

LeadDesk

Laaja raportti

9.1.2025 8:45



Antti Luiri
+358 50 571 4893
antti.luiri@inderes.fi



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kurssiajuriksi vanhaa kunnon kassavirtaa

LeadDeskin kasvu on kärsinyt viime vuosina Pohjoismaiden markkinoiden kypsymisestä ja talouden alavireestä, kun yhtiön kasvupanoksia on uudelleenryhmitelty vahvemmin kohti Manner-Euroopan kasvumarkkinoita. Samalla yhtiö on onnistunut pysymään markkinansa tekoälymallistuksen kyydissä. Joulukuun Zisson-kaupan myötä liiketoiminnan tulospotentiaali alkaa pintaautua ja osakkeen tulospohjainen arvostus (EV/EBITA 2025-26: 13-9x) alkaa tarjota vahvempia kurssiajureita. Nostamme tavoitehintamme 8,5 euroon (aik. 8,0 €) ja suosituksen Osta-tasolle (aik. lisää).

LeadDesk tehostaa eurooppalaisten yritysten myyntiä ja asiakaspalvelua SaaS-ohjelmistolla

LeadDeskin asiakaspalvelu- ja puhelinkeskusohjelmiston keskeinen arvo myynti- ja asiakaspalveluorganisaatioille on tehokkuuden kasvu, sillä se keskittää useita viestintäkanavia yhden ohjelmiston kautta hallittavaksi ja mahdollistaa viestinnän automaatiota (mm. chatbotit). Ratkaisu kattaa korkean volyymin asiakasviestinnän asiakkaalta yritykselle (Inbound-myynti ja asiakaspalvelu) ja yritykseltä asiakkaalle (Outbound-myynti). LeadDesk on kasvanut onnistuneesti Euroopassa läpi sen historian (2014-2024e orgaaninen kasvu noin 13 % vuodessa, ~65 % toistuvasta laskutuskannasta kansainvälistä) enimmäkseen kannattavasti. Yhtiön liiketoiminta on pääomakeveää ja nojaa jatkuviin tulovirtoihin.

Pilvimurros tukee kasvua etenkin Manner-Euroopassa, mutta Pohjoismaiden markkinat jarruttavat tahtia

Euroopan CCaaS-markkina ("Contact center as a Service") on pilvimurroksen myötä kasvussa (arviolta ~8-16 %/v). Kestävien kilpailuetujen saavuttaminen suurella markkinalla on haastavaa, mutta arvioimme yhtiön kilpailukykyiseksi etenkin SME-segmentissä läpi Euroopan ja Pohjoismaissa myös Enterprise-segmentissä. Konsernin kasvun jarruna on vuosina 2022-2024 ollut Pohjoismaiden (erit. Suomen) markkinoiden kypsyys ja talouden heikko vire, sillä kasvupanosten vahvempi siirto Manner-Eurooppaan on tapahtunut vähitellen. Näemme kasvun vahvistumiselle muutoksen jälkeen hyvät ajurit. LeadDesk konsolidoi markkinaansa yritysostoin, jotka ovat arvioimme mukaan luoneet arvoa ja nostaneet yhtiön riittävään kokoluokkaan kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Yritystojen tuella yhtiö on myös pysynyt mukana tekoälymurroksessa, jonka arvioimme nopeuttavan markkinan konsolidaatiota.

Yrityskaupalla muutos tulos- ja kassavirtakoneeksi tapahtui yhtäkkiä, vaikka kasvupolkua vielä runsaasti riittääkin

Zisson-kaupan myötä LeadDeskin liiketoiminta ottaa askeleen kohti kypsempää kehitysvaihetta, joskin sama tapahtuu myös liikevaihdon puolella, kun konsernin liiketoiminnan paino kypsemillä Pohjoismaiden markkinoilla kasvaa. Odotamme vuoden 2024 poikkeuksellisen vaisun liikevaihdon kasvun (~2 % orgaanisesti) silti orgaanisesti hieman piristyvän (2025e: + 5 %, yrityskaupan kanssa +32 %) ja kannattavuuden taas vahvistuvan (oik. EBIT-% 2024e: 5,8 %, 2025e: 7,6 %). Kasvun panosten siirryttyä vahvemman kasvun Manner-Eurooppaan odotamme yhtiön orgaanisen vuosikasvun piristyvän vuosina 2026-2028 6-7 %:iin ja skaalaetujen purressa kannattavuuden jatkavan vahvistumista (oik. EBIT-% 2026-2028: 10-12 %). Liiketoiminnan kypsyessä arvioimme EBITA-marginaalin asettuvan pitkällä tähtäimellä noin 18 %:iin, joskin taso riippuu yhtiön pitkällä aikavälillä saavuttamasta kokoluokasta.

Zisson-kaupan tuoma tuloskunnon parannus tarjoaa ajureita matalan arvostuksen korjausliikkeelle

LeadDeskin arvostuksen dilemma on ollut potentiaalinen selvä alihinnoittelu (DCF 11,9 €/osake), mutta samalla heikot lyhyen aikavälin kurssiajurit osin syklisesti matalan kasvun ja vielä rajatusti skaalautuneen kannattavuuden myötä. Zisson-kaupan vahvistaman kannattavuuden tuella osakkeen arvostus kääntyy nyt myös tuloskertoin (EV/EBITA 2025-26: 13-9x) hyvin houkuttelevaksi ja näemme tilanteessa ostopaikan.

Suositus

Osta

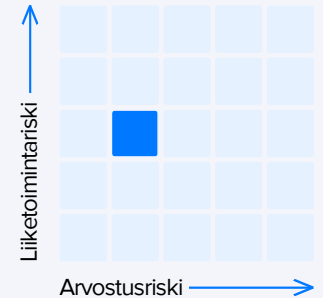
(aik. Lisää)

8,50 EUR

(aik. 8,00 EUR)

Osakekurssi:

5,98



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	29,4	31,1	41,0	43,4
kasvu-%	5 %	6 %	32 %	6 %
EBIT oik.	1,2	1,8	3,1	4,2
EBIT-% oik.	4,0 %	5,8 %	7,6 %	9,8 %
Nettotulos	-1,7	0,3	-1,9	-0,8
EPS (oik.)	0,11	0,15	0,32	0,51
P/E (oik.)	67,2	41,1	18,7	11,8
P/B	2,4	2,1	2,1	2,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	37,0	20,0	13,2	9,0
EV/EBITDA	11,2	7,8	6,0	4,8
EV/Liikevaihto	1,5	1,2	1,0	0,9

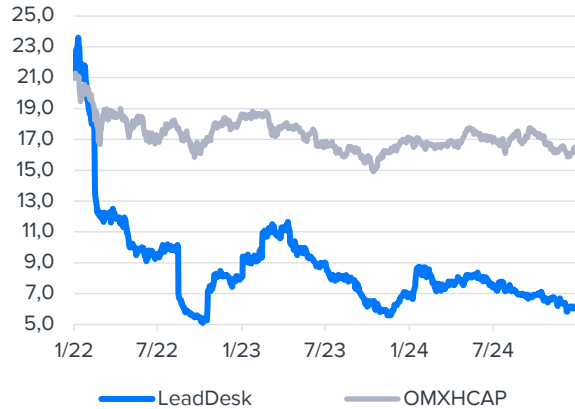
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

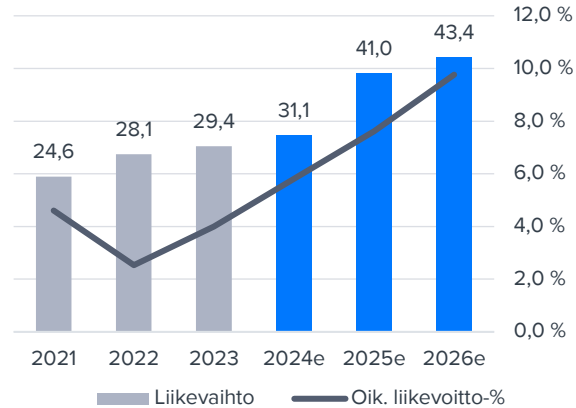
Yhtiö ohjeistaa vuoden 2024 liikevaihdon vuosikasvun olevan 5–15 % vertailukelpoisilla valuuttakursseilla laskettuna sekä kannattavuuden olevan käyttökateprosentilla mitattuna 10–15 %. Ohjeistus ei huomioi merkittävän kokoisten yrityskauppojen vaikutusta liikevaihtoon tai kannattavuuteen.

Osakekurssi



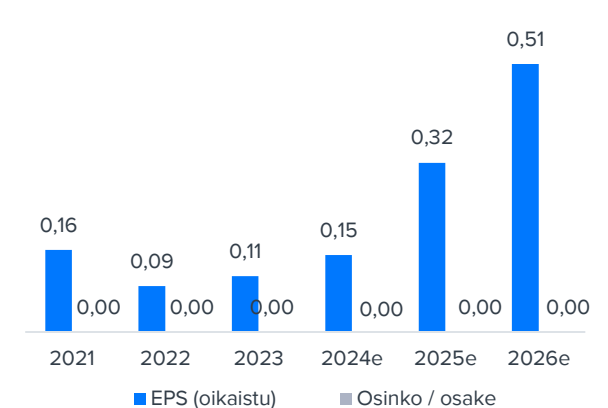
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Pilvimurroksessa kasvavat kohdemarkkinat ja merkittävä markkinapotentiaali
- Vahva kilpailukyky suhteessa kohdemarkkinoiden pienimpiin ja paikallisiin toimijoihin
- Skaalautuva liiketoimintamalli ja kustannusrakenne
- Asiakkuuksien laajentaminen uusiin ratkaisuihin ja lisäarvopalveluihin (mm. automaatio tekoälyllä)
- Hyvät näytöt useiden kansainvälisten markkinoiden avaamisesta
- Enterprise-asiakkaat, yrityskaupat ja uudet markkina-alueet



Riskitekijät

- Heikko näkyvyys uusmyynnin onnistumiseen, kasvun heikkouksen jatkuminen heikentäisi yhtiön arvonluontia
- Kilpailutilanteen muutokset
- Teknologia- ja tietoturva- ja regulaatoriskit
- Yrityskaupat voivat viedä huomiota orgaaniselta kasvulta
- Uusien markkinoiden avaaminen
- Tekoälykehityksessä jälkeen jääminen voi johtaa markkinaosuuksien menetyksiin

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,98	5,98	5,98
Osakemäärä, milj. kpl	5,83	5,85	5,86
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	36	41	38
P/E (oik.)	41,1	18,7	11,8
P/E	>100	neg.	neg.
P/B	2,1	2,1	2,2
P/S	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,8	6,0	4,8
EV/EBIT (oik.)	20,0	13,2	9,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Liiketoiminnan riskiprofiili ja sijoitusprofiili	11-12
Markkinat ja kilpailukenttä	13-16
Strategia ja yrityskaupat	17-20
Taloudellinen historia ja tilanne	21-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-34
Taulukot	35-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

LeadDesk lyhyesti

LeadDesk tarjoaa SaaS-ohjelmistoratkaisua suuria kontaktimääriä käsittelevien asiakaspalvelu- ja myyntiorganisaatioiden tarpeisiin. Yhtiöllä on toimipisteet Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa, Saksassa, Hollannissa, Espanjassa ja Ranskassa.

2010

Toiminnan käynnistysvuosi

26,9 MEUR

Jatkuvan liikevaihdon sopimuskanta (ARR), Q3/2024

+21 % 2014-2024e

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu

+13 % 2014-2024e

Liikevaihdon keskimääräinen orgaaninen vuosikasvu, Inderes arvio

87 %

Jatkuvan liikevaihdon sopimuskanta liikevaihdesta, Q3'24 LTM*

203

Henkilöstö H1'24 lopussa

~65 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus (jatkuva vuosilaskutus), H1'24

35 %

Enterprise-asiakkaiden osuus liikevaihdesta H1'24

Lähde: LeadDesk / Inderes

*Last twelve months

2010-2018

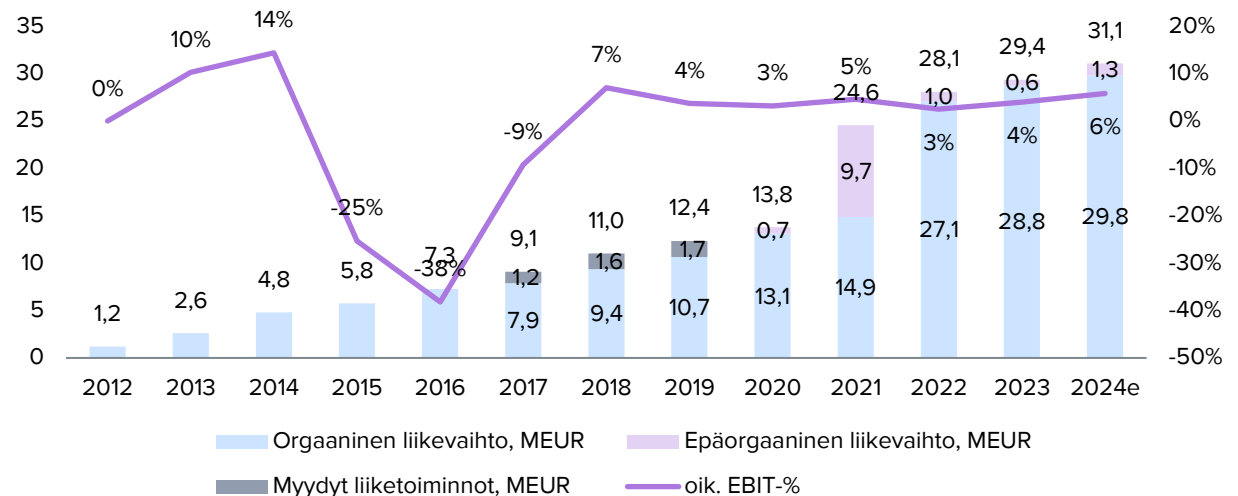
- Yhtiö perustetaan Suomessa (2010)
- Ruotsin tytäryhtiö (2013)
- Saksan ja Norjan tytäryhtiöt (2014)
- Yhtiöön tehdään 5,5 MEUR pääomasijoitus (2015)
- Hollannin tytäryhtiö (2015)
- Tanskan tytäryhtiö (2016)
- Toimintaa tehostetaan ja operatiivinen tulos kääntyy positiiviseksi (2017-2018)

2019-2021

- Listautuminen First North -markkinalle, jossa yhtiö keräsi noin 5 MEUR nettovarot (2019)
- Kontaktitieto-liiketoiminnan (LeadCloud) enemmistö myydään (2019)
- Espanjan tytäryhtiö (2020)
- Nordcom ja Capricode yritysostot, joilla kehitetään erityisesti alustan teknologista kilpailukykyä (2020)
- Loxysoft yritysosto nostaa yhtiön uuteen kokoluokkaan erityisesti Ruotsissa ja Norjassa (2020, liikevaihto 2021 alkaen)
- Pitkän aikavälin tavoite 100 MEUR:n liikevaihdosta (2021)
- Asiakaspalvelun automatisaatioon erikoistuneen GetJennyn osto (2021)
- Korona-ajan asiakkaiden ja Loxysoftin Ruotsin liikevaihdon osittain poistuma hidastaa kasvua (2021)

2022-

- Ranskan tytäryhtiö (2022)
- Energiakriisi lamaannuttaa myyntityön ja LeadDeskin tuotteen käytön energiasektorilla (2022)
- Suurasiakasmyynti hidastuu (2022-2023)
- OpenAI julkaisee chatGPT:n ensimmäisen version (2022 loppu), LeadDesk alkavat investoimaan nopeammin tekoälyn mahdollistamiin ominaisuuksiin (mm. AI Dialer, AI Transcriber, AI Voicebot.)
- Myynti PK-asiakkaille jarruttaa Suomessa (2023-2024), orgaaninen kasvu heikkenee vaatimattomaksi, mutta kannattavuus vahvistuu
- Zission-oston (2024, liikevaihto 2025 alkaen) myötä Norjasta tulee yhtiön suurin markkina ja konsernin kokoluokka kasvaa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

LeadDesk on eurooppalainen asiakasviestinnän SaaS-ohjelmistoyhtiö

LeadDesk tarjoaa SaaS-mallilla pilvipohjaista contact center -ohjelmistoa suuren kontaktimäärän asiakaspalvelun ja myynnin tarpeisiin. Myyjät ja asiakaspalvelijat käyttävät yhtiön ohjelmistoa esimerkiksi myyntipuheluiden soittamiseen ja asiakasviesteihin tai -puheluihin vastaamiseen. LeadDeskin päämarkkinat ovat Euroopassa, vaikka yhtiöllä on myös globaaleja asiakkaita.

Yhtiö perustettiin vuonna 2009 ja sen toiminta käynnistyi vuonna 2010. Ajoitus perustamiselle oli hyvä, sillä LeadDeskin toimialalla teknologia alkoi vasta 2010-luvun taitteessa kypsyä siinä määrin, että ohjelmistojen siirtymä pilviaikakaudelle saattoi käynnistyä. Yhtiö on toiminut perustamisestaan lähtien pilvipohjaisella SaaS-mallilla ja ollut hyvin asemoitunut markkinan pilvisiirtymässä. LeadDesk on kansainvälistänyt liiketoimintansa onnistuneesti 2010-luvulla ja avasi ensimmäiset kansainväliset tytäryhtiönsä jo vuosina 2013-2014 Ruotsiin, Norjaan ja Saksaan.

LeadDesk listautui First North -markkinapaikalle helmikuussa 2019. Listautuminen ei ollut yhtiön omistajien exit-reitti, vaan työkalu strategian toteutukseen. Listautumisella yhtiö keräsi 5 MEUR:n nettovarot kasvustrategian seuraavaan vaiheeseen sekä sai oman osakkeen maksuvälineeksi mahdollisiin yrityskauppihin ja henkilöstön sitouttamiseen. LeadDesk onkin listautumisensa jälkeen ollut aktiivinen yritysjärjestelyissä, ja niistä on muodostunut sille tärkeä työkalu liiketoiminnan kasvattamiselle. Vuonna 2020 yhtiö laajentui Espanjaan ja 2022 Ranskaan. LeadDesk tutkii

uusien maiden avaamista (mm. Italia), mutta jo nykymarkkinoissa yhtiölle riittää kasvutilaa.

Ohjelmisto on kehitetty yritysten suuren volyymin asiakaskontaktien hallintaan

LeadDesk tehostaa eurooppalaisten yritysten myyntiä ja asiakaspalvelua SaaS-ohjelmistolla. Tuotteen keskeinen arvo sen käyttäjälle on asiakaskontaktien hallinnan tehokkuuden kasvu, sillä se keskittää useita viestintäkanavia yhden ohjelmiston kautta hallittavaksi. Pilvipohjaisuus tuo asiakkaalle joustavuutta ja skaalautuvuutta sekä kustannussäästöjä. Ohjelmisto sisältää lukuisia contact center -toiminnan edellyttämiä perustoiminnallisuuksia, minkä lisäksi yhtiö kehittää erillisiä LeadApp -lisäarvosovelluksia täydentämään tarjoamaansa. LeadDesk pyrkii kasvattamaan asiakkaiden tehokkuushyötyjä myös tekoälyominaisuuksilla, joiden kehitykseen yhtiö on investoinut enemmän vuodesta 2023 alkaen.

LeadDeskin asiakkaat voivat käyttää yhtiön ohjelmistoa omissa asiakaspalvelu- ja myyntitiimeissä, mutta myös ulkoistettujen tiimien hallintaan. Tällöin alihankkijoina toimivat tiimit käyttävät samaa ohjelmistoa kuin päämies, mutta päämies pystyy ohjelmiston kautta seuraamaan ja ohjaamaan alihankkijaa kuin sisäistä tiimiään.

Yhtiön ohjelmisto on suunniteltu alun perin erityisesti ulospäin suuntautuvan (Outbound) myynnin tarpeisiin, mutta ohjelmisto on laajennettu kattamaan myös sisäänpäin kohdistuvan (Inbound) myynnin sekä asiakaspalvelun tarpeet. Tuote kattaa laajasti asiakasyhteydenpidon eri kanavia (puhelu, tekstiviestit, WhatsApp, Messenger, Facebook, Instagram, Youtube, sähköposti...).

