

LeadDesk

Laaja raportti

5.10.2021 23:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Asiakasviestinnän pilvi lipuu syvemmälle Eurooppaan

LeadDesk on eurooppalainen SaaS-ohjelmistoyhtiö, jonka tuote tehostaa yritysten myyntiä ja asiakaspalvelua. Yhtiö on viime vuosina kasvanut määrätietoisesti pilvimurroksessa vahvasti kasvavalla Euroopan markkinalla. Yritystoja hyödyntävän strategian ja markkinan myötätuulen avulla näemme lähivuosien kasvulle hyvät ajurit. Yrityskaupat rajoittavat lyhyen tähtäimen orgaanista kasvua, jonka tulevan kulmakertoimen taso tarkentuu vasta ajan kuluessa. Ennustetarkistusten jälkeen nykyarvostus (2022e EV/S 3,9x) tarjoaa mielestämme edelleen riittävän tuotto-odotuksen riskeihin nähden. Toistamme lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme 26,0 euroon (aik. 28,0 euroa).

LeadDesk tehostaa eurooppalaisten yritysten myyntiä ja asiakaspalvelua SaaS-ohjelmistolla

LeadDeskin tuotteen keskeinen arvo sen käyttäjälle on asiakaskontaktien hallinnan tehokkuuden kasvu, sillä se keskittää useita viestintäkanavia yhden ohjelmiston kautta hallittavaksi ja mahdollistaa viestinnän automaatiota (esim. chatbotit). Yhtiön ratkaisu kattaa suuren kontaktimäärän asiakasviestinnän molempiin suuntiin: asiakkaalta yritykselle (Inbound-myynti ja asiakaspalvelu) ja yritykseltä asiakkaalle (Outbound-myynti). LeadDeskin liiketoiminta on lähes puhtaasti jatkuva (91 % liikevaihdosta) ja korkeakatteista (myyntikate 76 % liikevaihdosta). Skaalautuvan SaaS-liiketoimintamallin myötä LeadDeskillä on kasvun onnistuessa merkittävä kannattavuuspotentiaali pitkällä tähtäimellä.

Euroopan valloituksen etenemiselle on hyvät edellytykset pilvimurroksen tuella

LeadDeskin kohdemarkkina on pilvimurroksen myötä lähivuodet vahvassa kasvussa (arviolta ~21 % vuosittain). Mielestämme yhtiöllä on selkeä ja uskottava kasvustrategia markkinan myötätuulesta hyötymiseksi. LeadDeskin tuote on arviomme mukaan hyvin kilpailukykyinen Euroopassa, ja yhtiö on myös aktivoitunut vahvistamaan tätä kilpailukykyä useilla yritysostoilla. Asiakasrintamalla LeadDesk on samaan aikaan myös kiihdyttänyt panostuksiaan Enterprise-segmenttiin, millä yhtiö laajentaa kohdemarkkinaansa ja mahdollistaa kasvun jatkumisen kypsillä markkinoilla. Lisäksi näytöt uusien markkinoiden avaamisesta ovat olleet hyviä. LeadDeskiltä onkin nähdäksemme lupa odottaa seuraavaa laajennusta Ranskan tai Italian markkinoille. Mikäli yhtiö onnistuu kasvuhankkeidensa lisäksi hallitsemaan organisaationsa kasvua, näemme sillä hyvät edellytykset edetä Euroopan valloituksessaan.

Ennustamme kasvun jatkuvan lähivuosina vauhdikkaana, mutta lisäsimme ennusteisiin vielä turvamarginaalia

Yrityskauppojen integraatiot vaikuttavat etenevän hyvin, minkä myötä orgaaniseen kasvuun liittyvät lyhyen tähtäimen riskit ovat nähdäksemme laskeneet. Odotamme LeadDeskin orgaanisen kasvun piristyvän integraatioiden edetessä (H1'21 +15 %) lähivuosina kohti 20 %:ia. Näkyvyys kasvun piristymisen aikatauluun tarkentuu kuitenkin nähdäksemme vasta ensi vuoden alkupuolella. Laskeaksemme ennusteriskejä lisäsimme vielä asteen varovaisuutta kasvun ennusteisiimme. Ennustamme LeadDeskin ylläpitävän keskimäärin noin 29 %:n orgaanisen liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) yhdistelmää vuosina 2021-2025. Odotamme kilpailutilanteen kiristymisen hidastavan kasvua tämän jälkeen, mutta näemme LeadDeskillä edellytykset noin 25 %:n liikevoittotasoon pitkällä tähtäimellä.

