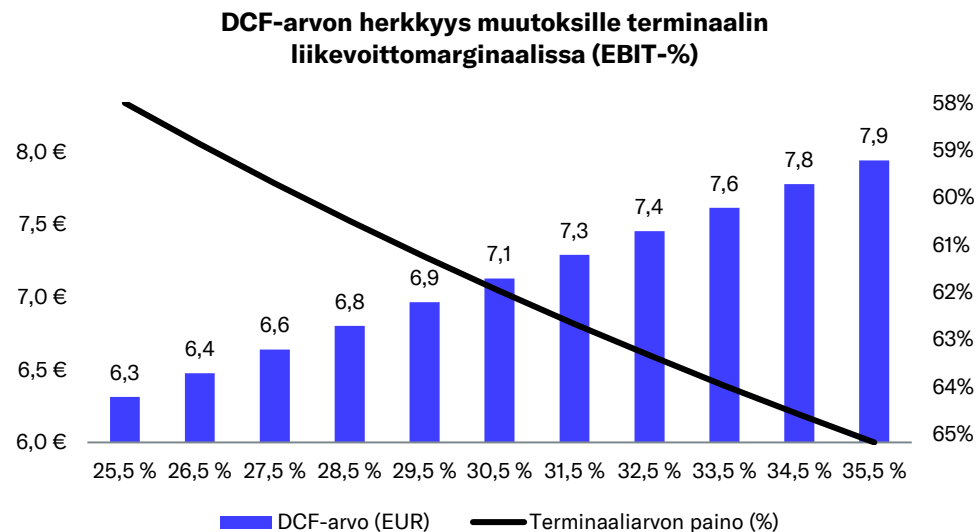
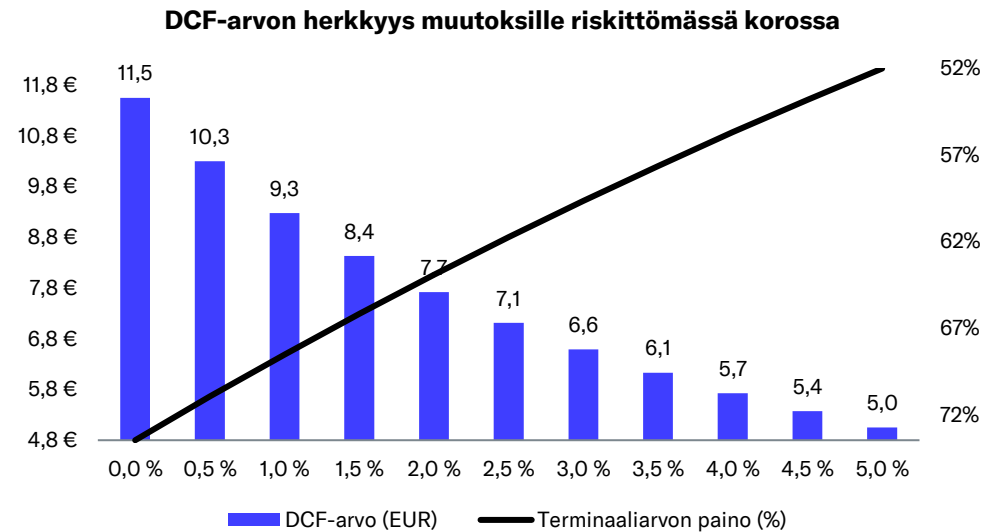
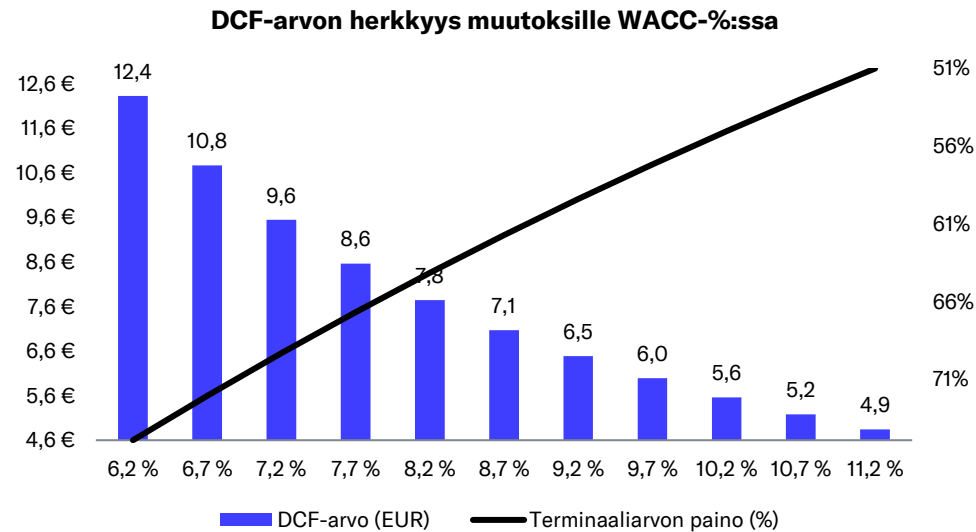
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,30 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	22,6	26,3	28,9	29,3	29,5
Käyttökate	7,3	8,2	7,3	9,3	9,3
Liikevoitto	6,6	6,9	5,4	7,1	7,5
Voitto ennen veroja	6,5	6,7	4,9	5,5	7,1
Nettovoitto	5,0	5,3	4,1	4,4	5,6
Kertaluontoiset erät	-0,5	-0,3	-1,0	0,1	-1,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	38,2	48,9	53,9	50,0	49,7
Oma pääoma	26,3	30,4	32,5	28,8	31,9
Liikearvo	15,7	23,1	28,1	28,1	28,1
Nettovelat	-8,7	1,0	2,8	5,4	2,1