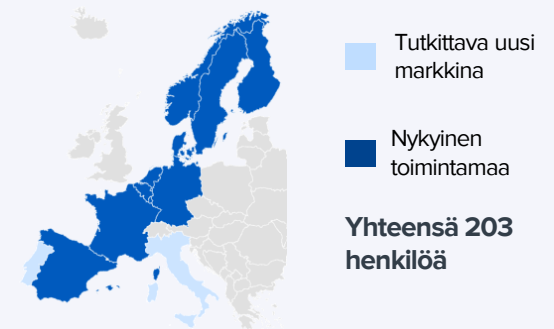


Jatkuvan vuosilaskutuksen liikevaihdon maantieteellinen jakauma (ennen Zisson-ostoa)

%, H1/2024



Toimintamaat, 12/2024, henkilöstön määrä



Ratkaisun korkean tason käyttökohteet



Asiakaspalvelu ja Inbound-myynti



Outbound-myynti



Alihankkijoiden ja organisaation johtaminen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Osana ohjelmistoa LeadDeskin asiakkaat saavat myös tarvittavat telepalvelut käyttöönsä. Käytännössä LeadDesk toimii asiakkailleen virtuaalioperaattorina ja yhtiö on EU-reguloitu ja rekisteröity teletoimija. Palvelu tukeutuu yhtiön rakentamaan palvelinverkostoon yli 15 eri sijainnissa globaalisti (Eurooppaan painottuen).

LeadDeskin ohjelmiston tuotteistuksen aste on korkea, joten sen käyttöönotot ja kehitys on skaalautuvaa. Tuote myös skaalautuu kevyillä muutoksilla uusiin maihin. LeadDesk Solutionsin Enterprise-asiakkaille suunnattua asiakaspalvelujärjestelmää tyypillisesti kuitenkin räätälöidään heidän tarpeisiinsa.

Yrityskauppojen myötä yhtiön tuoteperheeseen on kertynyt tiettyjä päällekkäisiä toiminnallisuuksia (Loxysoftin tuotteiden Outbound- ja Inbound-käyttöliittymät). Ydintuotteen ulkopuolelle jäävät ohjelmistot (Loxysoftin päällekkäiset ohjelmistot) nähdäksemme hiljalleen heikkenevät kehityspanosten painottuessa ydintuotteeseen. Tällöin asiakkaille muodostuu hiljalleen tarve siirtää käyttämään päätuotetta, joskin siirtymäajalla vanhan ratkaisun ylläpito syö hieman tuotekehityksen resursseja ja oletettavasti aiheuttaa myös ylimääräistä asiakaspoistumaa.

Myynnissä pyritään korkeaan skaalautuvuuteen

LeadDesk hyödyntää etenkin omia myyntikanaviaan ja tavoittaa asiakkaita eniten suoramyynnin sekä online-myynnin kautta. Ostosta päättää yksinkertaisemmissa käyttökohteissa tyypillisesti käyttäjäorganisaation esimies (contact center) ja asiakkaan IT-osasto on harvoin hankinnassa mukana, mikä nopeuttaa myynti- ja

käyttöönottosykliä merkittävästi. Enterprise-asiakkuuksissa asiakkaan ostoprosessi on raskaampi. Kumppanien rooli myynnissä on pieni, vaikka LeadDesk onkin läsnä esimerkiksi Zendesk- ja Salesforce –sovelluskaupoissa. Suurissa käyttöönotoissa yhtiö tekee toisaalta yhteistyötä järjestelmä-integraattorien kanssa.

LeadDeskin kohdeasiakasryhmää ovat yritykset pienistä aina suuryrityksiin asti. Ydinkohderyhmää olivat alun perin etenkin pienet ja keskisuuret contact center -yritykset sekä organisaatioiden sisäiset, tyypillisesti alle 50 henkilön myynti- ja asiakaspalvelutiimit, jotka käsittelevät suuria volyymejä myynti- ja asiakaspalvelukontakteja. Vuodesta 2020 alkaen LeadDesk on panostanut myös suurasiakkaisiin ("Enterprise"), joita erottaa pienemmistä asiakkaista ammattimainen osto-organisaatio. Tähän on vaikuttanut myös Capricoden ja Loxysoftin merkittävämpi suurasiakkaiden osuus. Enterprise-asiakkaat muodostavat ~35 % (~H1'24) yhtiön liikevaihdesta.





LeadDeskin ohjelmiston käyttöönotto on pohjimmiltaan nopea, eikä se lähtökohtaisesti vaadi räätälöintiä tai integrointia. Tämä tekee yhtiön myynti- ja käyttöönottosyklistä kevyemmän ja nopeamman verrattuna moniin muihin yritys ohjelmistoihin ja kilpailijoihin. Erityisesti pienasiakkaille ohjelmiston käyttöönotto on tyypillisesti varsin nopea ja asiakas pystyy tekemään tuotteen käyttöönoton täysin itsenäisesti. LeadDeskin tuote voidaan myös integroida mm. yleisimpiin CRM-, tiketointi- tai ERP-järjestelmiin valmiiden rajapintojen kautta. Tämän laajempi hyödyntäminen on tyypillisempää Enterprise-asiakkuuksissa, joissa käyttöönotot ovat

Keskeiset myyntikanavat



Tuotteen keskeiset kerrokset

Toiminnallisuus

- | | |
|---|--|
|  <p>Viestintäkanavat ("CPaaS")</p> | <ul style="list-style-type: none">LeadDeskin omaan teknologiaan nojaava globaali alusta, joka mahdollistaa viestintäkanavien käytön sen ohjelmistollaKattaa mm. puhelut, tekstiviestit, sähköpostit, chatit, viestintäpalvelut (esim. WhatsApp), Facebookin ja Instagramin |
|  <p>Käyttöliittymä</p> | <ul style="list-style-type: none">Aktiivinen kehitys: Mobiilisovellus, puhelinmyynti, monikanavainen asiakaspalvelu, chatbot (Jenny) ja puhelinkeskus, SolutionsYlläpitotilassa: Loxy Inbound, Loxy Outbound |
|  <p>Toiminnan johtaminen ja lisätoiminnot</p> | <ul style="list-style-type: none">Pelillistäminen ja valmennusAnalytiikka ja Raportointi: Raportointi, dashboardit, rajapinnat BI-järjestelmilleTekoälyominaisuudet (laaja kokonaisuus, sisältää Conversational AI:n ja tukiominaisuuksia)Laadun hallinta: Puheluiden nauhoitus, etäkuuntelu, puhelukuiskaus, puheanalyysiAsiakasmatkan hallinnointi: Automaattinen soitto, asiakasflow, jonotTyövoiman hallinta: Calabrio (kumppani) |
|  <p>Integraatiot</p> | <ul style="list-style-type: none">Tiedon välitys muihin järjestelmiin: CRM, ERP, tiketointi, palvelunhallintaVälitetään mm. asiakastietoa, myyntiliidejä ja tilauksiaSovellukset ekosysteemeissä (Microsoft, Salesforce, Zendesk) |

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

usein pidempiä.

Suurasiakkaiden myyntisykli voi kestää käyttöönottoineen jopa yli 18 kk, minkä taustalla ovat pääasiassa hitaat päätöksentekoprosessit suurissa asiakasyrityksissä. Käyttöönoton osalta aikaa kuluu uuden ohjelmiston käyttöönottoon ja edellisen alasajoon, mahdolliseen räätälöintiin sekä henkilöstön kouluttamiseen uuden järjestelmän käyttöön.

Pienemmissä asiakkaisissa myyntisyklit ovat pikemminkin kuukausia ja ohjelmisto itsessään on samana päivänä käyttövalmiina. Aika tyypillisesti kuluukin pääasiassa asiakkaan omien prosessien mukauttamiseen ohjelmiston käyttöön. Tiedossa olevien käyttöön tulevien tilauksien myötä yhtiöllä on kuitenkin varsin hyvä näkyvyys liikevaihtonsa kehitykseen lyhyellä aikavälillä. LeadDeskin asiakkuudet alkavat usein nopeamman käyttöönoton Outbound-myyntiin ratkaisulla ja laajenevat myöhemmin asiakaspalvelujärjestelmiin.

Kuukausittain laskutettavat käyttöpaikkojen määrään (lisensseihin) ja ratkaisun laajuuteen pohjautuvat käyttömaksut käynnistyvät asiakkaan otettua ohjelmiston käyttöön. Sopimukset ovat tyypillisesti voimassa vuoden kerrallaan. Asiakasta tukee sopimuksesta riippuen asiakaspalvelu sekä customer success -tiimi, jonka tehtävä on auttaa asiakasta menestymään liiketoiminnassaan.

Asiantuntijapalvelut ovat lähinnä tukevassa roolissa ja niitä tarjotaan suurimmille asiakkaille. Tämä kattaa räätälöintiä, ohjelmointityötä ja eri toimittajien ratkaisujen integrointia yhteen. Suurasiakas voi siis valita LeadDeskin ratkaisun moduuleista osan, ja ottaa osan ratkaisusta myös kolmannelta

osapuolelta. Modulaarisen arkkitehtuurin ja standardoitujen rajapintojen avulla asiakas käyttää samoja tuotteiden moduuleja kuin muut LeadDeskin asiakkaat, jolloin yhtiön tuote säilyy yhtenäisenä. Suurasiakkaan haluamat ja tuotteeseen sopivat uudet ominaisuudet toteutetaan tuotekehityksenä, jolloin hyöty saadaan kaikille yhtiön asiakkaille. Asiakkaiden omiin ympäristöihin tarjotaan myös kertaluonteista integrointia ja käyttöönoton tukea. Tämä tehdään LeadDeskin rajapintoja hyödyntäen, eikä siten muuta yhtiön omaa tuotetta tai tuo siihen asiakaskohtaisia ylläpidettäviä komponentteja. Järjestelmäintegraattorit voivat tukea tai tehdä käyttöönottoja kokonaan, mutta eivät ole pakollisia.

LeadDeskillä on asiakkaita laajalla toimialakattauksella. Yhtiöllä on kyvykkyys palvella myös toimintakriittisiä toimialoja kuten energia-alaa, terveydenhuoltoa, julkista sektoria, kuljetus- ja logistiikka-alaa sekä finanssisektoria. LeadDeskin asiakkaat toimivat tyypillisesti yhdellä kielialueella tai yhdessä maassa, mikä edellyttää yhtiöltä läsnäoloa lähellä asiakkaita.

LeadDeskin tulovirrat ovat korkeakatteisia ja luonteeltaan lähes puhtaasti toistuvia

LeadDeskin liiketoimintamallin tulovirrat jakautuvat kolmeen ryhmään: SaaS-lisenssitulot (H1'24: 72 % liikevaihdosta), telepalvelut (24 %) ja asiantuntijapalvelut (4 %). Tulovirroista vain palvelut ovat projektiluonteisia, joten pitkälti koko yhtiön liiketoiminta nojaa jatkuviin tai käyttöperusteisiin toistuviin tulovirtoihin. Tulovirrat ovat myös hyvin hajautuneita eikä yhtiöllä ole merkittäviä asiakasriskejä. Asiakkaat toimivat useilla toimialoilla, eikä yhtiön liikevaihto ole myöskään keskittynyt tietyn toimialan asiakkaisiin.

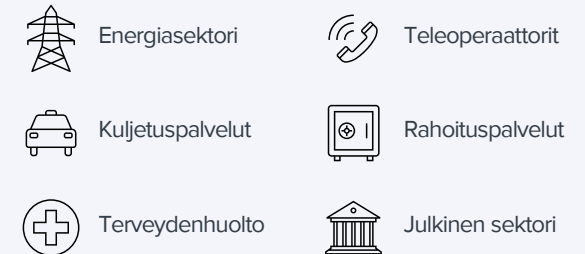
Esimerkkejä LeadDeskin asiakkaista



>2000 asiakasyritystä

Lähde: LeadDesk, Inderes

Esimerkkejä LeadDeskin asiakassektoreista



Lähde: Inderes

Liikevaihdon jakauma, H1'24, % jatkuvasta liikevaihdosta

Suomi*

35 %

Muut maat*

65 %

Lähde: LeadDesk

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

SaaS-lisenssitulot ovat erittäin korkean katteen tulovirtaa, joka laskutetaan tyypillisesti 1-12 kk kausissa. Lisenssitulo pohjautuu käyttäjien määrään. Käyttäjakohtainen listahinta on 99-139 euroa kuukaudessa riippuen käytössä olevista toiminnallisuuksista. Suuremmissa yli 50 käyttäjän asiakkuuksissa hinta voidaan kuitenkin neuvotella asiakaskohtaisesti. Kuukausilaskutusta voidaan myös nostaa ottamalla tuotteeseen käyttöön LeadApp-sovelluskaupasta laajennuksia, mutta arvioimme sovelluskaupan roolin vielä pieneksi. Tietyt tekoälyominaisuudet (esim. chatbot) vähentävät asiakaspalvelijoiden määrää ja jatkossa niiden rooli liikevaihdosta voi muodostua merkittäväksi.

LeadDesk myy asiakkailleen myös tietoliikennepalveluita kuten puheluita ja tekstiviestejä, mitä se ostaa teleoperaattoreilta tukkupalveluna tai välittää oman teleoperaattori-kyvykkyytensä kautta. Telepalvelut sisältävät sekä jatkuvia tuloeria (esim. puhelinnumerot) että käyttöön nojaavia eriä. LeadDeskin asiakkaat tarvitsevat telepalveluita ohjelmiston käyttöön, emmekä näe niiden käytön heiluvan olennaisesti, pois lukien kausiluontoisesti hiljaisemmat kesäkuukaudet. Telepalvelut ovat LeadDeskille arviomme mukaan hyvän marginaalitason (noin 30-50 %), pitkälti toistuvaa liikevaihtoa.

Käyttöönottojen tueksi LeadDesk tarjoaa lisäksi asiantuntijapalveluita. Palvelut sisältävät lähinnä tuotteen käytön koulutusta ja integraatioiden tekemistä valmiilla työkaluilla. Suuremmissa asiakkuuksissa palvelut voivat lisäksi kattaa tuotteen räätälöintiä ja ohjelmointityötä.

LeadDeskin liiketoimintamallissa asiakaspito ja

jatkuvuus kasvaa asiakkaan kokoluokan mukana. Suurilla useita puhelinkeskuksia käyttävillä yrityksillä ohjelmiston vaihto olisi haastavampaa. Toisaalta nämä yritykset saavat tehokkuushyötyjä, kun yhdellä ohjelmistolla voidaan ohjata useita tiimejä (myös ulkoistettuja). LeadDeskin ratkaisua käytetään myös liiketoimintakriittiseen toimintaan (myynti ja asiakaspalvelu), mikä nostaa kynnystä vaihtaa ohjelmistoa tai lopettaa sen käyttöä.

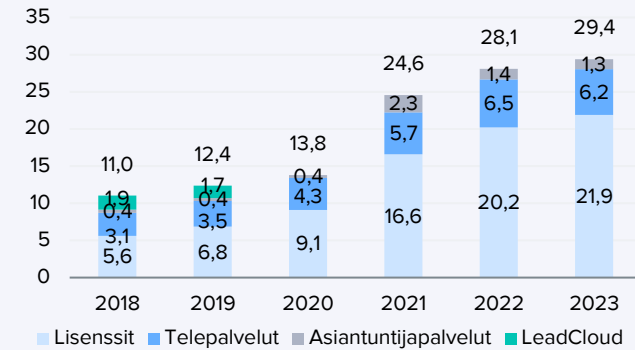
Asiakaspalvelun osalta (arviolta puolet LeadDeskin liikevaihdosta) ohjelmiston tarve on nähdäksemme varsin sama yli syklisen. Heikommassa syklissä asiakas voi kuitenkin säätää käyttäjälisenssien määrää alaspäin ja ratkaisun myynti voi vaikeutua. Ohjelmiston käyttö myyntiin kuluttajasektorille (Outbound) on nähdäksemme herkempi heikommille suhdanteille. Vuoden 2022 energiakriisin ääriesimerkissä sähkösovimusten kuluttajamyynti lähes pysähtyi Euroopassa.

Tästä dynamiikasta johtuen LeadDeskin tulovirtojen kasvu on nähdäksemme jokseenkin syklistä, kun ohjelmiston käyttö ja siten myös laskutus voivat vaihdella eri talousympäristössä. Heikommassa suhdanteessa LeadDeskin asiakkaiden palvelukeskuksien (contact center) työvoiman saatavuuden parantuminen voi toisaalta myös lisätä ohjelmiston käyttöä.

LeadDeskin kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuu pääasiassa henkilöstöstä

LeadDeskin SaaS-liiketoimintamalli on ohjelmistoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan perusteiltaan hyvin skaalautuvaa. Käytännössä liikevaihdon kasvaessa useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa

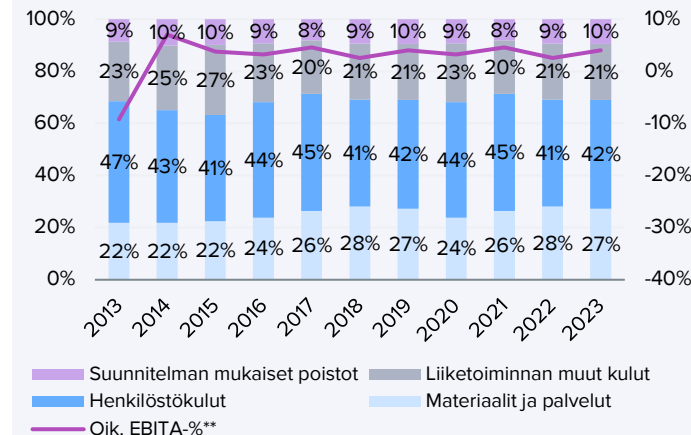
Liikevaihdon jakauma tyypeittäin*, 2018-2023, MEUR



Lähde: Inderes

*LeadCloud-liiketoiminta myyntiin vuoden 2019 lopussa. Liikevaihdon jaotteluperiaate muuttui vuoden 2021 jälkeen, joten luvut tämän jälkeen eivät ole täysin vertailukelpoisia historiaan nähden.

Kustannusjakauma, % operatiivisista kustannuksista



Lähde: Inderes

**Huomioi tuotekehitysmenojen poistot, muttei liikearvon poistoja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

liikevaihtoon. Korkeakatteisen liikevaihdon kasvu (2023 myyntikate-%: 74%) valuu tällöin kasvun onnistuessa vahvasti tulosriville, jolloin yhtiö voi joko kasvattaa kasvupanoksiaan tai vahvistaa kannattavuuttaan.

LeadDeskin kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (2023: 43 % operatiivisista kustannuksista), osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (22 %), ja tuotekehitysmenojen aktivointeihin painottuvista poistoista ja arvonalenemista (8 %). Materiaalit ja palvelut muodostavat henkilöstön ohella merkittävän kuluerän (28 %). Tämän taustalla ovat pääasiassa televiestintäkapasiteetin tukkuustot ja ohjelmiston vaatimat infrastruktuurikustannukset. Kokonaisuutena henkilöstöön liitännäisten kulujen skaalautuminen on kuitenkin yhtiön kannattavuudelle keskeistä.

LeadDesk ei julkaise henkilöstönsä jakaumaa. Arvioimme henkilöstön painotuksen olevan kuitenkin myynnissä ja markkinoinnissa (~30 %), tuotekehityksessä (~30 % henkilöstöstä). Palvelu ja asiakashenkilöstön (~25 %) sekä kaikkia funktioita tukevan johdon ja hallinnon (~15 %) arvioimme olevan pienemmässä roolissa. Vahva painotus myyntiin ja markkinointiin sekä asiakkaiden palvelemiseen on nähdäksemme yhtiön markkinan kehitysvaihe huomioiden looginen. Se mahdollistaa yhtiön nykyhetkessä hyväksi katsomamme kilpailuaseman hyödyntämisen ja pitkän tähtäimen kilpailukykyä tukevan riittävän mittakaavan saavuttamisen Euroopassa. Yhtiön hitaan orgaanisen kasvun (etenkin Pohjoismaissa 2023-2024) myötä näiden investointien takaisinmaksun vahvuus on konsernitasolla silti epäselvä. Selvä

panostus tuotekehitykseen on myös tärkeää tuotteen kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi.