Ennustetarkistusten jälkeen tuotto-odotus on edelleen kunnossa

LeadDeskin jatkuva liikevaihdon kasvu ja asteittain nouseva kannattavuus ovat näkemyksemme mukaan yhtiön arvonluonnin ja arvostuksen tärkeimmät ajurit. Arvostus (2022e EV/S 3,9x) on hieman kiristynyt lyhyellä tähtäimellä, sillä yrityskauppojen hidastama orgaaninen kasvu painaa orgaanisen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmää (2021e: 26 %). Eteenpäin katsova skenaariomme indikoi kuitenkin edelleen toimivaa 11 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Suositus

Lisää

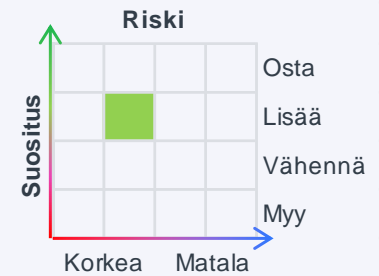
(aik. Lisää)

26,00 EUR

(aik. 28,00 EUR)

Osakekurssi:

22,50



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	13,8	25,9	31,9	38,5
kasvu-%	12 %	88 %	23 %	21 %
EBIT oik.	0,4	2,2	2,6	4,6
EBIT-% oik.	3,2 %	8,3 %	8,2 %	11,9 %
Nettotulos	0,2	-0,1	0,1	1,7
EPS (oik.)	0,07	0,28	0,35	0,63
P/E (oik.)	>100	79,9	63,7	35,6
P/B	17,9	6,6	6,3	5,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	57,1	47,6	26,5
EV/EBITDA	94,0	32,6	25,9	18,9
EV/Liikevaihto	11,7	4,7	3,9	3,2

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

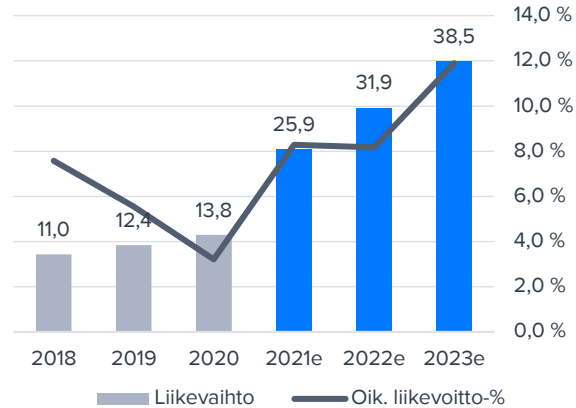
Yhtiö tulee ylläpitämään vahvaa liikevaihdon kasvua ja jatkamaan kannattavaa liiketoimintaa.

Osakekurssi



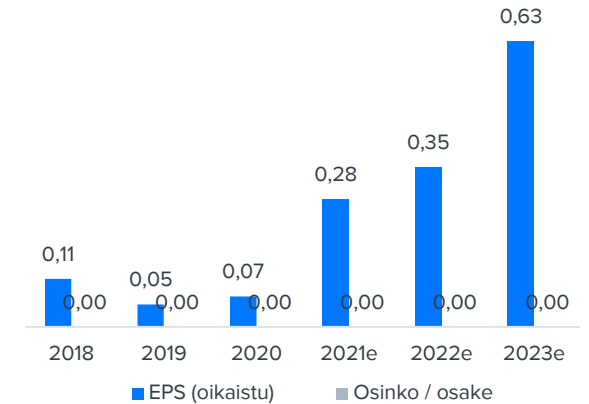
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Pilvimurroksessa voimakkaasti kasvavat kohdemarkkinat suurella markkinapotentiaalilla
- Kilpailukykyinen tuote Euroopassa
- Skaalautuva liiketoimintamalli ja kustannusrakenne
- Suurempiin asiakkaisiin siirtyminen ja uusien markkinoiden avaaminen
- Yrityskaupat houkuttelevilla arvostustasoilla