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	7,3	8,2	7,3	9,3	9,3
Nettokäyttöpääoman muutos	2,6	-2,3	-0,2	0,2	-0,2
Operatiivinen kassavirta	9,3	5,0	6,3	7,9	7,5
Investoinnit	-14,7	-13,3	-5,7	-1,4	-1,4
Vapaa kassavirta	-5,5	-8,3	0,6	2,1	5,4

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	6,1	4,3	3,8	3,7	3,5
EV/EBITDA	18,9	13,9	14,9	11,7	11,3
EV/EBIT (oik.)	19,6	15,8	16,9	15,5	12,3
P/E (oik.)	26,6	19,9	20,6	24,0	15,5
P/B	5,6	3,7	3,3	3,6	3,2
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,3 %	2,5 %	2,4 %	2,6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,27	0,29	0,22	0,25	0,32
EPS (oikaistu)	0,30	0,30	0,28	0,24	0,37
Operat. Kassavirta / osake	0,51	0,27	0,34	0,45	0,42
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,30	-0,45	0,03	0,12	0,30
Omapääoma / osake	1,43	1,62	1,74	1,60	1,78
Osinko / osake	0,14	0,14	0,14	0,14	0,15

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	31 %	17 %	10 %	1 %	1 %
Käyttökatteen kasvu-%	73 %	12 %	-11 %	26 %	0 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	30 %	2 %	-10 %	8 %	22 %
EPS oik. kasvu-%	26 %	1 %	-8 %	-13 %	55 %
Käyttökate-%	32,5 %	31,2 %	25,3 %	31,7 %	31,5 %
Oik. Liikevoitto-%	31,3 %	27,3 %	22,3 %	23,8 %	28,9 %
Liikevoitto-%	29,2 %	26,2 %	18,7 %	24,1 %	25,5 %
ROE-%	20,9 %	18,8 %	13,3 %	14,4 %	18,7 %
ROI-%	23,8 %	20,2 %	13,2 %	17,1 %	19,1 %
Omavaraisuusaste	70,0 %	62,2 %	60,4 %	58,0 %	64,7 %
Nettovelkaantumisaste	-32,9 %	3,3 %	8,5 %	18,8 %	6,6 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.12.2021	Myy	15,00 €	17,85 €
18.1.2022	Vähennä	14,50 €	14,50 €
17.2.2022	Vähennä	13,00 €	13,25 €
28.4.2022	Vähennä	13,00 €	13,26 €
9.5.2022	Vähennä	12,50 €	11,70 €
25.7.2022	Vähennä	11,80 €	13,14 €
31.10.2022	Vähennä	9,70 €	11,48 €
14.12.2022	Lisää	8,80 €	7,83 €
20.2.2023	Vähennä	8,80 €	8,93 €
3.3.2023	Lisää	8,80 €	7,79 €
24.4.2023	Lisää	8,80 €	8,28 €
2.5.2023	Vähennä	7,70 €	8,54 €
2.6.2023	Vähennä	7,70 €	7,56 €
14.8.2023	Vähennä	7,50 €	7,82 €
28.9.2023	Lisää	6,40 €	5,50 €
27.10.2023	Lisää	6,40 €	5,16 €
16.2.2024	Vähennä	6,40 €	6,82 €
26.4.2024	Vähennä	6,00 €	5,66 €
17.7.2024	Vähennä	6,40 €	6,95 €
9.8.2024	Vähennä	6,40 €	7,20 €
29.10.2024	Lisää	6,50 €	5,90 €
6.11.2024	Lisää	6,50 €	5,90 €
12.12.2024	Lisää	6,70 €	6,20 €
21.2.2025	Lisää	6,50 €	5,80 €
28.4.2025	Lisää	6,70 €	6,14 €
12.6.2025	Vähennä	7,00 €	7,34 €
15.8.2025	Vähennä	7,00 €	7,28 €
3.11.2025	Vähennä	7,10 €	7,00 €
17.11.2025	Lisää	7,10 €	6,06 €
21.1.2026	Lisää	7,10 €	5,76 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**