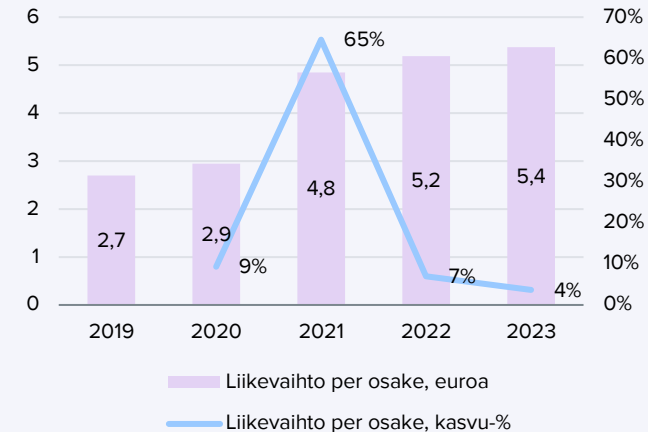
Lyhyellä tähtäimellä henkilöstösidonnaisten kulujen skaalautuminen on hitaampaa LeadDeskin rakentaessa itselleen läsnäoloa Euroopan eri maihin ja panostaessaan tuotteensa kehitykseen. LeadDeskin tuote on nähdäksemme ytimeltään varsin kypsä, mutta yhtiö näkee itse vielä tilaa tuotteensa laajentamiseen. Toisaalta tuote ei ole koskaan varsinaisesti valmis. Esimerkiksi tekoälyn mahdollistamien ominaisuuksien kehitys on ollut vuodesta 2023 alkaen olleet nähdäksemme elinehto yhtiön kilpailukyvyyn säilymiselle.

Pitkällä tähtäimellä arvioimme LeadDeskin henkilöstön skaalautumisen suurimman potentiaalin olevan myynnissä ja markkinoinnissa, tuotekehityksessä sekä hallinnossa.

LeadDeskin pääoman allokointi on kasvupainotteista

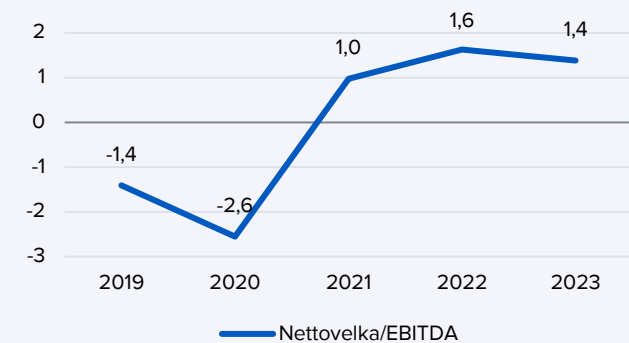
LeadDesk allokoii kassavirtojaan yrityskauppoihin, orgaaniseen kasvuun ja taseensa vahvistamiseen. Yhtiön osakekohtainen liikevaihto on kasvanut huomattavasti, missä kohtuullisin arvostuskertoimin tehdyt yrityskaupat (ks. Strategia-osuus) ovat olleet tärkeässä roolissa. Osa kasvusta on tehty yritysostojen maksuun otetulla velalla, joskin yhtiön velkaantuneisuus on edelleen maltillista (Nettovelka/EBITDA 1,4x vuonna 2023). Kasvupainotteinen pääoman allokointi huomioiden tulojakoja omistajille (osingot tai omien osakkeiden ostot) yhtiön on tuskin järkevää lyhyellä tähtäimellä tehdä. Käsittelemme yhtiön pääoman allokoointia tarkemmin raportin Strategia-osuudessa.

Liikevaihto per osake,
euroa per osake ja kasvu-%



Lähde: Inderes

Nettovelka / EBITDA,
kerroin



Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Skaalautuva, jatkuviin tuottoihin perustuva SaaS-liiketoimintamalli, kilpailukykyinen ja kypsä tuote

2.

Vahvat näytöt kansainvälisestä kasvusta ja arvoa luovista yritysostoista

3.

Hyvä orgaaninen kasvupotentiaali etenkin Manner-Euroopassa

4.

Kypsemät markkinat Pohjoismaissa tuovat kassavirtaa, mutta hidastavat selvästi konsernitason kasvua

5.

Arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja yritysostoissa voi tapahtua myös huteja

Potentiaali



- Pilvimurroksessa kasvavat kohdemarkkinat ja merkittävä markkinapotentiaali
- Vahva kilpailukyky suhteessa kohdemarkkinoiden pienimpiin ja paikallisiin toimijoihin
- Skaalautuva liiketoimintamalli ja kustannusrakenne
- Asiakkuuksien laajentaminen uusiin ratkaisuihin ja lisäarvopalveluihin (mm. automaatio tekoälyllä)
- Hyvät näytöt useiden kansainvälisten markkinoiden avaamisesta
- Enterprise-asiakkaat, yrityskaupat ja uudet markkina-alueet

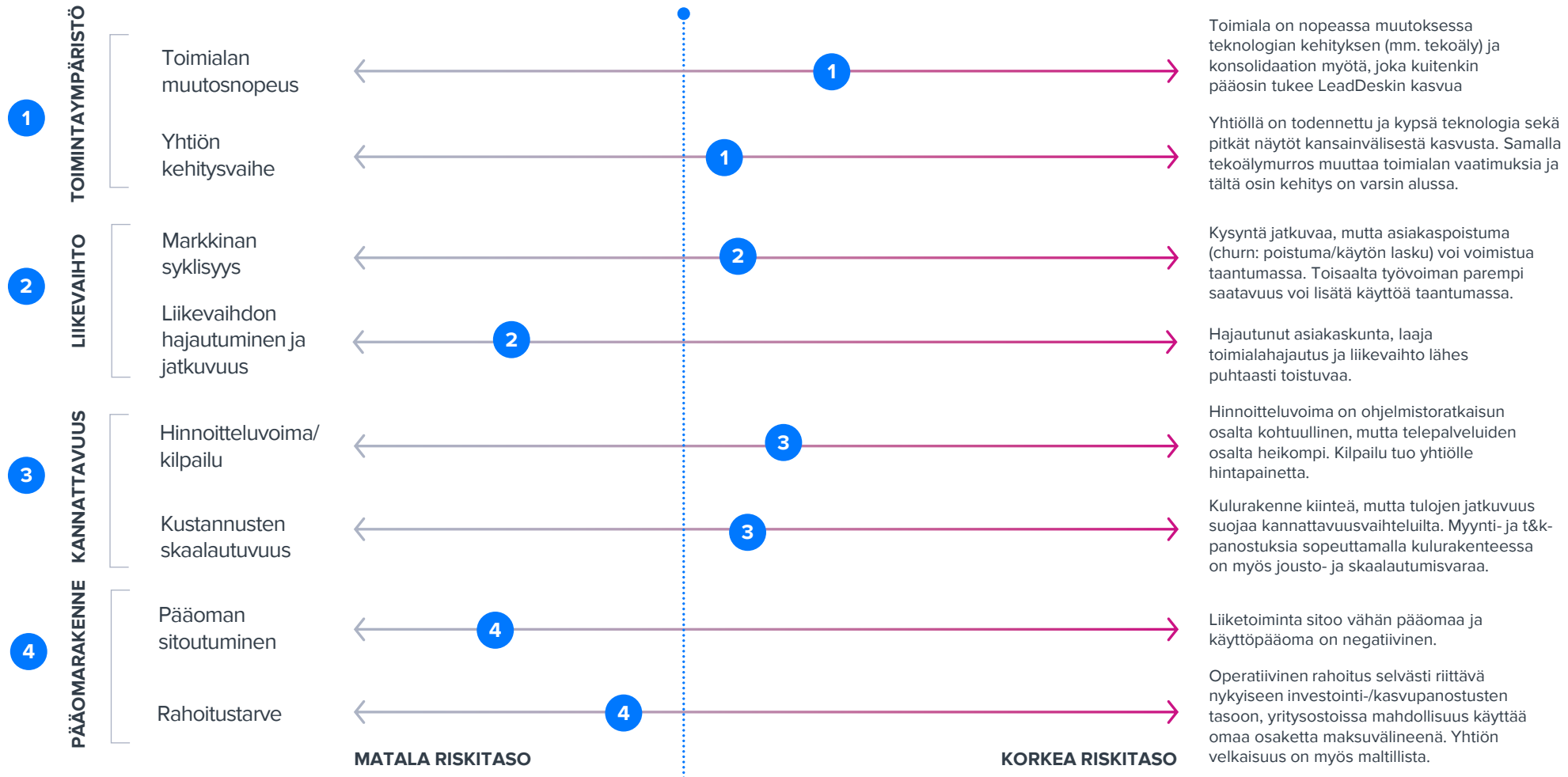
Riskit



- Heikko näkyvyys uusmyynnin onnistumiseen, kasvun heikkouksen jatkuminen heikentäisi yhtiön arvonluontia
- Kilpailutilanteen muutokset
- Teknologia- ja tietoturva- ja regulaatoriskit
- Yrityskaupat voivat viedä huomiota orgaaniselta kasvulta
- Uusien markkinoiden avaaminen
- Tekoälykehityksessä jälkeen jääminen voi johtaa markkinaosuuksien menetyksiin

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio LeadDeskin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

LeadDesk toimii suurilla kasvumarkkinoilla

LeadDeskin kohdemarkkinan (CCaaS, Contact center as a service) koko Pohjoismaissa ja Manner-Euroopassa on Frost & Sullivanin (07/2024) arvion mukaan noin 1 miljardia euroa. F&S arvioi pienten ja keskisuurten yritysten (SME) muodostavan markkinasta 40-45 % ja suur yritysten (Enterprise) 55-60 %. LeadDesk palvelee molempia segmenttejä. Yhtiön kotimarkkinat Pohjoismaissa muodostavat markkinasta vähemmistön ja Manner-Euroopan markkinat taas selvän enemmistön (ks. graafi oikealla).

F&S arvioi kasvun olevan Manner-Euroopassa vahvempi 16 % vuodessa ja Pohjoismaissa 8 % vuodessa lähivuodet. LeadDeskin ja sen toimialaverokkien kasvuluvut huomioiden markkinan kasvuodotukset ovat mielestämme yllättävän korkeita, mutta Manner-Euroopan markkinoiden selvästi vahvempi kasvu on joka tapauksessa mielestämme loogista. Arviomme mukaan Manner-Euroopan markkina ei kuitenkaan kooltaan ja kasvultaan muodosta LeadDeskin kasvulle rajoitetta ainakaan lähivuosina.

Markkinan kasvua ajavat useat tekijät, joista nähdäksemme tärkein on ohjelmistojen siirtymä pilveen. Frost & Sullivanin mukaan 43 %:lla markkinan kohdeyrityksistä on vain paikallisesti asennettu ohjelmisto, mutta 76 % näistä aikoo siirtyä pilveen. Edistyneiden pilviohjelmistojen käyttöasteet ovat myös tilastojen (Eurostat) valossa edelleen selvässä kasvussa, joskin Pohjoismaat ovat tältä osin jo erittäin pitkällä (66-73 % yrityksistä käyttää pilviohjelmistoja) ja pilvisiirtymän vaikutus painottuu Manner-Eurooppaan (23-57 %).

Asiakkaat käyttävät alati moninaisempia tapoja

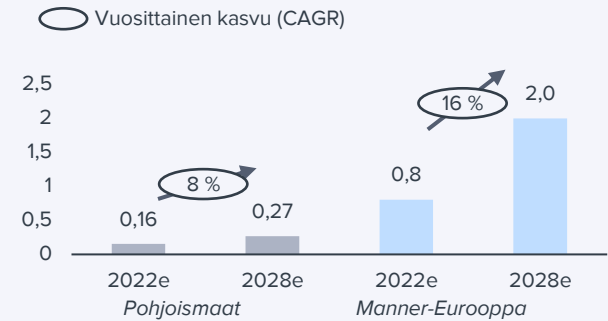
viestiä yrityksille (puhelut, chat, WhatsApp, Messenger, TikTok, sähköposti...). Tämän myötä kasvava asiakaspalvelukanavien monimutkaisuus nähdäksemme kasvattaa tarvetta LeadDeskin kaltaisille monikanavaisen asiakaspalvelun ohjelmistoille.

Digitaalisen asioinnin kasvaessa asiakaspalvelukeskuksien täytyy myös mukautua hallitsemaan suurempia määriä yhteydenottoja. Tällöin ohjelmistojen tuomat tehokkuushyödyt (esim. itsepalveluportaalit, työn johtaminen, chat- ja voicebotit) korostuvat. Generatiivisen tekoälyn ja kielimallien kehitys on ollut erittäin nopeaa vuoden 2022 lopusta alkaen. Tämä on tuonut kontaktityön tehostamiseen merkittäviä uusia mahdollisuuksia, joiden arvioimme johtavan tarvittavien asiakaspalvelijoiden määrän laskuun ja selviin kulusäästöihin asiakaspalvelukeskuksissa. Tämän teknologian kehityksessä onnistuminen tulee nähdäksemme merkittävässä määrin ratkaisemaan CCaaS-markkinan voittajat. Tarvittavan tekoälyteknologian keskeiset palat ovat jo yleisesti saatavilla, mikä tasoittaa pelikenttää.

Puhelinmyynnin toimialalla on verrattain heikko maine johtuen muun muassa huonosta asiakaskokemuksesta. Contact center -ohjelmistoilla pyritään parantamaan myynnin kohdennusta ja asiakaskokemusta, joten ohjelmistoilla osataan ratkotaan tätä ongelmaa. Toisaalta yksi puhelinmyyntialan pitkän aikavälin riski on lainsäädännön kiristyminen. Vaikutus olisi nähdäksemme kuitenkin rajallinen, eikä kiristynyt regulaatio ole LeadDeskin mukaan esimerkiksi Ruotsissa vaikuttanut markkinaan oleellisesti.

Tarve asiakaspalveluun ja myyntiin säilyy syklistä

Contact Center as a Service –ohjelmistojen markkina Euroopassa, mrd. EUR



Lähde: Frost & Sullivan

LeadDeskin kohdemarkkinan trendejä

-  Siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin
-  Asiakasviestinnän kanavien monipuolistuminen
-  Tekoälyn nopea kehitys
-  Digitaalisen asioinnin kasvu
-  Markkinan konsolidaatio

Lähde: LeadDesk, Inderes

Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

riippumatta ja tähän käytettävät ohjelmistot ovat liiketoimintakriittisessä roolissa. Asiakkaat voivat kuitenkin supistaa ohjelmiston käyttöä heikommassa markkinatilanteessa, kun asiakaspalvelun tai kannattavasti tehtävissä olevan myynnin määrä laskee. Myös myyntitoimistojen konkurssit yleistyvät laskusuhdanteessa. Lisäksi ohjelmistojen tuomia tehokkuushyötyjä tarvitaan usein avuksi liiketoiminnan kasvavan mittakaavan hallitsemiseksi, eikä hankintoja välttämättä olla valmiita tekemään heikommassa suhdanteessa.

Esimerkiksi vuosina 2022-2024 konkurssit sekä ohjelmiston käytön supistumiset yleistyivät LeadDeskin markkinoilla ja samalla ohjelmistojen uusksyntä heikkeni selvästi, vaikka työvoiman saatavuus puhelinmyyntiin samalla helpottui.

LeadDesk kilpailee modernilla tuotteella ja paikallisella läsnäololla

Contact center -ohjelmistoja (CCaaS: Contact center software as a service) tarjoaa Euroopassa yli 150 yritystä (Frost & Sullivan). Kohdeasiakkaat tulevat lähes kaikilta toimialoilta (etenkin kuluttajaliiketoiminnoista) ja markkina on suuri, joten ala on houkutelut paljon kilpailijoita. Markkinan koko mahdollistaa useiden yhtiöiden savuttavan riittävän kokoluokan tuomia skaalaetuja (kustannustaso, bränditunnettuus...) sekä riittävän investointikyvyn. CCaaS-markkinalla onkin arviomme mukaan vaikea saavuttaa vahvoja kestäviä kilpailuetuja.

Eri markkinan taskuissa kilpailuasetelmista löytyy kuitenkin eroja. Kilpailijoissa eroja näkyy esimerkiksi toimijoiden alueellisessa painotuksessa (paikallinen, alueellinen, globaali), yrityskauppastrategiassa (kohteiden integroinnin syvyys vaihtelee) ja teknologian sukupolvessa. Lisäksi osa kilpailijoista

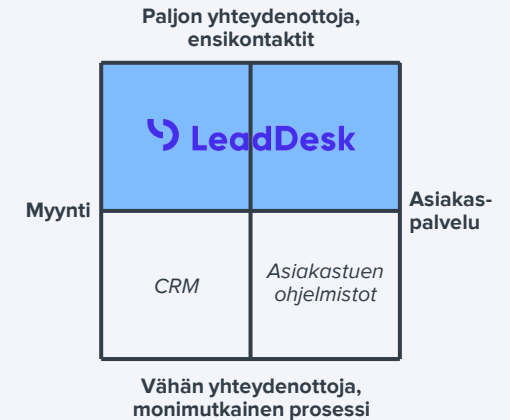
keskittyy lähinnä SME -tai Enterprise-asiakkaisiin, osa taas pelkkiin puhelinkeskuksiin eikä monikanavaiseen asiakaspalveluun.

Contact center -yritykset toimivat usein ohuilla marginaaleilla ja kovan kilpailun alaisena, minkä takia ohjelmiston tarjoama prosessien tehokkuus, palvelun luotettavuus ja joustavuus ovat kriittisiä ominaisuuksia. Integraatiot (mm. asiakastuen ohjelmistot, CRM, ERP) ovat myös yksi tehokkuuden ajureista. Viestintäkanavien laajeneminen sekä automaation ja tekoälyn kehitys taas kasvattavat ohjelmistojen vaatimuksia. Kilpailussa pärjääminen vaatiikin mielestämme jatkuvasti suurempaa kokoluokkaa, jotta tuotteen kilpailukyvyyn ylläpitoon ja vahvistamiseen on riittävät resurssit. Tämä nähdäksemme ajaa markkinan konsolidaatiota ja pienet pelurit nähdäksemme joko erikoistuvat, tulevat ostetuksi tai vetäytyvät alalta vahvempien kilpailijoiden puristuksessa.

LeadDeskin suuremman kokoluokan kilpailijoista (esim. Genesys, Five9 ja Talkdesk) on selvää paikallista toimintaa Euroopassa, mutta usein hajanaisesti. Nähdäksemme taustalla on Euroopan markkinan jakautuminen useisiin maihin, joista jokaisessa toimiminen edellyttää läsnäoloa ja asiakastukea paikallisella kielellä. Suuret toimijat keskittyvät arviomme mukaan erityisesti LeadDeskin kohderyhmää suurempiin globaaleihin asiakkuuksiin korkeammassa hintaluokassa. Nämä toimijat tulisivatkin vastaan vahvemmin kilpailussa, mikäli LeadDesk laajentaa suurasiakkuuksiin enemmän myös Pohjoismaiden ulkopuolella.