Riskitekijät

- Rajallinen näkyvyys uusmyynnin onnistumiseen
- Kilpailutilanteen muutokset
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Yritysostojen integraatioiden ja uusien markkinoiden avaamisen onnistuminen
- Rekrytointien ja organisaation kokoluokan hallitun kasvun onnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	22,5	22,5	22,5
Osakemäärä, milj. kpl	5,34	5,54	5,62
Markkina-arvo	120	125	126
Yritysarvo (EV)	123	124	121
P/E (oik.)	79,9	63,7	35,6
P/E	neg.	>100	72,4
P/Kassavirta	neg.	35,8	27,0
P/B	6,6	6,3	5,8
P/S	4,6	3,9	3,3
EV/Liikevaihto	4,7	3,9	3,2
EV/EBITDA (oik.)	32,6	25,9	18,9
EV/EBIT (oik.)	57,1	47,6	26,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitusprofiili	12-13
Markkinat ja kilpailukenttä	13-17
Strategia	18-19
Taloudellinen tilanne	20-21
Ennusteet	22-24
Arvonmääritys	25-30
Taulukot	31-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

LeadDesk lyhyesti

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

2010

Toiminnan käynnistysvuosi

19,1 MEUR

Jatkuvan liikevaihdon sopimuskanta (ARR), H1/2021

+36 % 2012-2020

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (sis. yrityskaupat ja -myynnit)

+19 % 2015-2020

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (sis. yrityskaupat ja -myynnit)

87 %

Jatkuvan liikevaihdon sopimuskanta liikevaihdosta, 2020

173

Henkilöstö H1/2021 lopussa

69 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus lisenssilikevaihdosta, H1/2021

2012-2014

- Ruotsin tytäryhtiö (2013)
- Saksan ja Norjan tytäryhtiöt (2014)
- Yhtiöön tehdään 5,5 MEUR pääomasijoitus (2015)

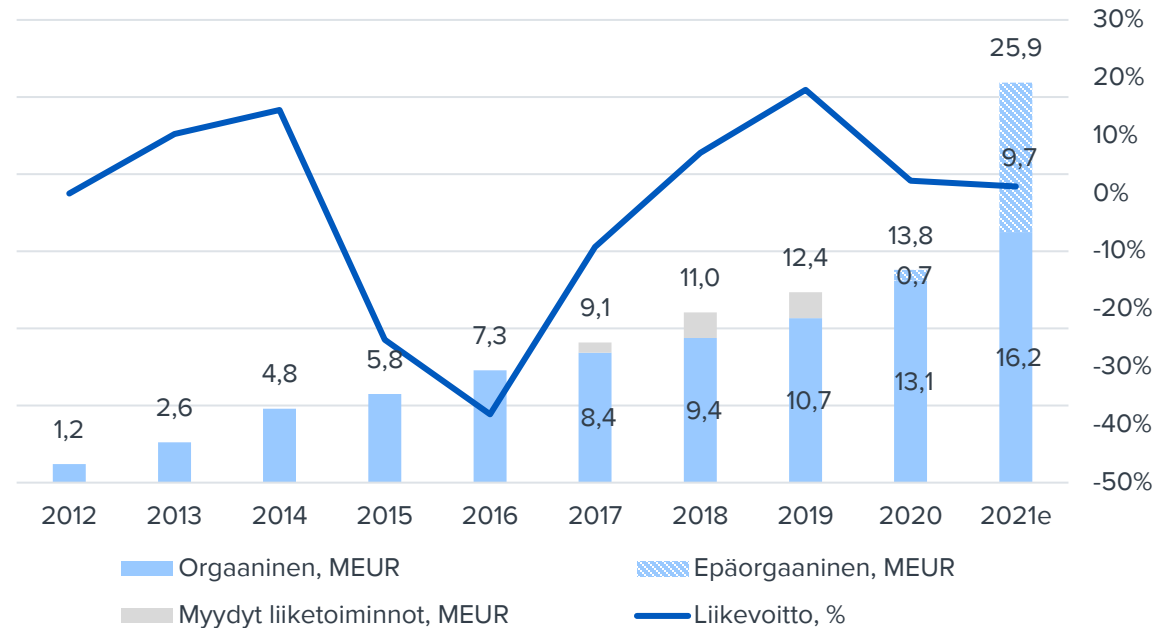
2015-2019

- Tanskan tytäryhtiö (2014)
- Hollannin tytäryhtiö (2015)
- Toimintaa tehostetaan ja operatiivinen tulos kääntyy positiiviseksi (2017)
- Listautuminen First North -markkinalle 2/2019
- Kontaktitieto-liiketoiminnan enemmistö myydään (2019)
- Espanjan tytäryhtiö (2020)

2020->

- Kasvua kiihdytetään merkittävästi usealla yrityskaupalla
- Pitkän aikavälin tavoite 100 MEUR:n liikevaihdosta

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

LeadDesk on eurooppalainen SaaS-ohjelmistoyhtiö asiakastyöhön

LeadDesk tarjoaa SaaS-mallilla pilvipohjaista contact center -ohjelmistoa suuren kontaktimäärän asiakaspalvelun ja myynnin tarpeisiin. Käytännössä myyjät ja asiakaspalvelijat siis käyttävät yhtiön ohjelmistoa esimerkiksi myyntipuheluiden soittamiseen ja asiakasviesteihin tai -puheluihin vastaamiseen. Tuotteen keskeinen arvo sen käyttäjälle on asiakastyön tehokkuuden kasvu, sillä se mahdollistaa vuorovaikutuksen asiakkaan kanssa useiden kanavien kautta yhdellä työkalulla.

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, jotta 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 toteutti onnistuneesti listautumisen First North -markkinapaikalle helmikuussa 2019. Listautuminen ei ollut yhtiön omistajien exit-reitti, vaan työkalu strategian toteutukseen. Listautumisella yhtiö sai pääomia kasvustrategian seuraavaan vaiheeseen sekä oman osakkeen maksuvälineeksi mahdollisiin yrityskauppoihin ja henkilöstön sitouttamiseen, joilla on keskeinen rooli yhtiön nykyisessä strategiavaiheessa. LeadDesk onkin listautumisensa jälkeen ollut aktiivinen yritysjärjestelyissä, ja niistä on muodostunut sille tärkeä työkalu liiketoiminnan

kasvattamiselle.

Ohjelmisto on kehitetty yritysten suuren volyymin asiakaskontaktien hallintaan

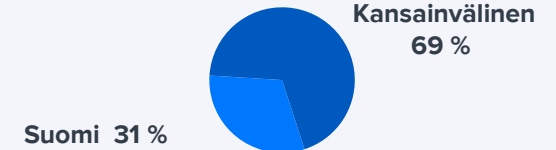
LeadDesk tehostaa eurooppalaisten yritysten myyntiä ja asiakaspalvelua SaaS-ohjelmistolla. Tuotteen keskeinen arvo sen käyttäjälle on asiakaskontaktien hallinnan tehokkuuden kasvu, sillä se keskittää useita viestintäkanavia yhden ohjelmiston kautta hallittavaksi. Pilvipohjaisuus tuo asiakkaalle joustavuutta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

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 tarvittaessa seuraamaan ja ohjaamaan alihankkijan toimintaa kuin sisäistä tiimiään.