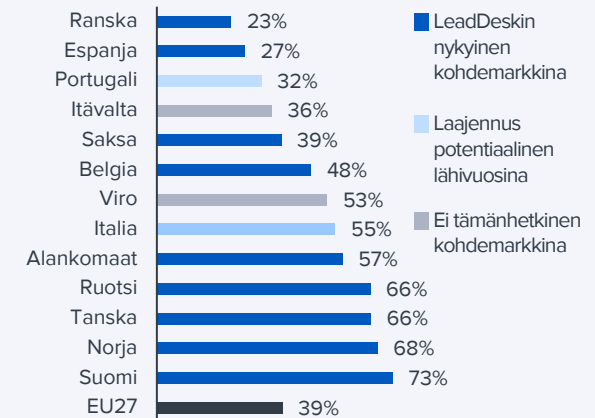
Osa Euroopassa perustetuista kilpailijoista (esim. Talkdesk, Dixa) ovat toisaalta lähteneet hakemaan kasvua mantereen ulkopuolelta suuremmista

LeadDeskin asemoituminen asiakasviestinnän ohjelmistokentässä



Lähde: LeadDesk

Edistyneiden* pilvipalveluiden käyttöaste EU-maissa, 2023, % yrityksistä



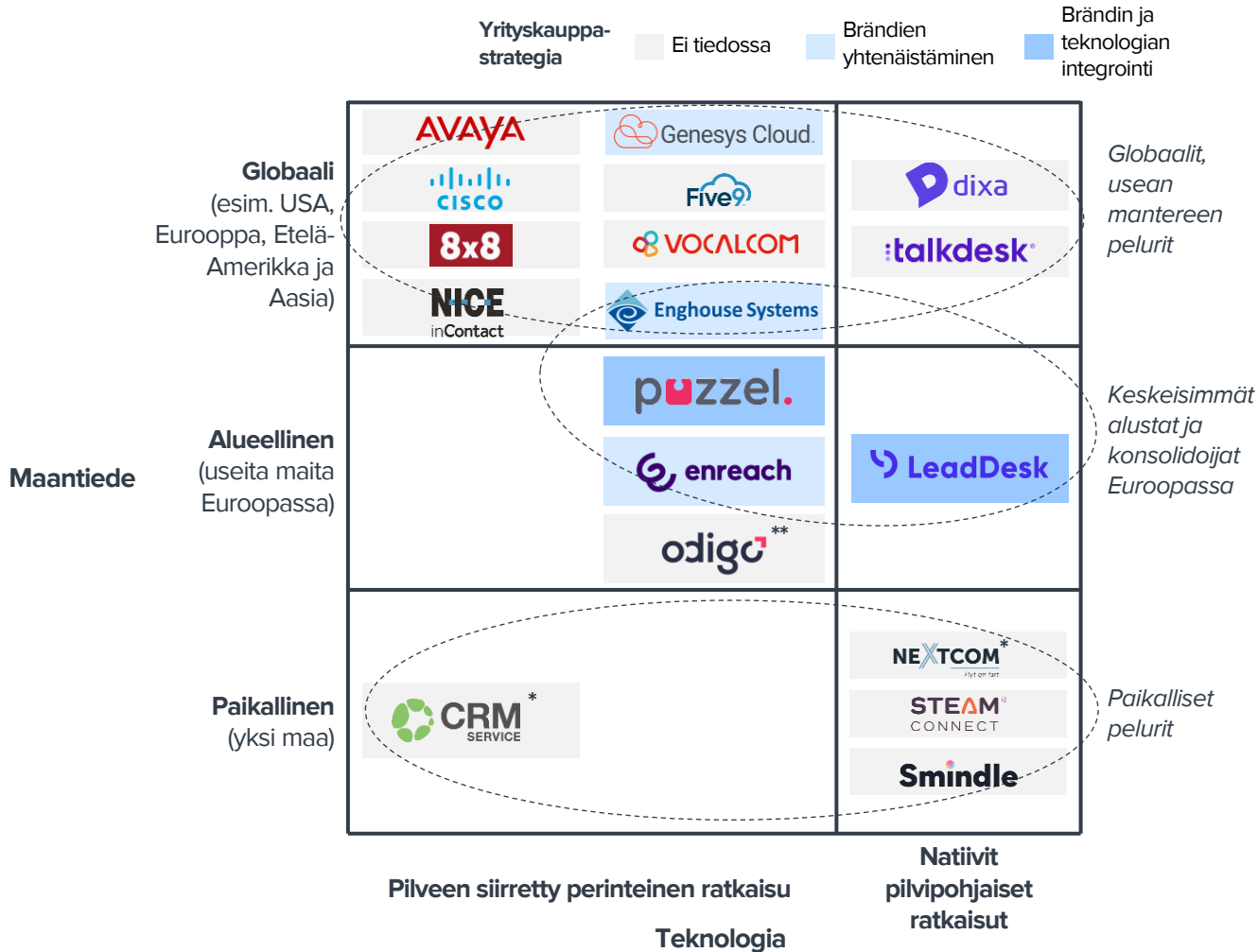
Lähde: Eurostat, Inderes

*Taloushallinto, CRM, laskentakapasiteetti, ERP, tietoturva ja/tai ohjelmistokehityksen ympäristöt

Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

Contact center -ohjelmistojen (CCaaS) kilpailukenttää erottelee alueellinen fokus, yrityskauppastrategia ja teknologian sukupolvi

Listaus ei ole kattava, painotus SME-näkökulmassa LeadDeskin toimintamaissa



LeadDesk kilpailutekijät

- + Puhdas, nopeasti käyttöönotettava ja erilaisiin asiakasvaatimuksiin skaalautuva modulaarinen SaaS-ratkaisu
- + Ratkaisu kattaa sekä suuren volyymin monikanavaisen asiakaspalvelun että Outbound- ja Inbound-myyntin tarpeet
- + Paikallisia ohjelmistotoimittajia kattavampi, helppokäyttöisempi ja toimintavarmempi ratkaisu
- + Paikallinen läsnäolo ja tuki, palvelin-infrastruktuuri Euroopassa ja usein myös matalampi hintapiste erottaa yhtiötä kansainvälisistä kilpailijoista
- + Pitkäjänteinen yrityskauppastrategia mahdollistaa tehokkaan tuoteportfolion kehityksen
- ± Automaatiokyvykkyudet tekoälyominaisuuksilla (mm. AI chat- ja voicebotit) kehittyvät nopeasti, joskin on vaikea arvioida miten tahti suhteutuu keskeisiin kilpailijoihin
- Selvästi globaaleja kilpailijoita pienemmät T&K- ja myyntiresurssit
- Suhteellisen heikko tunnettuus CCaaS-markkinan suurimmilla markkina-alueilla (esim. Saksa, Ranska, Espanja)
- Ei pysty välttämättä tarjoamaan vaikeimmille ja suurimmille asiakkaille vaadittavia palvelukokonaisuuksia tai integraatioita

Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

markkinoista (erityisesti USA). Euroopassa liiketoimintaa pitkäjänteisesti rakentaneet toimijat, kuten LeadDesk, saavat nähdäksemme tällä hetkellä tilanteesta etua SME-markkinassa (muilla kuin englannin kielisillä markkinoilla).

Euroopassa näemme puolenkymmentä toimijaa, jotka ovat selvemmin rakentaneet alueellista läsnäoloa (LeadDesk, Puzzel, Enghouse ja Enreach, Talkdesk, Odigo). Tämä joukko (pl. Talkdesk ja Odigo) laajenee Euroopassa systemaattisesti yrityskaupoilla. Useiden kilpailijoiden huomio näyttää keskittyvän ostokohteiden tuomiseen saman kaupallisen brändin alle ilman selvää pyrkimystä yhdistää tuotetarjontaa (Enghouse ja Enreach). LeadDesk taas yhdistää integraatiovaiheessa myynnissä olevat tuoteportfoliot. Myös Puzzel tekee arviomme mukaan näin. Tällöin tuotekehityspanokset voidaan pitää myynnissä olevan tuoteportfolion kehityksessä ja väistyvät tuotteet kevyemmässä ylläpitotilassa, mikä on mielestämme pitkäjänteisempi strategia.

Strategiansa avulla LeadDesk (ja Puzzel) kykenevät nähdäksemme kehittämään tuoteportfoliotaan kokoluokkaansa suhteutettuna enemmän kuin kilpailijat, joilla tuotekehitys vaatii päällekkäistä kehitystä eri maissa myynnissä oleviin tuotteisiin. Toisaalta orgaaniseen kasvuun keskittyvät merkittävän kokoluokan pelurit (Odigo ja Talkdesk) ovat myös hyvin asemoituneet tästä näkökulmasta.

LeadDeskillä on mielestämme nykyhetkessä riittävä kokoluokka pystyäkseen kilpailemaan hyvästä markkina-asemasta. Riittävän vahvan aseman ylläpitämiseksi yhtiön kasvun täytyy nähdäksemme

kuitenkin jatkua etenkin Manner-Euroopassa, orgaanisesti ja/tai yritysostoin.

Kilpailutilanne tulee elämään konsolidaation edetessä ja markkinan kypsyessä

CCaaS markkinalla tapahtuu paljon sisäistä konsolidaatiota, kun pelurit kuten LeadDesk ostavat joko ratkaisuaan tukevaa teknologiaa tai kilpailevia toimijoita. Konsolidaatio on pienille ja keskisuurille yhtiöille jossain määrin nähdäksemme pakollista, jotta riittävä mittakaava ja sen mahdollistama investointikyky tuotteeseen (ml. Tekoälyominaisuudet) ylläpidetään. Tämä kehitys on mielestämme ennustettavaa, sillä nämä yrityskaupat lähinnä vahvistavat yhtiötä teknisesti, ja alueellisesti sekä kasvattavat niiden kokoa.

Sektorilla tapahtuu myös laajentumista uusiin ohjelmistokategorioihin. Esimerkiksi asiakastuki- tai asiakassuhde (CRM) –ohjelmistoista voidaan siirtyä CCaaS-markkinaan (esim. Zendesk ja Hubspot). Lisäksi yritysten sisäisistä viestintäohjelmistoista (esim. Zoom), viestintäkanavia yhdistävistä ohjelmistoista (esim. Twilio, Sinch), sekä ohjelmistojäteissä (esim. Google, Amazon) on näkynyt haluja laajentua CCaaS-markkinalle. Lähtökohtaisesti kaikki nämä toimijat pitävät ohjelmistonsa rajapinnoilla avoimina CCaaS-markkinaan erikoistuneille toimijoille, joten emme näe tämän mullistavan markkinan kilpailuasetelmia.

Luonnollisesti hyvin resursoitujen kilpailijoiden muodostuminen ja tulo markkinalle lisää kilpailupainetta. Markkinan kasvun hidastuessa ja toimijoiden kokoluokkien kasvaessa arvioimme kilpailun kiristyvän, mikä lähtökohtaisesti näkyy kasvavana hintapaineena.

Yrityskauppatiivit pilviaviestinnän ohjelmistojen markkinoilla

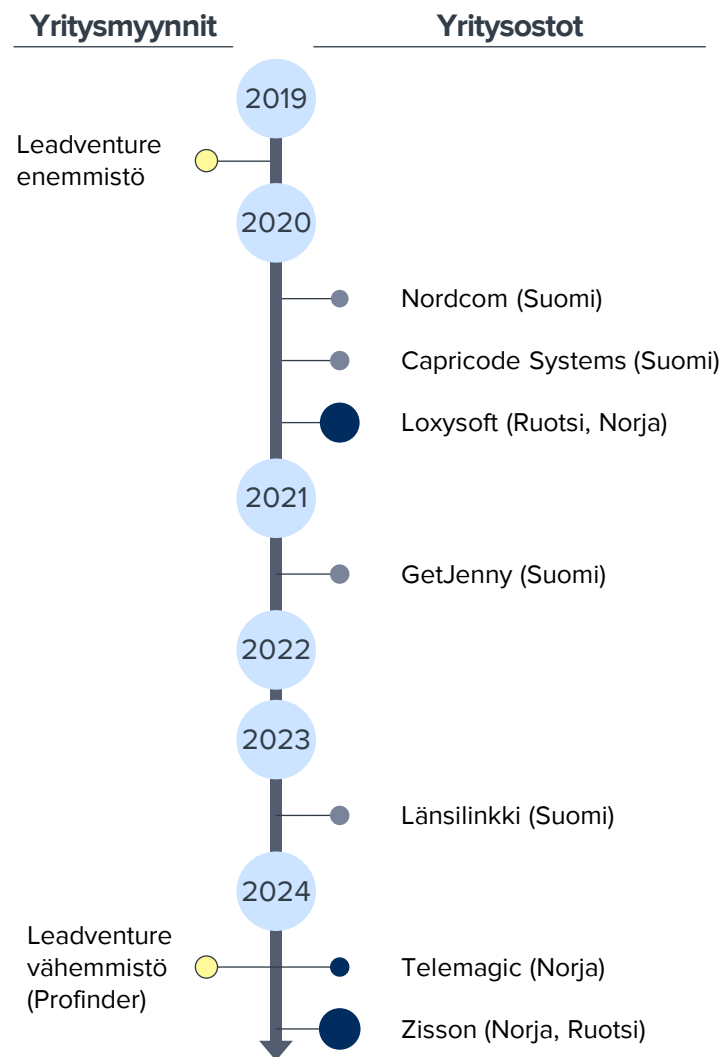
Teknologian vahvistaminen

Kilpailijan hankinta

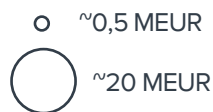
Laajentuminen uusiin ohjelmistokategorioihin

Lähde: Inderes, Kempen & Co

LeadDesk aktivoitui yritysjärjestelyissä vuoden 2019 listautumisen jälkeen



Kohteen liikevaihto



Kaupan pääasiallinen teollinen logiikka

- Teknologia (tuote & osaaminen)
- Kaupallinen (esim. asiakaskunnan laajentaminen)
- Ydinliiketoiminnan ulkopuoliset yhtiöt

Ostokohde	Keskeiset hyödyt	Arvostus (EV/S ¹)
Nordcom (Suomi)	+ Mobiilisovellus + Teams-integraatio + Virtuaali-SIM	0,6-0,8x
Capricode Systems (Suomi)	+ Toimintavarma & liiketoimintakriittinen teknologia ja osaaminen + Räätylöidyt järjestelmät + Käyttöönottopalvelut	1,8x
Loxysoft (Ruotsi, Norja)	+ Markkinaosuus & toimialaosaaminen + Käyttöönottopalvelut ja -osaaminen	2,0-2,2x
GetJenny (Suomi)	+ Chatbot-toiminnallisuus + Tekoälyosaaminen	2,7x
Länsilinkki (Suomi)	+ Teleoperaattoritoiminnan ja tarjonnan laajentaminen, skaalaedut	0,4-0,6x
Telemagic (Norja)	+ Markkinaosuus	0,8-1,0x
Zisson (Norja, Ruotsi)	+ Markkinaosuus + Julkisen sektorin käyttöliittymät + Sosiaalisen median laajemmat viestintäkanavat	1,2x

¹ Laskettu ostokohteen toteutuneilla luvuilla.
Lähde: Inderes

Yritystosten luvut ja arvostustasot

Ostokohde	Konsolidoitu	Kauppahinta (velaton)	Lisäkauppahinta	Maksettu?	Liikevaihto ²	EBITDA-%	Arvostus (EV/S) ¹ , min-max	Hinnasta osakkeilla (alkup.)	Käytetty hinta per osake	LeadDesk oma EV/S ³	Diluutio
Nordcom (Suomi)	1/7/2020	0,5	0,2		0,9	2,5 %	0,6x-0,8x	60 %	10,3	4,4x	0,6 %
Capricode Systems (Suomi)	1/10/2020	2,4	0		1,3	5 %	1,8x	50 %	17,15	4,3x	1,5 %
Loxysoft (Ruotsi, Norja)	1/1/2021	13,6	1,5	x	7,0	14 %	2,0x-2,2x	64 %	17,55	5,1x	10,4 %
GetJenny (Suomi)	1/8/2021	3,8	0		1,4	20 %	2,7x	100 %	22,98	4,6x	1,7 %
Länsilinkki (Suomi)	1/7/2023	0,5	0,25		1,3	-20 %	0,4x-0,6x	0 %	-	1,7x	0,0 %
Telemagic (Norja)	1/6/2024	0,94	0,17		1,16	-2 %	0,8x-1,0x	0 %	-	1,5x	0,0 %
Zisson (Norja, Ruotsi)	1/2/2025	10,00	0,00		8,6	20 %	1,2x	22 %	6,43	1,3x	6,1 %

1 Laskettu ostokohteen toteutuneilla luvuilla, 2 Edeltävän vuoden tai muun vertailukelpoisen ~12 kk jakson liikevaihto, 3 LeadDeskin ostohetkellä lähimmän vertailukelpoisen (jo tehdyt yrityskaupat sisältävän) vuoden ennustettu EV/S

Lähde: Inderes

Strategia 1/2

Strategiana kannattava kasvu ja kokoluokan nosto Euroopassa

LeadDeskin kotimarkkinat (Suomi, Ruotsi, Norja) ovat jo varsin kypsät etenkin SME-asiakkaiden osalta, joten yhtiö keskittyy täällä kannattavuuden kehittämiseen ja maltilliseen kasvuun Enterprise-segmentin kautta. Vastaavasti Manner-Euroopassa markkinat ovat vahvemmassa kasvussa ja yhtiö pyrkii täällä kasvuun etenkin SME-asiakkuuksissa.

Tämä lähestyminen on mielestämme vastaa yhtiön kilpailuetuja. LeadDeskin merkittävä kokoluokka Pohjoismaissa mahdollistaa kassavirran ja kilpailukyyn suurasiakkaissa, kun taas kasvumarkkinoilla kasvetaan SME-asiakkaissa, joissa globaalit kilpailijat eivät ole aktiivisia. Tällä strategialla yhtiö on saavuttanut luvuista päätellen hyviä tuloksia, sillä avatut markkinat (Ruotsi, Norja, Tanska, Hollanti, Saksa) ovat Concept fee*-lukupien valossa käännetty kassavirtaneutraaliksi 0-5 vuodessa. LeadDesk ei välttämättä avaa uusia markkinoita, sillä investointikohteita riittää hyvin nykyisissäkin. Yhtiö ei pyri myöskään aktiivisesti laajentumaan Euroopan ulkopuolelle.

LeadDesk myös täydentää kasvuaan yritysostoin. Yhtiö on kiinnostunut sekä teknologiavetoisista pienemmän kokoluokan yritysostoista, jotka vahvistavat sen tuotetta tai tarjontaa, että markkinaosuutta kasvattavista ostoista. Pidämme teknologiaan keskittyvää yritysostostrategiaa järkevänä, sillä teknologiaa täydentävät ostot ovat arviomme mukaan todennäköisemmin arvoa luovia ja vältetään päällekkäisten tuotteiden ylläpitokuormaa. Toisaalta yhtiön on mielestämme ostettava myös markkinaosuutta saavuttaakseen riittävän kokoluokan kasvuvauhdin kilpailukykyä

ylläpitämiseksi ja markkina-osuutta ostamalla yhtiö kykenee myös vahvistamaan kulutehokkuuttaan skaalaetujen myötä.

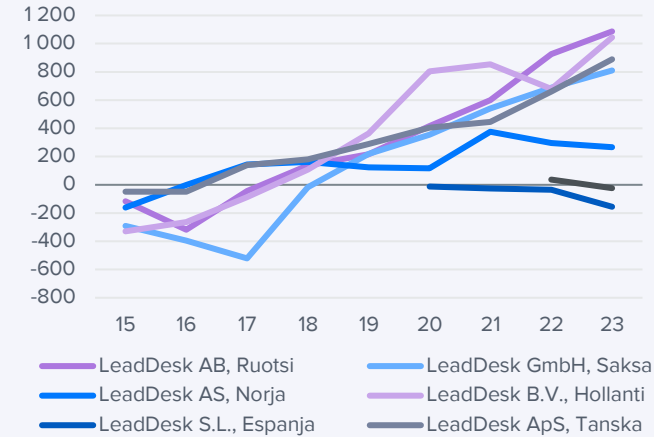
LeadDeskin ottaa ostokohteissaan myyntiin konsernin yhtenäisen tuoteportfolion. Tällä yhtiö välttää päällekkäisten tuotteiden kehittämisen, joskin ydintuotteiden ulkopuolelle jäävät ratkaisujen ylläpito syö hieman tuotekehityksen resursseja. Nähdäksemme yhtiön skaalautuvuus ei kuitenkaan olennaisesti kärsi yritysostojen johdosta.

Strategia vaikuttaa pääpainoiltaan järkevältä, vaikka matkaa riittää

LeadDeskin strategia keskittyy ensin kannattavuuden nostoon (~2023-2025) ja tämän jälkeen kasvun vahvistamiseen. Yhtiön pitkän aikavälin tavoite +100 MEUR liikevaihdosta ja 20 %:n EBITDA-%:sta nojaa etenkin vahvaan kasvuun Manner-Euroopassa ja yritysostoihin (ks. graafi oikealla). Lisäksi yhtiö arvioi tekoälystä nousevan hieman pidemmällä aikavälillä lisäpotentiaalia yli tavoitteen, vaikka toistaiseksi tekoälyominaisuudet ovat tuotteen kilpailukyyn perusedellytyksiä eivätkä välttämättä tuota selvää erillistä liikevaihtoa.

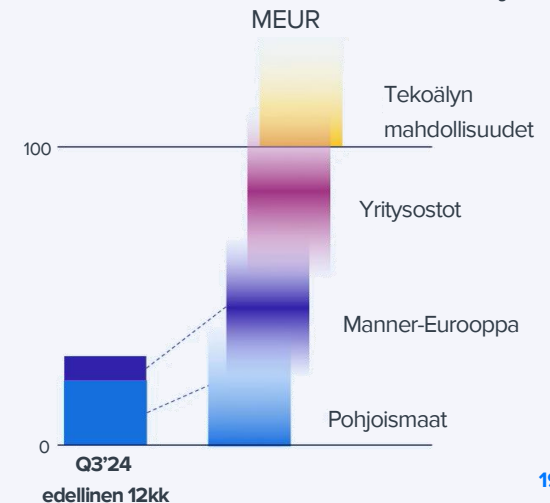
Ylätasolla yhtiön suuremman kokoluokan tavoittelu ja painopisteet (kannattavuus Pohjoismaissa, kasvu Manner-Euroopassa ja yritysostoin) ovat mielestämme järkeviä ja perustellut. Toisaalta arvioimme yhtiön kasvupanosten takaisinmaksun olleen turhan heikko vuosina 2022-2024, jolloin painotuksen siirto Pohjoismaista vahvemmin Manner-Eurooppaan on tapahtunut hitaasti ja konsernitason orgaaninen kasvu jäi heikoksi. Tätä edeltävät näytöt kasvusta ovat kuitenkin olleet vahvat ja kasvupanosten uudelleenallokoinnin jälkeen kasvun priistymiselle on selvät edellytykset.

Concept feet* maittain, 2015-2023, TEUR



Lähde: LeadDesk, Inderes. *Concept feet ovat LeadDeskin emoyhtiön ja maayhtiöiden välisiä maksuja. Positiivinen concept fee kertoo maayhtiön toiminnan kääntymisestä kannattavaksi.

Havainnollistus +100 MEUR kasvutavoitteen ajureista



Lähde: LeadDesk

Strategia 2/2

Kohdemarkkina ja LeadDeskin asemoituminen

LeadDeskin CCaaS-ohjelmistojen kohdemarkkina, 2024

1 mrd. EUR

Markkinan kasvu, 2022-2028e

8-16 % CAGR

Trendit markkinan kehityksen taustalla



Siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin



Asiakasviestinnän kanavien monipuolistuminen



Tekoälyn nopea kehitys



Digitaalisen asioinnin kasvu



Markkinan konsolidaatio

Moderni ohjelmisto suuren volyymin asiakasviestintään



Strategiset painopisteet

1. Kannattavuuden ylläpitäminen ja vahvistaminen etenkin kypsillä kotimarkkinoilla Pohjoismaissa
2. Orgaaninen kasvu etenkin vahvemmin kasvavassa Manner-Euroopan alueella
3. Kasvun tukeminen erityisesti tuotetta vahvistavin yritysostoin
4. Tuotteen kilpailukyvyn ylläpito tekoälyn tiiviimmällä integroinnilla tuoteperheeseen



Strategian rahoitus kassavirralla ja oman osakkeen hyödyntämisellä yrityskaupoissa



>100 MEUR

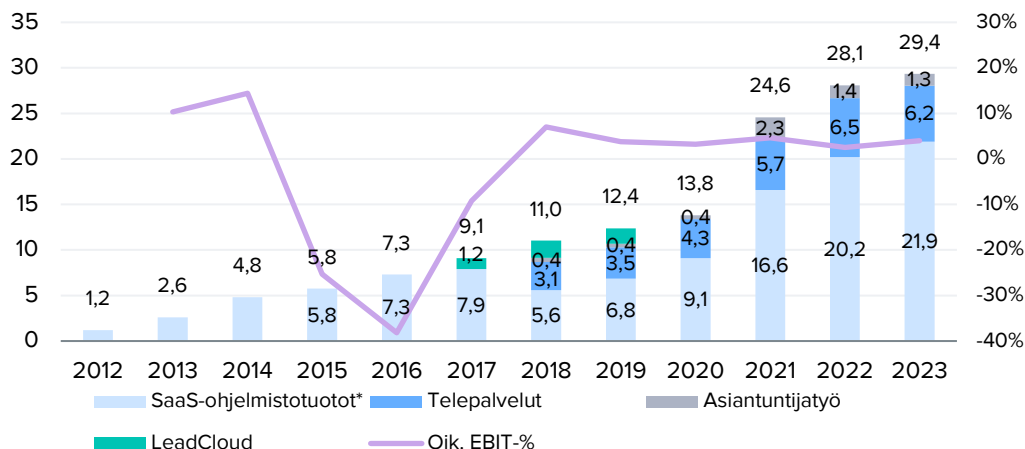
liikevaihto pitkällä aikavälillä

>20%

EBITDA-% pitkällä aikavälillä

Taloudellinen tilanne 1/2

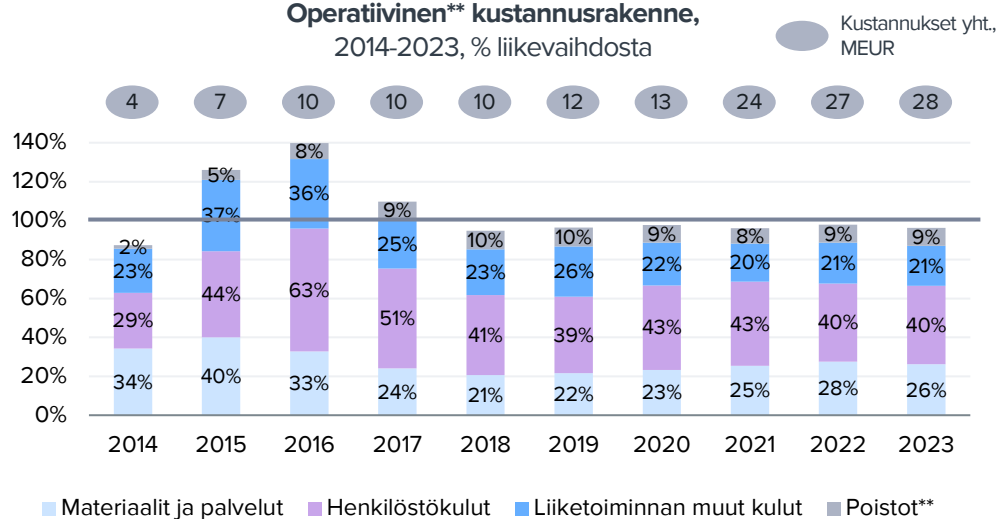
Liikevaihdon jakauma tyypeittäin* ja oik. EBIT-%, 2014-2023, MEUR ja % liikevaihdosta



LeadDeskin kannattavuus on skaalautunut kasvun myötä positiiviseksi, mutta kassavirtaa kuluu investointeihin

- LeadDeskin vuotuinen liikevaihdon orgaaninen kasvu-% on ollut arviomme mukaan keskimäärin 15 % ja kannattavuus (oik. EBIT-%) on vaihdellut -38 ja 7 %:n välillä vuosina 2015-2023.
- Kannattavuus (oik. EBIT-%) on vakiintunut keskimäärin noin 4 %:n tasolle vuoteen 2018 jatkuneen kovan investointivaiheen jälkeen.
- Vuonna 2020 yhtiön orgaaninen kasvu sai piristysruiskeen, kun koronapandemia sai markkinan asiakkaat suosimaan etätöihin soveltuvia pilviohjelmistoja aiempaa vahvemmin. Vuosina 2018-2023 LeadDeskin orgaanisen kasvu-%:n ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summa pois lukien divestoitu LeadCloud on vaihdellut noin 6 % ja 26 %:n välillä, ollen keskimäärin 18 %.
- Suuren hypyn asiantuntijapalveluiden liikevaihdossa vuosien 2020 ja 2021 välillä aiheutti Capricode ja Loxyssoft-yritysostot, joiden liikevaihdosta merkittävämpi osa oli asiantuntijapalveluita. Heikompi Enterprise-segmenttiin kysyntä kuitenkin laski alueen liikevaihtoa vuosina 2022-23.

Operatiivinen** kustannusrakenne, 2014-2023, % liikevaihdosta



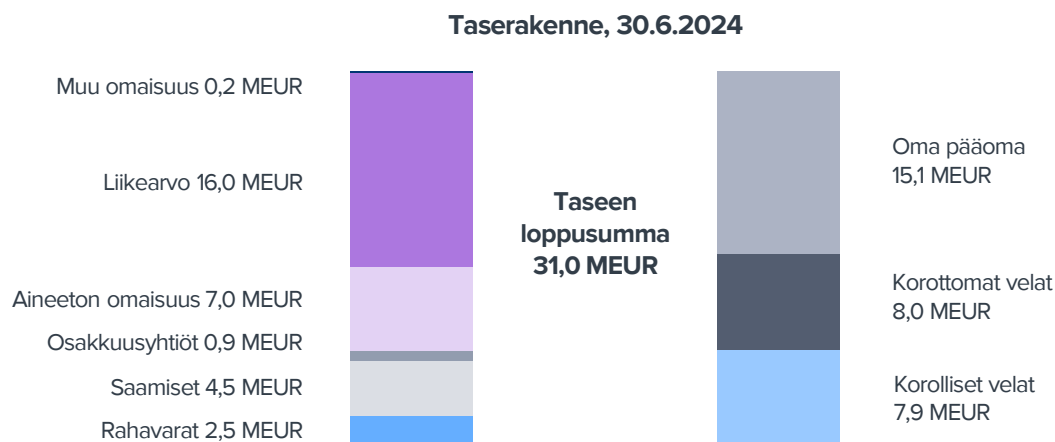
- Materiaalit ja palvelut koostuvat pääasiassa pilvikapasiteetin ostoista, telepalveluiden tuottamiseen vaadittavista ostoista sekä ulkoisen työvoiman käytöstä suurasiakkaiden käyttöönotoissa. Näemme nykyisessä tasossa jonkin verran skaalautumisvaraa, sillä suuremmat ostovolyymit tyypillisesti mahdollistavat matalamman hintatason.
- Henkilöstökulut on LeadDeskin merkittävin kuluerä ja erityisesti tuotekehityksen sekä myynnin (>50 % henkilöstöstä) panostuksia on mielestämme oleellista ajatella osittain investointeina.
- Liiketoiminnan muut kulut ovat skaalautuneet vahvan investointivaiheen jälkeen tasaisesti. Ne koostuvat tilavuokrista, markkinointikuluista luottotappioista sekä hallinnon ja kirjanpidon kuluista. Luonteeltaan ne ovat pääasiassa melko kiinteitä.
- Poistot (pois lukien liikearvon poistot) ovat pääosin tuotekehitysmenojen aktivoinneista johtuvia. Skaalautumisvaraa kypsässä kehitysvaiheessa.

Lähde: LeadDesk, Inderes

*SaaS-ohjelmistotuotot sisältävät Telco-liikevaihdon vuoteen 2017 asti ja LeadCloud-liiketoiminnan vuoteen 2016 asti, liikevaihdon jaotteluperuste muuttui 2022. **Ei sisällä liikearvon poistoja

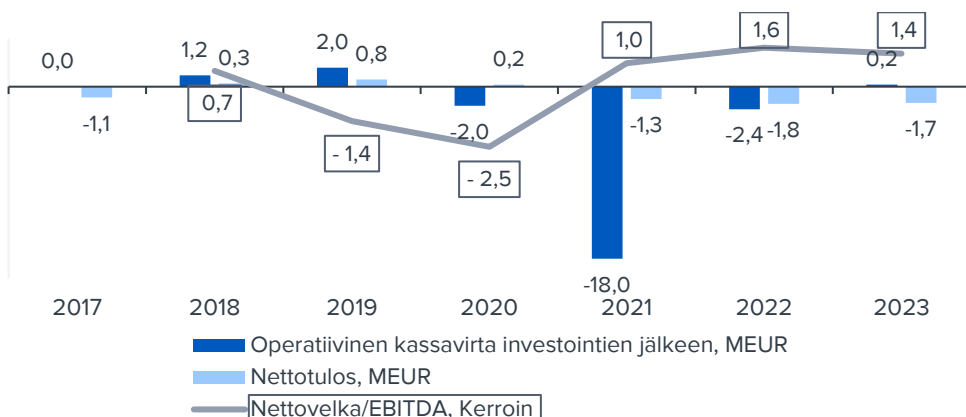
Taloudellinen tilanne 2/2

LeadDeskin tase on varsin hyvässä kunnossa, mutta sitä paisuttaa yrityskaupoista muodostuva liikearvo



- Aktiivisuus yrityskaupoissa näkyy taseessa
 - H1/2024 lopun rahavaroissa (2,5 MEUR) oli hieman ruutia yritysostoihin (2,5 MEUR, +2,2 MEUR Profinder-myyntistä). Vaikka nettovelka (5,4 MEUR) ja nettovelkaantumisaste (36 %) olivat kohonneet yritysostojen seurauksena, yhtiöllä oli hyvin velanottokapasiteettia (Q3'24 LTM Nettovelka/EBITDA: 1,2x ennen Profinder-myyntiä ja n. 0,7x kaupan jälkeen). Tämän jälkeen tehty Zisson-osto (12/2024, velaton kauppahinta 10 MEUR) kuitenkin hetkellisesti söi velanottokapasiteettia, joten arvioimme yhtiön sulattelevan Zisson-ostoa vuonna 2025 ennen uusia ostoja.
 - Liikearvo (16,0 MEUR) on kasvanut yrityskauppojen myötä huomattavaksi ja yhtiö poistaa tätä FAS-kirjanpidon mukaisesti 10 vuoden aikajaksolla. Aineeton omaisuus (7,0 MEUR) koostuu käytännössä aktivoituista tuotekehitysmenoista.
 - Positiivinen operatiivinen kassavirta ja erityisesti oman osakkeen käyttö maksuvälineenä mahdollistavat yritysostot myös jatkossa.
- Kassavirta käytetään kasvuinvestointeihin ja yritysostoihin, emmekä siten odota osinkoa lähivuosina.

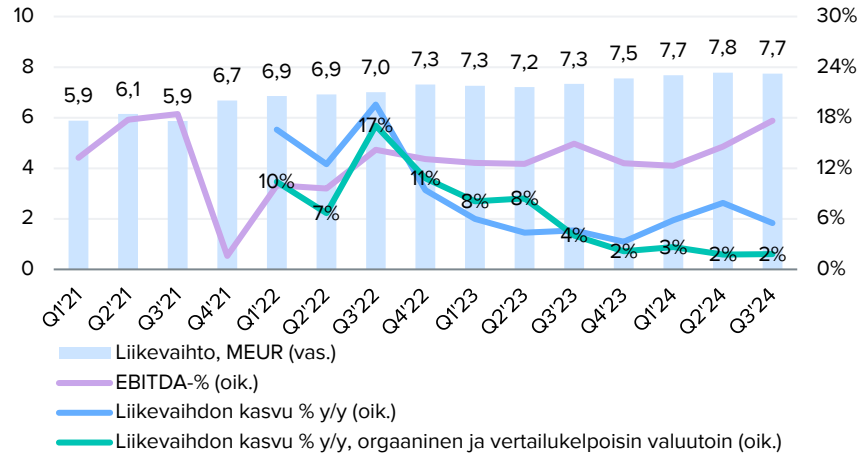
Operatiivinen kassavirta investointien* jälkeen, nettotulos ja nettovelka/EBITDA, 2017-2023



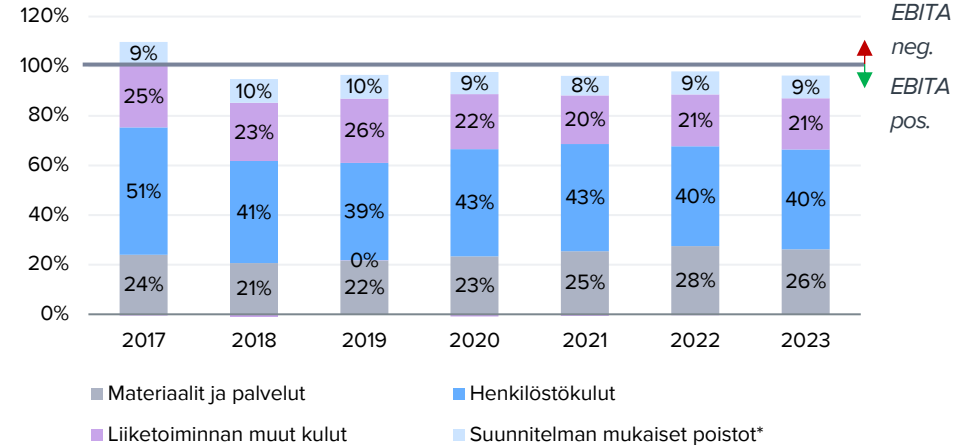
- LeadDeskin liiketoiminta tuottaa kassavirtaa pääomakeveästi.
 - Orgaaniset kasvuinvestoinnit tapahtuvat isoilta osin tuloslaskelman kautta henkilöstö- ja liiketoiminnan muiden kulujen muodossa.
 - Vuonna 2023 tuotekehitysmenojen aktivoinnit (3,0 MEUR) olivat poistoja (2,7 MEUR) suuremmat, joten yhtiön liiketoiminnan kassavirta oli lievästi tulosta heikompi.
 - Vuonna 2021 suuret investoinnit (Loxyssoft ja GetJenny -yritysostot) käänivät kassavirran vahvasti negatiiviseksi*. Vastaava vaikutus näkyi myös vuonna 2020 (NordCom, Capricode Systems -ostot) ja 2022 (GetJenny).
- LeadDesk on kyennyt hyödyntämään yrityskauppojen maksuvälineenä käteisen lisäksi omia osakkeitaan, jonka ansiosta se on kyennyt toteuttamaan merkittävän kokoisia yritysostoja kohtuullisella nettovelan kasvulla vuosina 2020-2021.

Liiketoiminnan avainnumeroiden kehitys

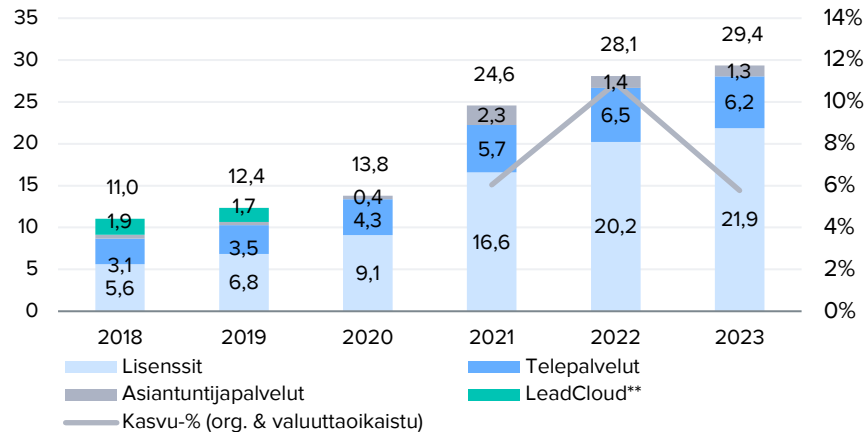
Liikevaihto ja EBITDA-%,
MEUR, % liikevaihdosta, kasvu-% y/y



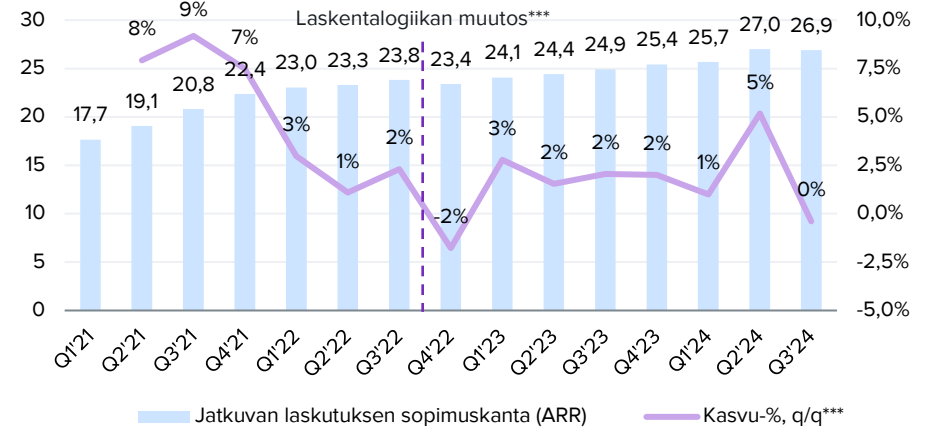
Operatiivinen kustannusrakenne,
2017-2023, % liikevaihdosta



Liikevaihdon jakauma** ja vertailukelpoinen kasvu**
2018-2023, MEUR ja % v/v



Jatkuvan laskutuksen sopimuskannan* kasvu,**
MEUR ja %, kauden lopussa



Lähde: Inderes. *Ei sisällä liikearvon poistoja. **Divestoitu. ***Yhtiö päivitti laskentalogiikan huomioimaan sopimusten solmimishetkien jälkeiset valuuttakurssimuutokset Q4'22 alkaen (Q3'23 laskettu oletuksin, päivitettyä lukua ei vielä julkaistu). ****Jaottelulogiikka päivitetty 2022 alkaen.