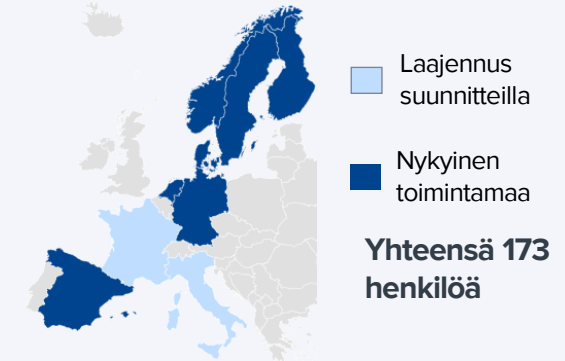
Yhtiön ohjelmisto on suunniteltu alunperin erityisesti ulospäin suuntautuvan (outbound) myynnin tarpeisiin, mutta ohjelmisto on laajennettu kattamaan myös sisäänpäin kohdistuvan (inbound) myynnin sekä asiakaspalvelun tarpeet. Tuote kattaa nykyisellään laajasti asiakasyhteydenpidon eri kanavia (puhelut, tekstiviestit, WhatsApp, Messenger, Facebook, sähköposti...).



Liikevaihdon* maantieteellinen jakauma, %, H1/2021



Toimintamaat, henkilöstön määrä H1/2021



Ratkaisun korkean tason käyttökohteet

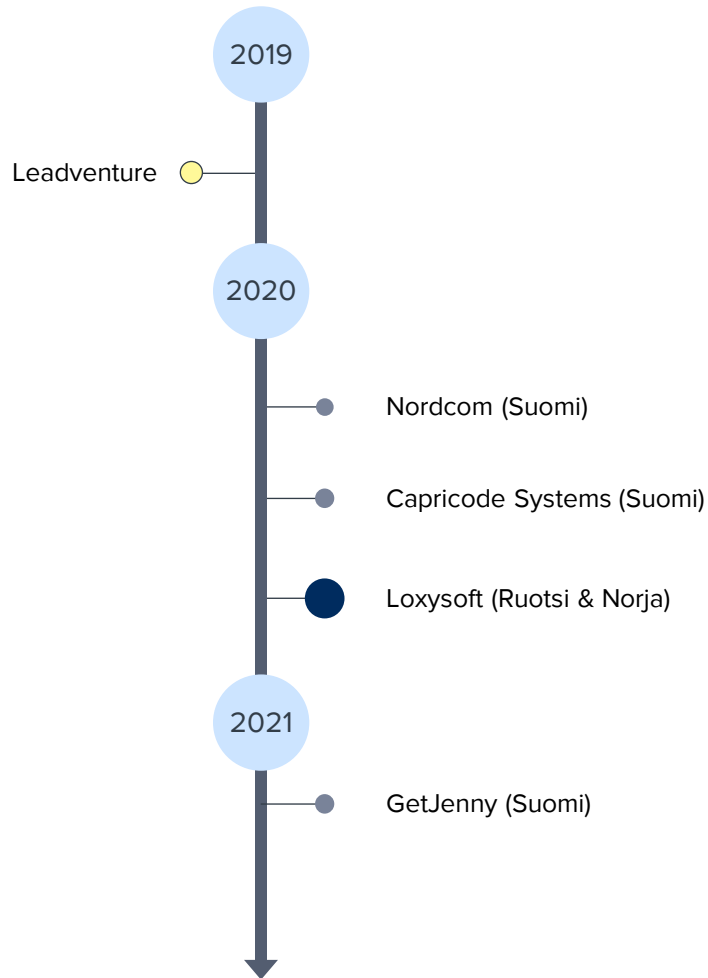
 Asiakaspalvelu ja Inbound-myynti	 Outbound-myynti
 Alihankkijoiden ja organisaation johtaminen	

*Lisenssiliikeyvaihto
Lähde: LeadDesk, Inderes

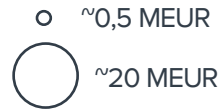
LeadDesk aktivoitui yritysjärjestelyissä vuoden 2019 listautumisen jälkeen

Yritysmyyntit

Yritysosotot



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 + Räätelöidyt järjestelmät + Käyttöönottopalvelut	~1,8x
Loxysoft (Ruotsi, Norja)	+ Markkinaosuus & toimialaosaaminen + Käyttöönottopalvelut ja -osaaminen	2,0-2,2x
GetJenny (Suomi)	+ Chatbot-toiminnallisuus + Tekoälyosaaminen	~2,7x

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Osana ratkaisua LeadDeskin asiakkaat saavat ohjelmiston kautta myös tarvittavat telepalvelut käyttöönsä. Käytännössä LeadDesk toimii siis virtuaalioperaattorina asiakkailleen, ja yhtiö on EU-reguloitu ja rekisteröity teletoimija. Palvelu tukeutuu yhtiön rakentamaan palvelinverkostoon yli kymmenessä eri sijainnissa ympäri Eurooppaa.