Ennusteet 1/3

Ennustemme nojaavat SaaS-liiketoimintamalliin

LeadDeskin strategia keskittyy SaaS-liiketoiminnan ja sen tuottaman jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseen. Oletamme ennustemallissamme, että LeadDeskin liikevaihdon kehitystä ohjaa pääasiassa SaaS-tuottojen liikevaihdon kehitys. Arvioimme mukaan muiden liikevaihtoerien (Telepalvelut ja asiantuntijapalvelut) kasvu on pitkälti sidoksissa SaaS-tuottojen kehitykseen.

SaaS-liikevaihdon kasvua ennustamme pääasiassa uusmyynnin, nykyisten asiakkaiden laajennusten ja asiakaspoistuman avulla. Ennusteen tukena arvioimme realistista kasvunopeutta Pohjoismaissa ja vahvemmin kasvavilla Manner-Euroopan markkinoilla. Lähtökohtaisesti oletamme yhtiön pystyvän pitämään nykyisen markkinaosuutensa Pohjoismaissa ja kasvattavan markkinaosuutta SME-segmentissä Manner-Euroopassa. Oletus vaatii yhtiön tuotteen kilpailuaseman pysyvän vähintään ennallaan, mikä vaatii yhtiöltä onnistumista etenkin asiakkaalle tehokkuushyötyjä tuomien uusien tekoälyominaisuuksien kehityksessä.

LeadDeskin jatkuva liikevaihto muodostuu SaaS-lisenssituloista ja tietyistä telepalveluista. SaaS-liikevaihto laskutetaan asiakkaalta jatkuvasti, joskin se on pitkälti sidoksissa järjestelmän käyttäjämäärään. Telepalvelut taas ovat osin toistuvaa ja osin asiakkaan käyttöön sidonnaisia. Telepalveluissa on jonkin verran kausivaihtelua käytön osalta, erityisesti hiljaisempina kesäkuukausina. Odotamme telepalveluiden kasvavan hieman lisenssiliikevaihtoa hitaammin, sillä uskomme yhtiön ohjelmiston arvon nojaavan jatkossa aiempaa vahvemmin lisenssipohjaisiin tuotteisiin. Palveluliikevaihdon merkitys (H1'24: 4 % liikevaihdesta) on yhä kokonaisuuden kannalta varsin

vähäinen ja arvioimme näin olevan jatkossakin, vaikka suurasiakkaiden käyttöönotot voivat tuoda liikevaihtoon pieniä heilahduksia.

LeadDesk julkaisee toistuvan liikevaihdon sopimuskantaa (ARR, annual recurring revenue), joka sisältää SaaS-tilaukset ja telepalveluista jatkuvien sopimusten osuuden. Lisäksi yhtiö raportoi välillä laskutuksessa olevan ARR:n. LeadDeskin sopimuskanta siirtyy käyttöönottojen kestosta johtuen joidenkin kuukausien viiveellä laskutukseen ja suuremmissa sopimuksissa käyttöönotto voi kestää jopa 6-12kk. Sopimuskanta on melko luotettava työkalu yhtiön liiketoiminnan lähitulevaisuuden ennustamisessa erityisesti lisenssiliikevaihdon osalta. Sen käyttöä heikentää kuitenkin liikevaihdon jakauman (Lisenssit/Telepalvelut/Asiantuntijapalvelut) raportointi vain puolivuositain. Lisäksi ARR:ää vastaava raportoitua liikevaihtoerää ei avata erikseen, sillä se muodostuu lisenssituloista ja telepalveluiden jatkuvista tuloista. Siten ARR-luvut ovat ennusteissamme sivuosassa.

LeadDeskin kannattavuutta ja tuloskasvua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulujen kehitys suhteessa korkeakatteisen liikevaihdon (2023: myyntikate-% 74 %) kasvuun. Oletamme yhtiön pystyvän parantamaan myyntikatettaan kokoluokkansa kasvaessa lähes 80 %:n tasolle. Ennustamme henkilöstökuluja (2023: 40 % liikevaihdesta) ja liiketoiminnan muita kuluja (2023: 21 %) henkilöstön määrän ja yksikkökustannuksen kautta. Huomioimme ennusteissamme lisäksi liikevaihtoon ja liikevaihdon kasvuun suhteutetut henkilöstön tehokkuusluvut, jotka tyypillisesti vahvistuvat SaaS-yhtiöiden skaalautuvan kasvun vaiheessa. Kannattavuuden osalta seuraamme

Ennusteiden perusoletukset vuosille 2025-2030

- **Suomi ja Pohjoismaat:** Kannattavuuden vahvistaminen ja matala liikevaihdon kasvu (noin 2-6 % / vuosi)
- **Manner-Eurooppa:** Kannattavuuden pitäminen neutraalina ja hyvä liikevaihdon kasvu (noin 10-15 % vuodessa)

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/3

liikearvon poistoista oikaistua liikevoittoa (EBITA tai oik. EBIT), joka kuvaa mielestämme parhaiten operatiivista kannattavuutta.

Näkyvyys LeadDeskin liikevaihtoon on lyhyellä aikavälillä kokonaisuutena kohtuullisen hyvä, sillä liikevaihto koostuu pääosin hyvin ennakoitavista toistuvista tuotoista. Liikevaihdon kasvunopeuden ja kannattavuuden mallintaminen on sen sijaan vaikeampaa, koska se on hyvin riippuvainen yhtiön kasvupanostuksien tasosta, myynnin tehokkuudesta ja markkinasyklin kehityksestä. Yrityskauppoja emme sisällytä ennusteisiimme etukäteen, vaan ne ovat nähdäksemme optio. Tämä optio on odotusarvoltaan positiivinen, sillä myös LeadDeskin aiemmat yritysostot ovat arviomme mukaan olleet arvoa luovia.

LeadDeskillä on voimassa noin 959 tuhannen osakkeen (~17 % osakkeista) kattavat optio-ohjelmat, joissa merkintäaika osuu seuraavan noin viiden vuoden ajalle. Huomioimme optioiden diluution osakemäärän ennusteissa niiden merkintähinnat huomioivan nettovaikutuksen osalta (diluutio nettona noin 1%).

Vaikea markkinatilanne painaa kasvuvauhtia 2024-2025

Vuonna 2024 LeadDesk ohjeistaa liikevaihdon kasvun olevan vertailukelpoisin valuutoin 5-15 % sekä käyttökatemarginaalin olevan 10-15 %. Ohjeistus ei huomioi merkittävän kokoisten yrityskauppojen vaikutusta liikevaihtoon tai kannattavuuteen.

Odotamme LeadDeskin kasvavan 5,9 % (org. noin 2 %), käyttökatemarginaalin olevan 14,9 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin 5,8 %.

Vuonna 2024 liikevaihdon kasvua on heikentänyt etenkin Suomen heikko markkinatilanne, mikä on

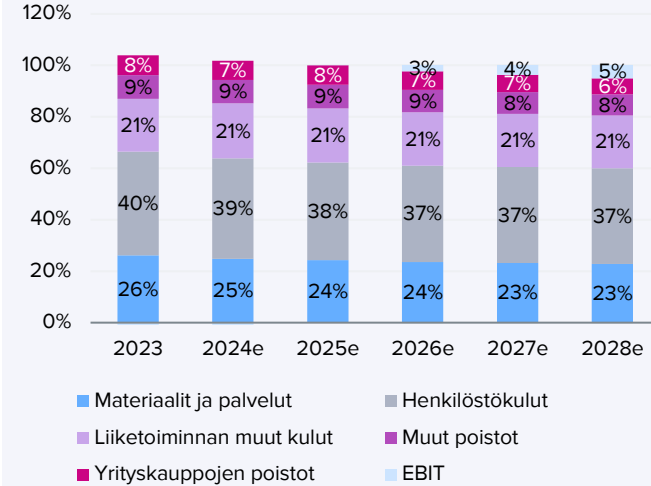
vaikeuttanut uusmyyntiä etenkin SME-markkinaa ja ajanut asiakkaita tekemään kulusäästöjä lisenssimääriä vähentämällä. Samalla Manner-Euroopan SME-myynti on ollut vahvemmassa kasvussa (H1'24: >10 % v/v). Lisäksi vuoden liikevaihtoa laskee teleoperaattori-lainsäädännön muutoksesta johtunut läpilaskutuserän poistuminen (0,5 MEUR tai n. 1,5 % liikevaihdosta), jolla ei ole tulosvaikutusta. Arvioimme yhtiön kasvutilanteen pysyvän varsin samana vielä Q4'24 ajan.

Vuonna 2025 ennustamme liikevaihdon kasvun piristyvän orgaanisesti hieman, mutta nousevan Zisson-kaupan myötä (lukuissa 1.2.2025 alkaen) kokonaisuudessaan korkealle (31,7 % tai 4,6 % orgaanisesti). Kannattavuuden odotamme vahvistuvan kulukurin jatkuessa ja vahvemmin kannattavan Zissionin tullessa mukaan konsernilukuihin (EBITDA-% 16,8 %, oik. EBIT-% 7,6 %). Suomesta emme odota kasvulle erityistä vetoapua vuonna 2025, vaikka odotamme enemmistön asiakkaiden kulusäästöistä osuneen vuoteen 2024. LeadDesk on siirtänyt myyntipanostuksiaan asteittain enemmän kohti vahvemmin kasvavia Manner-Euroopan markkinoita, minkä pitäisi näkyä jo pienenä piristymisenä yhtiön konsernitason kasvussa. Strategiansa mukaisesti LeadDesk priorisoi lyhyellä aikavälillä kannattavuutta, joten arvelemme lisäinvestointien kasvuun olevan vielä maltillisia vuonna 2025.

Ennustamme lähivuosille pirteää ja skaalautuvaa kasvua markkinan myötätulessa

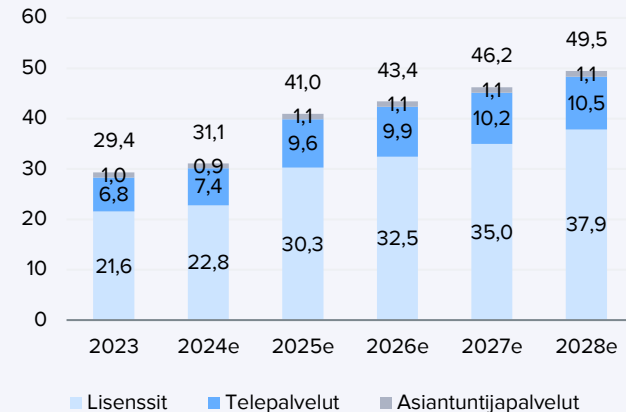
LeadDeskin CCaaS-kohdemarkkinan kasvun odotetaan olevan voimakasta (~8-16 % vuodessa lähivuosina) pilvimurroksen ja asiakasviestinnän ohjelmistojen tuomien tehokkuushyötyjen ja kasvavien järjestelmävaatimusten nousun myötä.

Kustannusrakenteen ennuste, 2023-2028e, % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Liikevaihdon ennusteet tyypeittäin, 2023-2028e, MEUR



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Oletamme markkinan vahvimman kasvun myös painottuvan Enterprise-segmenttiin Manner-Euroopassa, missä yhtiö ei ole tällä hetkellä aktiivinen. LeadDesk on myös kohdannut viime vuosina jatkuvasti negatiivisia yllätyksiä (energiakriisi ja korona-asiakkaiden poistuma, projektimyynnin lasku, asiakkaiden kuluoptimoinnit etenkin Suomessa). Yhtiön nykyisessä kokoluokassa jonkinasteiset haasteet ovat nähdäksemme tulleet jäädäkseen, joten ennusteissa on syytä pitää pientä turvamarginaalia.

Odotamme LeadDeskin orgaanisen kasvun piristyvän vuosina 2026-2028 nousten vuositasolla noin 6-7 %:iin. Ennusteemme taustalla oletamme markkinatilanteen Euroopassa hieman piristyvän ja toisaalta LeadDeskin hieman nostavan kasvupanostuksiaan, kuten yhtiö on strategiassaan indikoinut. Toisaalta liikevaihdon paino kypsemmillä Pohjoismaiden markkinoilla jarruttaa konsernitason kasvua. SME-asiakkaissa odotamme LeadDeskin jatkavan kasvupanostuksia etenkin Manner-Euroopassa. Enterprise-asiakkaissa kasvutilaa löytyy yhä Pohjoismaista, mutta odotamme paremman asiakashankinnan tuoton ja yhtiön kasvupanosten pääpainon olevan nopeamman pilvisiirtymän markkinoilla Manner-Euroopassa.

Odotamme kasvun edelleen skaalautuvan vuosina 2026-2028, mutta vuosia 2024-2025 hitaammin johtuen lisärekrytoinneista kasvuun. Liikearvon poistoista oikaistun liikevoiton odotamme vahvistuvan asteittain ja olevan 10-12 % vuosina 2026-2028. Näiden tekijöiden myötä ennustamme LeadDeskin kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan ("Rule of 40") olevan 16-18 %:a vuosina 2026-2028. Taso on ohjelmistotuote-yhtiölle matala, mutta huomioiden heikko lähtötaso (6-7 % vuosina 2023-24) olettaa jo selvän parannuksen.

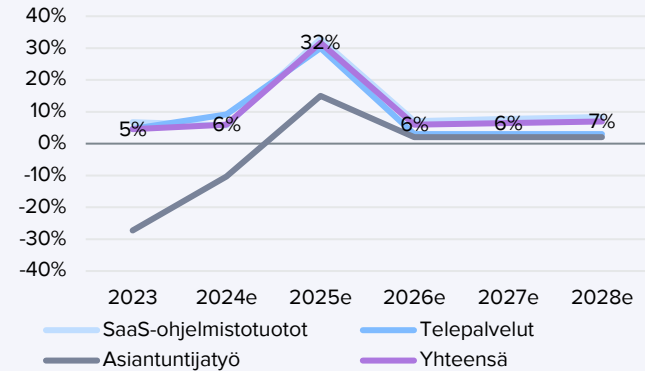
Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun hiipuvan pilvisiirtymän siirtyessä jälkilämmöille

CCaaS-markkinan kasvu odotettavasti hidastuu pilviohjelmistojen käyttöasteiden kohotessa kohti 2030-lukua. Markkinoilla on useita kasvunälkäisiä toimijoita, joten kasvutilan kaventuessa odotamme LeadDeskin törmäävän yhä useammin vahvoihin kilpailijoihin. Näillä on vahva investointikyky, joten tuotteen tehokkuushyötyjen osalta asiakkaiden vaatimustalo tulee myös kasvamaan. LeadDesk kohdannee myös tiukempaa kilpailua alan jäteiltä sen laajentaessa Enterprise-asiakkuuksiin myös Manner-Euroopassa. Odotamme myös yhdysvaltalaisen goljattien pyrkivän jatkuvasti vahvemmin Euroopan suurille markkinoille.

Ennustamme LeadDeskin liikevaihdon kasvavan 7-3 %:n hidastuvalla trendillä vuosina 2029-2035 ja olevan 69 MEUR vuonna 2035 (pitkän aikavälin tavoite: 100 MEUR, sis. yritysostot). Markkinan kasvun puolesta yhtiön voisi olla mahdollista kasvaa vielä nopeammin ja suurempaan kokoluokkaan. Emme kuitenkaan näe yhtiön nykyinen kasvunopeus huomioiden perusteita ennustaa olennaisesti tätä vahvempaa pitkän tähtäimen orgaanista kasvua nykyistä merkittävästi suuremmassa kokoluokassa. Liikevaihdon terminaalikasvuna käytämme 2 %:a.

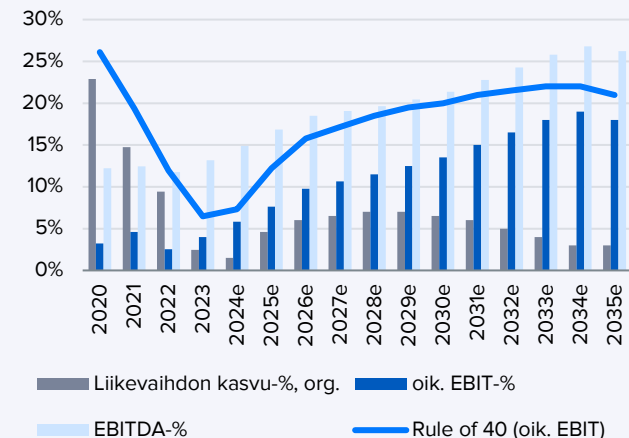
Ennustamme LeadDeskin liikearvopoistoista oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan asteittain 13%:sta noin 19 %:iin vuosina 2029-2035 kasvupanosten hidastuessa. Markkinan kypsyessä oletamme hintakilpailun kasvavan ja liikevoittomarginaalin (EBIT-%) asettuvan terminaalivuonna 2036 18 %:iin. Taso vastaa noin 26 %:n käyttökatemarginaalia, mikä ylittää LeadDeskin >20 %:n tavoitetason, jota pidämme kypsässä vaiheessa matalana sillä yhtiö on jo lähes saavuttanut tason (2024e ~15 %).

Liikevaihdon kasvu tyypeittäin, 2023-2028e, % kasvua edellisvuoden liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Kasvun ja kannattavuuden* yhdistelmä ("Rule of 40"), 2020-2035e



Lähde: Inderes

*Liikevoittomarginaali oikaistu yrityskauppojen poistoista, jotka eivät ole kassavirtavaikutteisia.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	28,1	7,26	7,22	7,34	7,55	29,4	7,69	7,78	7,74	7,89	31,1	41,0	43,4	46,2
Käyttökate	3,3	0,9	0,9	1,1	1,0	3,9	0,9	1,1	1,4	1,2	4,6	6,9	8,0	8,8
Poistot ja arvonalennukset	-4,8	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-5,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-5,2	-7,5	-7,6	-7,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,2	0,2	0,3	0,4	1,2	0,3	0,4	0,7	0,5	1,8	3,1	4,2	4,9
Liikevoitto	-1,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-1,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-0,6	0,4	1,1
Nettorahoituskulut	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	2,0	1,5	-0,8	-0,5	-0,3
Tulos ennen veroja	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-0,4	-0,4	-0,1	1,9	1,0	-1,4	-0,1	0,8
Verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-0,7	-0,5	-0,7	-0,9
Nettotulos	-1,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-1,7	-0,4	-0,4	-0,2	1,4	0,3	-1,9	-0,8	-0,1
EPS (oikaistu)	0,09	0,03	0,03	0,03	0,01	0,11	0,03	0,03	0,07	0,04	0,15	0,32	0,51	0,63
EPS (raportoitu)	-0,33	-0,07	-0,07	-0,07	-0,09	-0,31	-0,08	-0,08	-0,04	0,25	0,05	-0,32	-0,14	-0,02

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	14,3 %	6,0 %	4,4 %	4,6 %	3,3 %	4,5 %	5,9 %	7,9 %	5,5 %	4,6 %	5,9 %	31,7 %	6,0 %	6,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-37,1 %	322,3 %	500,6 %	-4,9 %	55,4 %	65,0 %	31,8 %	105,4 %	87,3 %	12,7 %	54,1 %	72,7 %	35,8 %	16,3 %
Käyttökate-%	11,8 %	12,6 %	12,5 %	14,3 %	13,2 %	13,2 %	12,3 %	14,5 %	17,6 %	15,1 %	14,9 %	16,8 %	18,5 %	19,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,5 %	3,1 %	2,7 %	4,7 %	5,4 %	4,0 %	3,8 %	5,2 %	8,4 %	5,8 %	5,8 %	7,6 %	9,8 %	10,7 %
Nettotulos-%	-6,3 %	-5,4 %	-5,7 %	-5,3 %	-6,6 %	-5,7 %	-5,5 %	-5,6 %	-3,0 %	17,4 %	0,9 %	-4,6 %	-2,0 %	-0,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	31,1	31,1	0 %	32,9	41,0	24 %	35,0	43,4	24 %
Käyttökate	4,6	4,6	0 %	5,3	6,9	31 %	6,3	8,0	26 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,8	1,8	0 %	2,3	3,1	38 %	2,9	4,2	45 %
Liikevoitto	-0,5	-0,5	0 %	-0,1	-0,6	-507 %	0,7	0,4	-39 %
Tulos ennen veroja	-1,2	1,0	179 %	-0,6	-1,4	-119 %	0,3	-0,1	-131 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,16	0,15	-4 %	0,25	0,32	29 %	0,46	0,51	10 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Lisäsimme Exit-tuotot ja Zisson-kaupan ennusteisiin

- Lisäsimme ProFinder –vähemmistöosuuden myyntivoitot vuoden 2024 rahoitustuottoihin (oikaistu pois osakekohtaisesta tuloksesta).
- Lisäsimme myös Zisson-kaupan ennusteisiin: Nostimme kannattavuusennusteitamme, mutta laskimme koko konsernin liikevaihdon orgaanisen kasvun ennusteita, sillä Zissonin myötä LeadDeskin liikevaihto painottuu jatkossa enemmän matalan kasvun markkinoille Pohjoismaihin.
- Teimme lisäksi muita pienempiä ennustetarkistuksia.

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonmääritystä

LeadDeskin arvonluonti nojaa tällä hetkellä kolmeen peruspilariin: 1) kassavirtaan kypsillä markkinoilla Pohjoismaissa, 2) orgaaniseen kasvuun matalla kannattavuudella Manner-Euroopan kasvumarkkinoilla, sekä 3) yritysostojen tuomaan epäorgaaniseen kasvuun. Näitä pilareita on hankala arvottaa yhdellä menetelmällä, joten tarkastelemme arvostusta useasta näkökulmasta.

SaaS-yhtiöissä investoinnit kasvuun (erit. asiakashankinta ja tuotekehitys) tehdään lähes puhtaasti etupainotteisesti tuloslaskelmassa. Tällöin nykyasiakkaiden palvelemisesta muodostuvaa korkeakatteista tulovirtaa kulutetaan kasvuinvestointeihin ja kannattavuus jää vastaavasti matalammaksi. Hidastuneen kasvun myötä tulokertoimet antavat yhtiön arvosta kuitenkin jo kohtuullisen kuvan.

Toisaalta yhtiötä on myös edelleen loogista tarkastella liikevaihtoon nojaavien arvostuskertoimien avulla, sillä ne auttavat suhteuttamaan yhtiön arvostusta sektorin muihin vaihtelevien kehitysvaiheen yhtiöihin nähden. Suhteutamme liikevaihtokertoimia verrokkien orgaaniseen kasvuun sekä ohjelmistoalalla yleisesti käytettyyn kasvuun ja kannattavuuteen summaan ("Rule of 40"), mutta myös painottaen skaalautuvan SaaS-liiketoiminnan arvonluonnin kannalta selvästi tärkeämpää kasvua enemmän (2x vs. EBITA-%, "Rule of X"). Mittarit toimii SaaS-yhtiöille sikäli hyvin, että se huomioi yhtiöiden strategisen tasapainottelun kasvupanostuksen ja kannattavuuden välillä. Käytämme LeadDeskin arvostustason määrittämisessä "Rule of 40" -lukua laskettuna liikearvopoistoista oikaistulla liikevoitolla.

Yllä mainitut näkökulmat sisältävät vain orgaanisen kehityksen, mutta eivät tulevia yritysostoja. LeadDesk on tehnyt yritysostoja viime vuodet keskimäärin vuosittain, mutta ei sarjayhdistelijän systematiikalla mikä mahdollistaisi niiden arvonluonnin huomioimista etukäteen. Siten yritysostot, jotka ovat toistaiseksi arviomme mukaan olleet arvoa luovia, ovat arvonmäärityksessämme toistaiseksi odotusarvoltaan positiivinen ja todennäköinen optio.

Arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti matalat

LeadDeskin liiketoiminta tuottaa kassavirtaa pääomakeveästi ja negatiivisella käyttöpääomalla, joten yhtiön liikearvopoistoista oikaistu tulos tarjoaa hyvän vertailukohtan kassavirran arvioimiseen. Kypsässä kehitysvaiheessa 7-9 %:n vuotuinen kassavirtatuotto, joka olisi vahvasti jatkuviin sekä ennustettaviin tulovirtoihin nojaava liiketoiminta huomioiden mielestämme tällöin hyvin perusteltavissa, vastaisi yhtiölle 10-14x oik. P/E –kerrointa. Neutraalilla nettokassalla tämä vastaisi 8-11x EV/EBITA-kerrointa, joita voi mielestämme pitää matalan kasvun vaiheessa yhtiölle käyppinä tasoina.

LeadDeskin tulospohjaiset arvostuskertoimet (EV/EBITA) vuosille 2025-26 ovat 13x-9x. Kertoimet ovat hieman yli kypsän vaiheen käyppien tasojen, mutta nähdäksemme absoluuttisesti houkuttelevat kun huomioidaan yhtiön vahvat tuloskasvunäkymät, jotka vaativat skaalautuvan liiketoimintamallin myötä vain maltillisempaa liikevaihdon kasvua. Kertoimet laskevatkin ennusteillamme nopeasti hyvin matalalle (2027-2028: 7-5x).

Liikevaihtokertoimin tarkasteltuna 7-9 %:n vuotuinen kassavirtatuotto vastaisi noin 1,6-2,9x EV/Liikevaihto –kertoimia olettaen 15-25 %:n kypsän vaiheen kannattavuuden (EBITA-%). LeadDeskin vuosien

Arvostuskertoimet

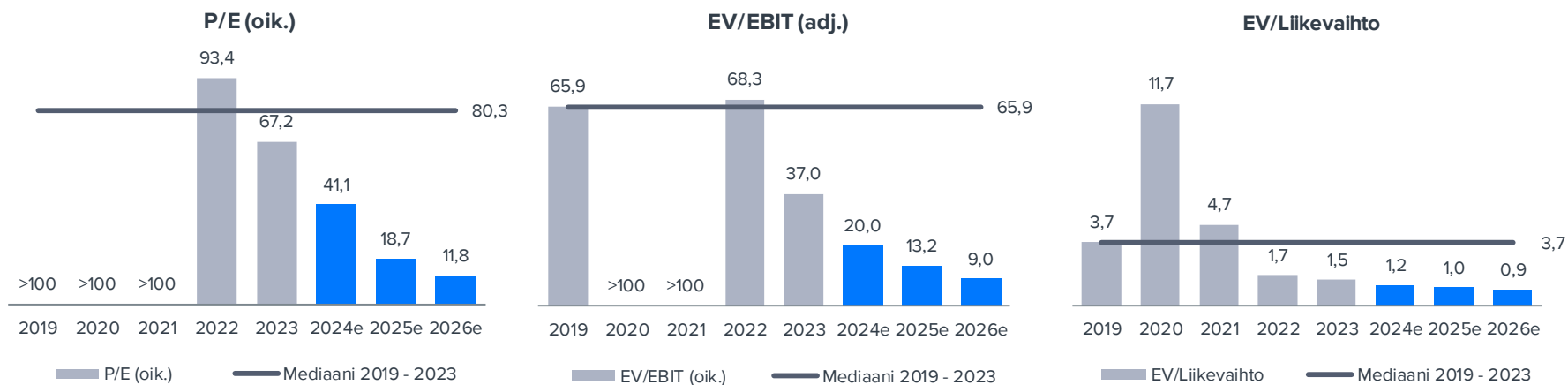
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,98	5,98	5,98
Osakemäärä, milj. kpl	5,83	5,85	5,86
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	36	41	38
P/E (oik.)	41,1	18,7	11,8
P/E	>100	neg.	neg.
P/B	2,1	2,1	2,2
P/S	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,8	6,0	4,8
EV/EBIT (oik.)	20,0	13,2	9,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,0	35,0	21,0	8,10	7,10	5,98	5,98	5,98	5,98
Osakemäärä, milj. kpl	4,43	4,67	5,39	5,44	5,48	5,83	5,85	5,86	5,88
Markkina-arvo	51	166	113	44	39	35	35	35	35
Yritysarvo (EV)	45	161	115	49	43	36	41	38	35
P/E (oik.)	>100	>100	>100	93,4	67,2	41,1	18,7	11,8	9,6
P/E	64,3	>100	neg.	neg.	neg.	>100	neg.	neg.	neg.
P/B	6,7	17,9	6,0	2,5	2,4	2,1	2,1	2,2	2,3
P/S	4,1	12,0	4,6	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	3,7	11,7	4,7	1,7	1,5	1,2	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA	25,6	94,0	37,7	14,7	11,2	7,8	6,0	4,8	3,9
EV/EBIT (oik.)	65,9	>100	>100	68,3	37,0	20,0	13,2	9,0	7,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys ja suositus 2/3

2025-2026 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 1,0x ja 0,9x, selvästi alle tämän tason. Absoluuttisesti kertoimet ovat mielestämme hyvin houkuttelevat huomioiden yhtiön nykyinen kassavirran tuottokyky, hyvä markkina-asema sekä edelleen merkittävä kasvutila etenkin Manner-Euroopassa. LeadDeskin 12kk eteenpäin katsovat liikevaihtokertoimet (ks. kuvaaja oikealla) ovat myös yhtiön pörssihistorian matalimmilla tasoilla. Matala orgaaninen kasvu toisaalta puoltaa jossain määrin matalampaa arvostusta, sillä se hidastaa kannattavuuden skaalautumista. Kertoimet ovat tästä huolimatta nähdäksemme huomattavan matalat, sillä LeadDeskin kasvu on nähdäksemme ollut myös syklistesti poikkeuksellisen heikkoa vuosina 2023-24 emmekä näe kasvun jäävän näin matalaksi. Toisaalta heikonkin kasvun skenaariossa yhtiö pystyisi yritysostoin saavuttamaan skaalaetuja ja korkeamman kannattavuuden.

Verrokkiryhmä on arvostuksen lyhyen aikavälin jarruna

Verrokkiryhmämme koostuu pääasiassa eurooppalaisista SaaS-yhtiöistä, joiden liiketoiminnan luonne ja kohdemarkkinat ovat LeadDeskiä vastaavia. Lisäksi olemme ottaneet verrokkiryhmään mukaan globaaleja CCaaS/CPaaS-markkinalla mukana olevia yhtiöitä, joilla on myös toimintaa Euroopassa. Globaalit verrokkit ovat merkittävästi LeadDeskiä suurempia, mutta toimivat mielestämme jo varsin hyvinä vertailukohtina, sillä LeadDesk on yritysostoin kasvanut jo kilpailukenttensä kontekstissa merkittävään kokoluokkaan.

Verrokkien liikevaihtokertoimiin (2025e mediaani: 2,9x) nähden LeadDeskiä hinnoitellaan selvällä 65 % alennuksella (ks. seuraava sivu). Kun kertoimet

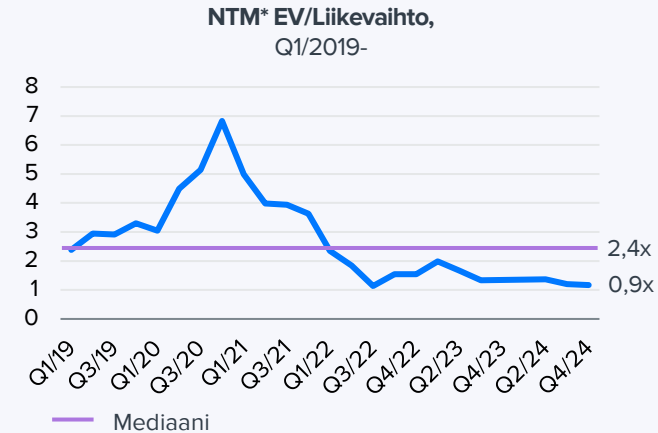
suhteutetaan kasvun ja kannattavuuden summaan (2025e), alennus on kuitenkin perusteltu ja arvostus linjassa verrokkeihin. Tilanne ei muutu myöskään mikäli painotamme skaalautuvan SaaS-liiketoiminnan arvonluonnin kannalta selvästi tärkeämpää kasvua enemmän (2x vs. EBITA-%).

Verrokkiryhmän arvostustasot ovat nähdäksemme yleisesti varsin houkuttelevilla tasoilla, sillä odotukset sektorin kasvusta ovat varsin kohtuulliset. Toisaalta arvioimme arvostuksia myös painavan huolet generatiivisen tekoälyn tuomasta muutoksesta kilpailuasetelmiin, mutta emme pidä tätä riittävän kokoluokan pelureille (LeadDesk näihin mukaan lukien) merkittävänä riskinä.

DCF-arvonmääritys ja skenaariot viittaavat selvään aliarvostukseen

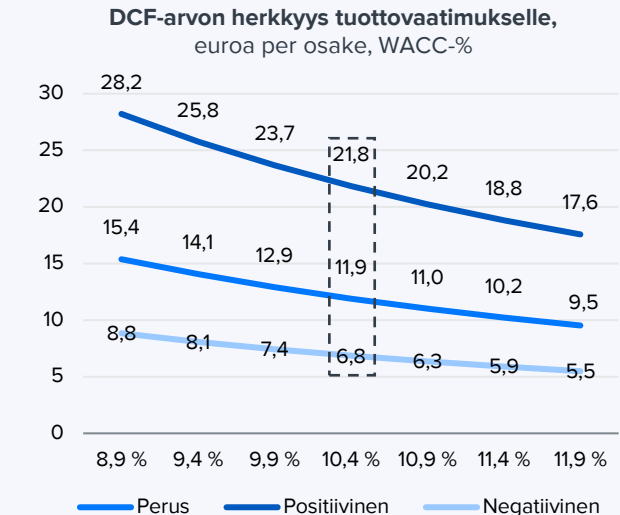
Nykyennusteidemme mukainen DCF-mallimme velaton arvo (EV) LeadDeskille on noin 84 MEUR, mikä vastaa 11,9 euron osakekohtaista arvoa. DCF-mallin pitkän aikavälin potentiaaliin nähden yhtiötä arvostetaan siten räikeällä 50 %:n alennuksella. DCF-mallin ikuisuusoletuksena vuodesta 2036 eteenpäin oletamme liikevoitto-%:n olevan 18 % ja kasvun 2 %. Pitkän aikavälin (>10v päässä) rahavirtojen painoarvo arvossa on silti edelleen merkittävä 65 %, mikä kertoo arvon nojaavan edelleen koviin pitkän aikavälin kasvuodotuksiin.

DCF-mallin pääoman kustannuksen (WACC) olemme asettaneet 10,4 %:iin. Perusteltua tasoa nostaa yhtiön kasvun heikko ennustettavuus, joskin pitkällä aikavälillä näemme tuottovaatimuksella edellytykset laskea kohti 7-8 %:n tasoa. Liikearvopoistot huomioidaksemme käytämme DCF-mallissamme tavanomaista (10v) pidempää 13 vuoden ennustejaksoa.



Lähde: Inderes

*NTM=Next Twelve Months, 12kk eteenpäin katsova

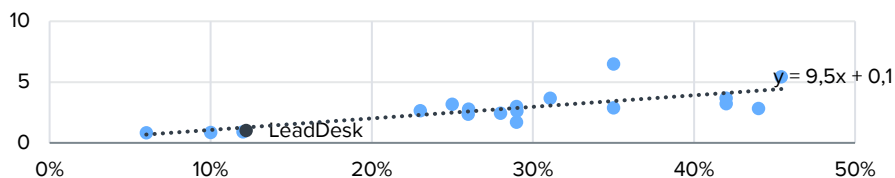


Verrokkiryhmän arvostus

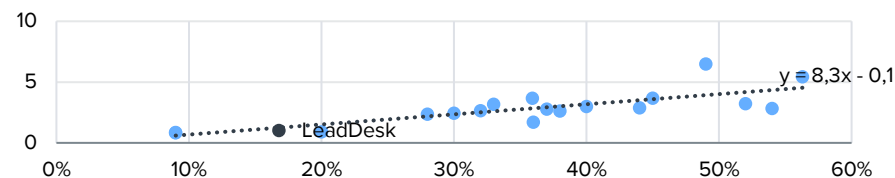
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBITDA		EV/EBIT		EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2025e
Admicom Oyj	226	221	17,8	15,5	18,2	15,8	6,2	5,4	3 %	11 %	34 %	35 %	45 %
Teneo AI AB	14	34	neg.	neg.	neg.	neg.	4,8	3,1	31 %	56 %	-74 %	-20 %	36 %
Briox AB	39	38	neg.	neg.	neg.	neg.	25,8	19,9	42 %	29 %	-118 %	-73 %	-44 %
dotDigital Group PLC	318	271	9,3	8,5	14,8	13,4	2,9	2,6	15 %	9 %	19 %	20 %	29 %
FormPipe Software AB	133	133	13,6	10,3	38,7	19,4	2,9	2,7	0 %	9 %	7 %	14 %	23 %
Fortnox AB	3839	3796	41,2	32,1	50,5	38,5	21,3	17,5	25 %	22 %	42 %	45 %	67 %
IAR Systems Group AB	138	128	8,5	7,2	12,7	10,9	3,1	2,9	4 %	9 %	25 %	26 %	35 %
Irisity AB (publ)	11	12	neg.	35,1	neg.	neg.	0,9	0,8	2 %	10 %	-83 %	-67 %	
Lime Technologies AB (publ)	412	430	24,4	21,3	38,2	31,0	7,4	6,5	15 %	14 %	20 %	21 %	35 %
Lemonsoft Oyj	111	114	14,9	12,8	16,6	14,0	3,9	3,7	10 %	5 %	24 %	26 %	31 %
NFON AG	81	86	7,8	6,5	46,0	22,2	1,0	0,9	3 %	8 %	2 %	4 %	12 %
Sinch AB (publ)	1532	2095	7,3	7,0	neg.	30,1	0,9	0,8	-1 %	3 %	-16 %	3 %	6 %
TeamViewer AG	1632	2069	7,4	6,7	9,3	8,4	3,1	2,8	6 %	10 %	33 %	34 %	44 %
Upsales Technology AB	47	44	14,5	12,0	19,5	16,9	3,3	3,0	-1 %	11 %	17 %	18 %	29 %
8x8 Inc	334	603	5,1	6,0	6,8	8,1	0,9	0,9	-2 %	-1 %	13 %	11 %	10 %
Enghouse Systems Ltd	997	819	8,3	8,1	12,5	9,7	2,4	2,3	12 %	2 %	19 %	24 %	26 %
Five9 Inc	2839	3050	16,7	14,3	21,8	18,3	3,1	2,8	13 %	11 %	14 %	15 %	26 %
Nice Ltd	10344	9314	9,9	9,0	11,4	10,1	3,5	3,2	15 %	10 %	31 %	32 %	42 %
RingCentral Inc	2952	4225	7,4	6,6	8,7	7,8	1,8	1,7	9 %	7 %	21 %	22 %	29 %
Twilio Inc	16239	14595	17,6	15,6	21,5	18,9	3,4	3,2	7 %	8 %	16 %	17 %	25 %
Verint Systems Inc	1532	2161	9,1	8,4	10,2	9,4	2,5	2,4	1 %	2 %	24 %	26 %	28 %
Zoom Video Communications Inc	23867	16433	9,3	8,8	9,8	9,4	3,8	3,7	3 %	3 %	39 %	39 %	42 %
LeadDesk (Inderes)*	35	36	7,8	6,0	20,0	13,2	1,2	1,0	2 %	5 %	6 %	8 %	12 %
Keskiarvo	3074	2758	13,2	12,6	20,4	16,4	4,9	4,2	8 %	10 %	4 %	11 %	24 %
Mediaani	373	516	9,3	8,9	15,7	14,0	3,1	2,9	4 %	9 %	17 %	18 %	29 %
Erotus-% vrt. mediaani	-91 %	-93 %	-16 %	-33 %	27 %	-6 %	-63 %	-65 %	-62 %	-49 %	-66 %	-58 %	-57 %

Lähde: Refinitiv / Inderes *Kasvu ja EBIT oikaistu yrityskauppojen vaikutuksesta

Verrokkiryhmän EV/S (2025e) suhteessa liikevaihdon kasvu-% ja EBIT-% summaan (2025e)



Verrokkiryhmän EV/S (2025e) suhteessa 2x liikevaihdon kasvu-% ja EBIT-% summaan (2025e)



Arvonmääritys ja suositus 3/3

LeadDeskin DCF-laskelma ja arvostus ovat erittäin herkkä käyttämällemme tuottovaatimukselle, joten esimerkiksi korkoympäristön muutokset voivat heiluttaa arvostustasoa rajusti. Arvostus on myös erittäin herkkä muutoksille yhtiön kasvuodotuksissa. Olemme myös tehneet DCF-skenaariot, jotka havainnollistavat tätä herkkyyttä.