LeadDeskin ohjelmiston tuotteistuksen aste on korkea, joten sen käyttöönotot ja kehitys on skaalautuvaa. Tuote myös skaalautuu kevyillä muutoksilla uusiin maihin. Yrityskauppojen myötä tuoteperheeseen on kuitenkin kertynyt tiettyjä päällekkäisiä toiminnallisuuksia. Ydintuotteen ulkopuolelle jäävä ohjelmisto nähdäksemme hiljalleen heikkenee kehityspanosten painoutuessa ydintuotteeseen. Tällöin asiakkaille muodostuu hiljalleen tarve siirtyä käyttämään päätuotetta, joskin siirtymäajalla vanhan ratkaisun ylläpito syö hieman tuotekehityksen resursseja.

Myynnissä pyritään korkeaan skaalautuvuuteen

LeadDesk käyttää puhtaasti omia myyntikanavia. Toisin kuin monet muut ohjelmistoratkaisut, LeadDesk ei kevyen ratkaisunsa ansiosta tarvitse integraattoria ohjelmistotoimittajan ja asiakkaan väliin. Yhtiö tavoittaa asiakkaita suoramyynnin (Outbound) sekä online-myynnin kautta. Ostosta päättää tyypillisesti käyttäjäorganisaation esimies (contact center) ja asiakkaan IT-osasto on harvoin hankinnassa mukana, mikä nopeuttaa myynti- ja käyttöönottosykliä merkittävästi.

LeadDeskin kohdeasiakasryhmää ovat yritykset pienistä aina suuryrityksiin asti. Ydinkohderyhmää ovat pidempään olleet etenkin pienet ja keskiuuret 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 kuitenkin panostanut erityisesti myös suurasiakkaiden palvelemiseen.

LeadDeskin ohjelmiston käyttöönotto on pohjimmiltaan nopea, eikä se vaadi räätälöintiä tai integrointia. Tämä tekee yhtiön myynti- ja käyttöönottosyklistä huomattavasti kevyemmän ja nopeamman verrattuna moniin muihin yritysohjelmistoihin ja kilpailijoihin. LeadDeskin tuote voidaan myös integroida mm. yleisimpiin CRM-, tiketointi- tai ERP-järjestelmiin valmiiden rajapintojen kautta. Erityisesti pienasiakkaille ohjelmiston käyttöönotto on tyypillisesti varsin nopea ja asiakas pystyy tekemään tuotteen käyttöönoton täysin itsenäisesti.

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 kuitenkin täysin samoja tuotteen moduuleja kuin muut LeadDeskin asiakkaat, jolloin yhtiön tuote säilyy yhtenäisenä. Suurasiakkaan haluamat, 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.

Keskeiset myyntikanavat



Digitaalinen myynti ja markkinointi



Suoramyynti

Tuotteen keskeiset kerrokset

Toiminnallisuus



Viestintäkanavat ("CPaaS")

- Asiakasviestinnän toiminnallisuus, joka mahdollistaa viestintäkanavien käytön LeadDeskin ohjelmistolla.
- Kattaa mm. puhelut, tekstiviestit, sähköpostit, chatit, viestintäpalvelut (esim. WhatsApp), Facebookin ja Instagramin. Hyödyntää yhtiön omaa teknologiaa.



Käyttöliittymä

- Asiakkaan tarpeeseen valittavat käyttöliittymät: Mobiilisovellus, puhelinmyynti, monikanavainen asiakaspalvelu, chatbot (Jenny) ja puhelinkeskus.



Toiminnan johtaminen

- **Johtaminen:** Tehokkuuden seuranta, pelillistäminen, kyselyt, puhelunauhoitukset, laadun hallinta ja asiakasvirran hallinta.
- **Analytiikka:** Raportointi, dashboardit, rajapinnat BI-järjestelmiä varten.