Negatiivisessa skenaariossa yhtiön kasvu jäisi orgaanisesti vain 2-3 %:n vuositasolle, selvästi alle markkinakasvun ja noin puoleen perusskenaarion kasvuvauhdista, jolloin vähäisemmän skaalautumisen myötä saavutetaan noin 15 %:n EBITA-kannattavuus. Skenaario vaatisi LeadDeskin menettävän kilpailukykyään, sekä mahdollista Zisson-oston integraation epäonnistumista yhdistettynä pitkäaikaisiin syviin talouden vaikeuksiin Euroopassa. Negatiivisessa DCF-skenaariossa osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu 6,8 €/osake.

Positiivisessa skenaariossa yhtiön orgaaninen kasvu on kolmanneksen perusskenaariota vahvempaa (~5-10 % vuodessa tulevan vuosikymmenen) ja EBITA-kannattavuus skaalautuisi kasvun mukana vahvemmalle 25 %:n tasolle. Skenaariossa Pohjoismaiden markkinakasvun täytyisi piristyä olennaisesti ja yhtiön täytyisi myös onnistua murtautumaan Enterprise-asiakassegmenttiin myös Manner-Euroopassa. Positiivisessa skenaariossa osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu vastaavasti 21,8 €/osake.

Arvioimme osakkeen tuotto/riski –suhteen kohoavan kassavirran tuella hyvin houkuttelevaksi

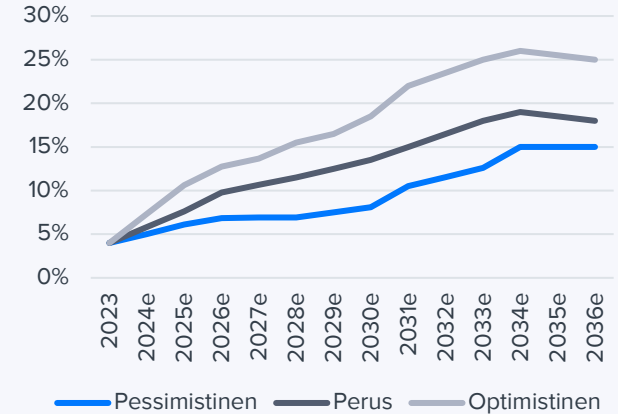
Valtaosa arvostusmenetelmistämme viittaa LeadDeskin osakkeen arvostuksen olevan hyvin houkuttelevalla tasolla. Ainoana selvänä

poikkeuksena on verrokkiarvostus, joka viittaa arvostuksen olevan neutraali lyhyellä aikavälillä. Arvostusmenetelmien kokonaiskuvaan nojaten arvioimme LeadDeskin käyvän arvon 9,4–11,9 (aik. 7,9-10,6) €/osake haarukkaan. Haarukan yläraja perustuu DCF-mallimme perusskenaarioon, joka nousi ProFinder-myyntituottojen sekä Zisson-kaupan positiivisiksi arvioimimme vaikutusten myötä. Alarajana käytämme perus- ja negatiivisen skenaarion keskiarvoa. Osake on hinnoiteltu (5,98 €/osake) selvästi (-36 %) alle käyvän arvon haarukkamme alareunan.

Jo tovin aikaa LeadDeskin arvostuksen dilemmana on ollut yhtiön potentiaalin selvä alihinnoittelu, mutta samalla heikot lyhyen aikavälin kurssiajurit osin syklisesti matalan orgaanisen kasvun ja vielä rajatusti skaalautuneen kannattavuuden myötä. Zisson-kaupan vahvistaman kannattavuuden tuella osakkeen arvostus saa kuitenkin selvempää tukea vahvistuvasta kassavirrasta. Siten osakkeella on mielestämme nyt näköpiirissä riittävät ajurit arvostuksen vahvistumiseen ja näemme tilanteessa ostopaikan. Tavoitehintamme asetamme kuitenkin vielä käyvän arvon haarukan alapuolelle, sillä suurta irtiottoa verrokkiryhmästä on vuoden sihdillä mielestämme vaikea perustella. Nostamme tavoitehintamme 8,5 euroon osakkeelta (aik. 8,0 €/osake) ja suosituksemme Osta-tasolle (aik. lisää).

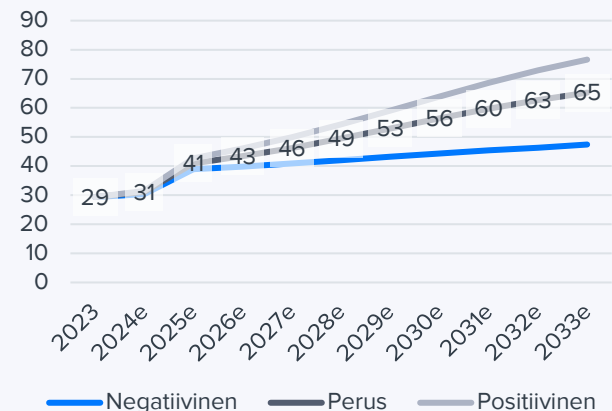
Matalan absoluuttisen arvostuksen ja kassavirran tuella näemme riskit arvostustason laskusta nykyhinnalla rajallisiksi. Negatiiviset yllätykset esimerkiksi Zisson-oston integraatiossa, markkinan kasvutilanteessa tai LeadDeskin kilpailuasemassa voivat kuitenkin vielä tuottaa harmaita hiuksia ja vähintäänkin heikentää näkemiämme positiivisia kurssiajureita.

Kannattavuuden kehitys eri skenaarioissa (EBITA-%), 2023-2036e, % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Liikevaihdon kehitys eri skenaarioissa, 2023-2033e, MEUR



Lähde: Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	4,5 %	5,9 %	31,7 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	
Liikevoitto-%	-3,7 %	-1,7 %	-1,5 %	1,0 %	2,4 %	5,8 %	7,2 %	9,0 %	14,0 %	15,5 %	17,0 %	18,1 %	18,0 %	18,0 %	
Liikevoitto	-1,1	-0,5	-0,6	0,4	1,1	2,9	3,8	5,1	8,3	9,7	11,1	12,1	12,4	12,6	
+ Kokonaispoistot	5,0	5,2	7,5	7,6	7,7	6,9	7,0	6,9	5,3	5,5	5,7	5,9	5,3	5,4	
- Maksetut verot	-0,3	-0,7	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,8	-2,1	-2,3	-2,6	-2,5	-2,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,1	0,3	1,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,5	4,5	7,4	7,6	8,2	8,9	9,9	10,9	12,2	13,5	14,8	15,7	15,4	15,6	
+ 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	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,3	-3,4	-13,8	-4,0	-4,2	-4,5	-4,7	-5,0	-5,2	-5,4	-5,4	-5,4	-5,5	-5,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,2	1,1	-6,5	3,5	3,9	4,4	5,1	5,9	6,9	8,0	9,3	10,2	10,0	10,2	
+/- Muut	0,2	2,2	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,4	3,3	-4,3	3,5	3,9	4,4	5,1	5,9	6,9	8,0	9,3	10,2	10,0	10,2	0,0
Diskontattu vapaa kassavirta	3,3	-3,9	2,9	2,9	3,0	3,1	3,3	3,5	3,7	3,8	3,8	3,4	3,1	38,0	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		73,9	70,6	74,4	71,5	68,6	65,6	62,5	59,2	55,8	52,1	48,3	44,5	41,1	38,0

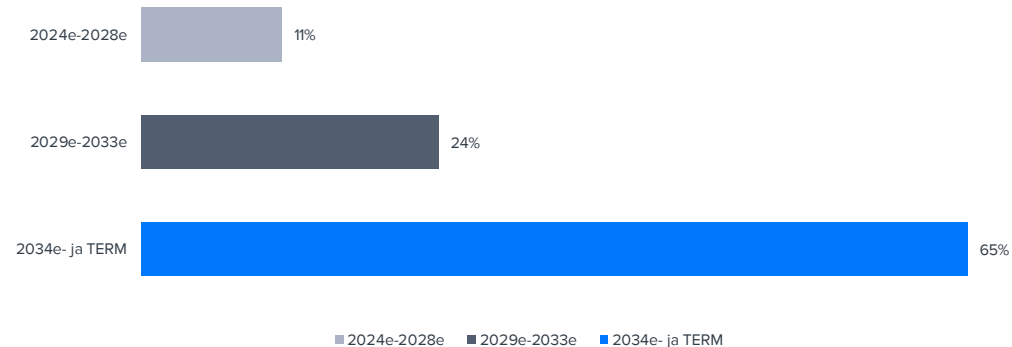
Velaton arvo DCF	73,9
- Korolliset velat	-7,6
+ Rahavarat	2,2
-Vähemmistöosuus	0,9
-Osinko/pääomapalautus	0,0
Oman pääoman arvo DCF	69,4
Oman pääoman arvo DCF per osake	11,9

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,4 %

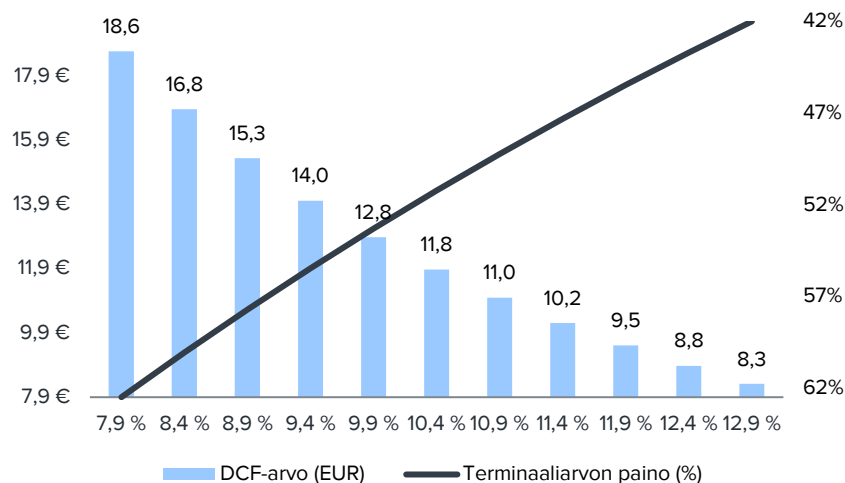
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

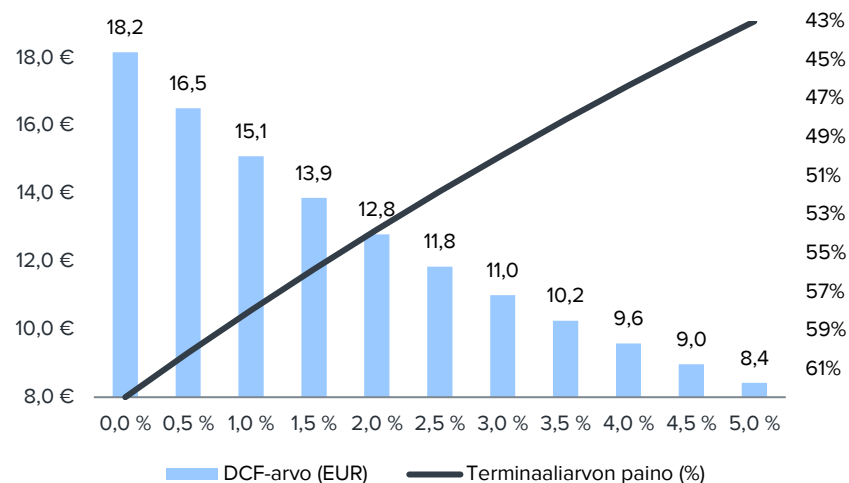


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

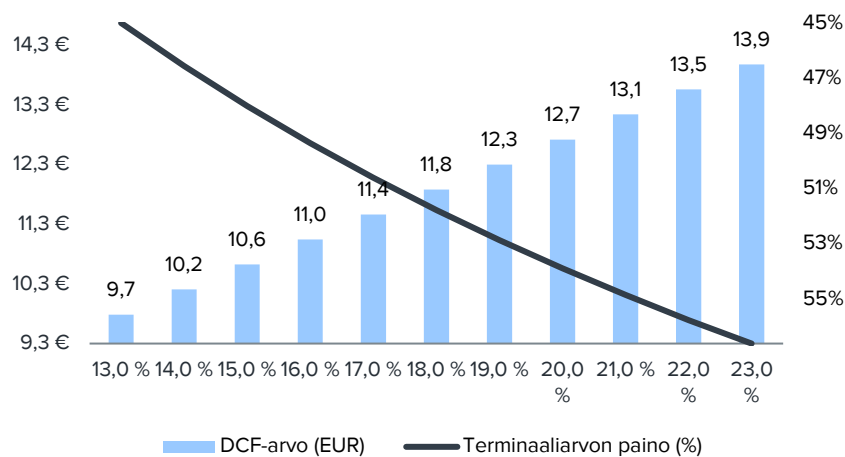
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



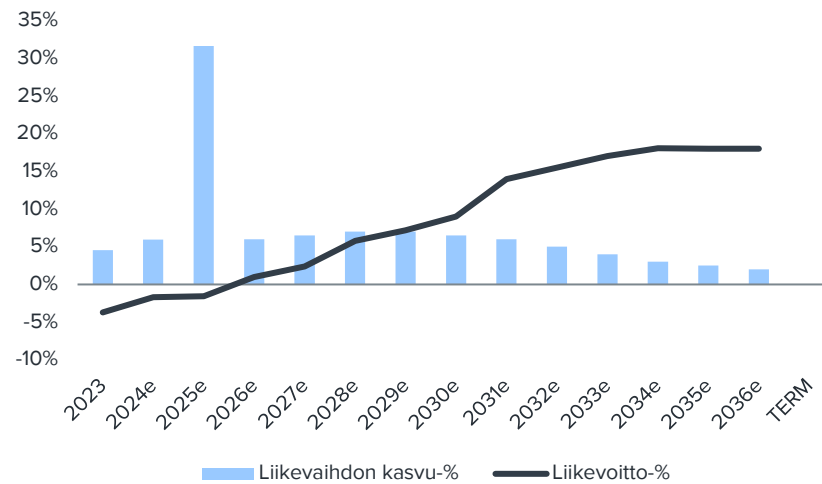
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	10,3	28,0	25,5	25,4	23,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	9,3	26,9	25,2	25,1	23,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	7,3	8,1	8,3	10,6	11,0
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	4,6	5,8	5,9	7,5	7,7
Likvidit varat	2,6	2,2	2,3	3,1	3,3
Taseen loppusumma	32,8	31,9	29,6	38,2	35,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	17,4	16,0	16,3	16,6	15,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-7,0	-8,7	-8,5	-10,3	-11,2
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	24,3	24,7	24,7	26,9	26,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	6,1	5,5	2,9	1,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	5,9	5,4	2,9	1,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,3	10,5	10,3	20,5	19,2
Korolliset velat	2,1	2,1	1,6	9,2	7,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,2	8,3	8,7	11,4	11,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	32,8	31,9	29,6	38,2	35,0

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	24,6	28,1	29,4	31,1	41,0	EPS (raportoitu)	-0,24	-0,33	-0,31	0,05	-0,32
Käyttökate	3,1	3,3	3,9	4,6	6,9	EPS (oikaistu)	0,16	0,09	0,11	0,15	0,32
Liikevoitto	-1,0	-1,5	-1,1	-0,5	-0,6	Operat. kassavirta / osake	1,22	0,09	0,64	0,78	1,26
Voitto ennen veroja	-1,2	-1,7	-1,5	1,0	-1,4	Vapaa kassavirta / osake	-2,77	-0,15	0,08	0,56	-0,73
Nettovoitto	-1,3	-1,8	-1,7	0,3	-1,9	Omapääoma / osake	3,51	3,19	2,92	2,79	2,84
Kertaluontoiset erät	-2,1	-2,3	-2,3	-2,3	-3,8	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	37,5	32,8	31,9	29,6	38,2	Liikevaihdon kasvu-%	78 %	14 %	5 %	6 %	32 %
Oma pääoma	18,9	17,4	16,0	16,3	16,6	Käyttökateen kasvu-%	78 %	8 %	17 %	20 %	49 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	155 %	-37 %	65 %	54 %	73 %
Nettovelat	3,0	5,4	5,3	2,2	7,1	EPS oik. kasvu-%	129 %	-44 %	22 %	38 %	120 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	12,4 %	11,8 %	13,2 %	14,9 %	16,8 %
Käyttökate	3,1	3,3	3,9	4,6	6,9	Oik. Liikevoitto-%	4,6 %	2,5 %	4,0 %	5,8 %	7,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,5	-2,9	-0,1	0,3	1,1	Liikevoitto-%	-4,0 %	-5,5 %	-3,7 %	-1,7 %	-1,5 %
Operatiivinen kassavirta	6,6	0,5	3,5	4,5	7,4	ROE-%	-9,1 %	-9,8 %	-10,1 %	1,8 %	-11,4 %
Investoinnit	-24,6	-2,8	-3,3	-3,4	-13,8	ROI-%	-5,2 %	-5,8 %	-4,5 %	7,5 %	-2,7 %
Vapaa kassavirta	-14,9	-0,8	0,4	3,3	-4,3	Omavaraisuusaste	50,4 %	53,0 %	50,1 %	55,1 %	43,5 %
						Nettovelkaantumisaste	15,7 %	30,9 %	33,4 %	13,5 %	42,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	4,7	1,7	1,5	1,2	1,0						
EV/EBITDA	37,7	14,7	11,2	7,8	6,0						
EV/EBIT (oik.)	>100	68,3	37,0	20,0	13,2						
P/E (oik.)	>100	93,4	67,2	41,1	18,7						
P/B	6,0	2,5	2,4	2,1	2,1						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/02/2023	Osta	12,50 €	9,98 €
25/04/2023	Lisää	12,50 €	11,00 €
30/06/2023	Osta	12,00 €	8,70 €
08/08/2023	Osta	11,50 €	7,94 €
21/09/2023	Osta	10,00 €	7,20 €
26/10/2023	Lisää	8,00 €	6,50 €
07/12/2023	Osta	8,00 €	5,98 €
28/02/2024	Lisää	9,20 €	8,10 €
24/04/2024	Lisää	9,50 €	8,08 €
16/08/2024	Lisää	9,00 €	7,56 €
27/10/2024	Lisää	8,00 €	6,90 €
09/01/2025	Osta	8,50 €	5,98 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**