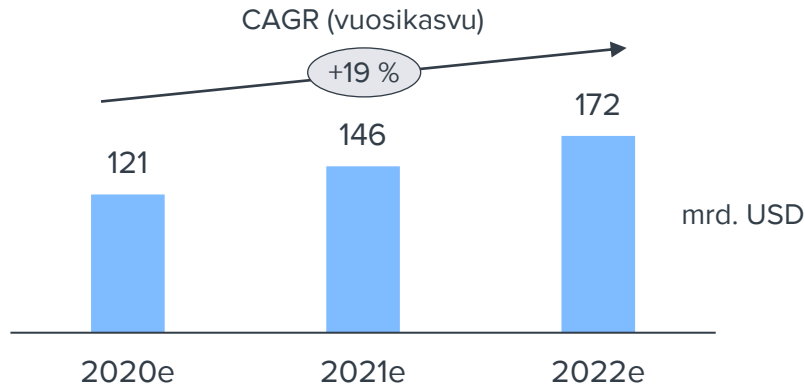


Integraatiot

- Tiedon välitys muihin järjestelmiin: CRM, ERP, tiketointi, palvelunhallinta.
- Välitetään mm. asiakastietoa, myyntiliidejä ja tilauksia.

LeadDesk on toiminut SaaS-mallilla koko historiansa

Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan vahvasti lähivuosina



Lähde: Gartner (08/2021)

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

	SaaS/Pilvi	Perinteinen
Tuottojen luonne	Takapainotteinen ² , jatkuva, ennustettava	Etupainotteinen, kertaluonteinen, vaihteleva
Ohjelmiston toimitus	Verkon yli (pilvipalveluna)	Paikallisesti ¹ asennettu
Hallittavat ohjelmistoversiot	Sama versio kaikilla asiakkailla	Useita versioita asiakkailla

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

² SaaS-mallissa tulovirrat muodostuvat tasaisesti ajan yli, mutta asiakashankinnan kustannus toteutuu heti, jolloin myyntipanosten takaisinmaksu ja tuotto toteutuvat vasta tulevaisuudessa

Lähde: Inderes, Gartner

SaaS-mallilla on selviä etuja kaikille osapuolille

Sijoittaja

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

➤ Korkeammat arvostustasot

Ohjelmistotoimittaja

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

➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

Asiakas

- Nopea ja kustannustehokkaampi käyttöönotto
- Tasaisesti ja ennustettavasti kertyvät kulut
- Ratkaisu skaalautuu tarpeen mukaan
- Ei erillisiä järjestelmän ylläpito- ja päivityskustannuksia
- Jatkuvasti ajantasainen ja päivitetty ohjelmisto

➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Kun asiakas on ottanut ohjelmiston käyttöön käynnistyvät kuukausittain laskutettavat käyttöpaikkojen määrään (lisensseihin) ja ratkaisun laajuuteen pohjautuvat käyttömaksut. Sopimukset ovat tyypillisesti voimassa noin vuoden kerrallaan. Asiakkaalla on sopimuksesta riippuen tukena asiakaspalvelu sekä customer success -tiimi, jonka tehtävä on auttaa asiakasta menestymään liiketoiminnassaan.

Suurasiakkaiden myyntisykli voi kestää käyttöönottoineen jopa yli 18 kk, minkä taustalla ovat pääasiassa hitaat päätöksentekoprosessit suurissa asiakasyrityksissä. Pienemmissä asiakkaissa 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 tähtäimellä. LeadDeskin asiakkuudet alkavat usein nopeamman käyttöönoton Outbound-myyntiin ratkaisulla ja laajenevat myöhemmin asiakaspalvelujärjestelmiin.

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

LeadDeskin tulovirrat ovat korkeakatteisia ja luonteeltaan lähes puhtaasti toistuvia

LeadDeskin liiketoimintamallin tulovirrat jakautuvat kolmeen ryhmään: SaaS-lisenssitulot (H1'21: 67 % liikevaihdosta), telepalvelut (24 %) ja asiantuntijapalvelut (9 %). Tulovirroista vain palvelut ovat projektiluontoisia, joten nähdäksemme lähes koko yhtiön liiketoiminta nojaa jatkuviin tulovirtoihin. Liikevaihto on myös hyvin hajautunutta, ja suurimmat 10 asiakasta muodostavat noin 18 % yhtiön liikevaihdosta.

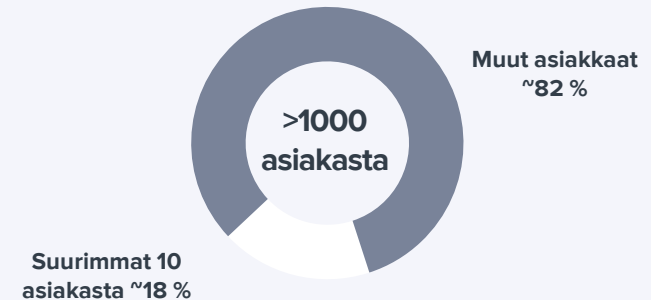
SaaS-lisenssitulot ovat erittäin korkean katteen tulovirtaa, joka laskutetaan tyypillisesti 1-12kk kausissa. Lisenssitulo pohjautuu käyttäjien määrään. Käyttäjakohtainen listahinta on 89-129 euroa kuukaudessa riippuen käytössä olevista toiminnallisuuksista. Suuremmissa yli 50 käyttäjän asiakkuuksissa hinta voidaan kuitenkin neuvotella asiakaskohtaisesti. Tämän lisäksi kuukausilaskutusta voidaan nostaa ottamalla tuotteeseen käyttöön LeadApp-sovelluskaupasta laajennuksia, mutta arvioimme sovelluskaupan roolin nykyisellään vielä pieneksi.

LeadDesk myy asiakkailleen myös tietoliikennepalveluita kuten puheluita ja tekstiviestejä, mitä se ostaa teleoperaattoreilta tukkupalveluna. Telepalvelut sisältävät puhtaasti jatkuvia tuloeria (esim. puhelinnumerot) ja käyttöön nojaavia eriä. LeadDeskin asiakkaat tarvitsevat telepalveluita ohjelmiston käyttöön, emmekä näe niiden käytön heiluvan olennaisesti. Koronapandemian aikana telepalveluiden osuus liikevaihdosta jopa kasvoi hieman. Telepalvelut ovat LeadDeskille arvioimme mukaan hyvän marginaalitason (noin 30-50 %), toistuvaa myyntiä.

Tulovirtojen rakenne

Liikevaihdon komponentit	% liikevaihdosta (H1'21)	Liikevaihdon keskeiset ajurit
SaaS-lisenssitulot	67 %	<ul style="list-style-type: none">Käyttäjien määräToiminnallisuuksien käyttöaste
Telepalvelut	24 %	<ul style="list-style-type: none">Käyttäjien määräPuhelujen ja viestien volyyymi
Asiantuntijapalvelut	9 %	<ul style="list-style-type: none">Käyttöönottojen määrä (erityisesti suuriasiakkaat)

Liikevaihdon jakauma, H1'21 % liikevaihdosta



Esimerkkejä LeadDeskin asiakkaista

SpareBank
SR-BANK

telenor

intrum

Sillä Missä Sinäkin
TAKSIHELSENKI
0100 0700

HÄNDLERBUND

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

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 puhelinkeskuskuksia 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.

LeadDeskin kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuu pääasiassa henkilöstöstä

LeadDeskin SaaS-/Cloud-malliin perustuva liiketoimintamalli on ohjelmistoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan perusteiltaan hyvin skaalautuvaa. Käytännössä siis yhtiön liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa tietylle tasolle useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon. Korkeakatteisen liikevaihdon kasvu (2020 myyntikate-%: 77 %) valuu tällöin vahvasti tulosriville, mikäli kasvua siis saadaan aikaiseksi.

LeadDeskin kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (2020: 44 % kustannuksista), osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (22 %), ja yrityskauppoihin sekä tuotekehitysmenojen aktiovinteihin painottuvista poistoista ja arvonalenemista (10 %). Materiaalit ja

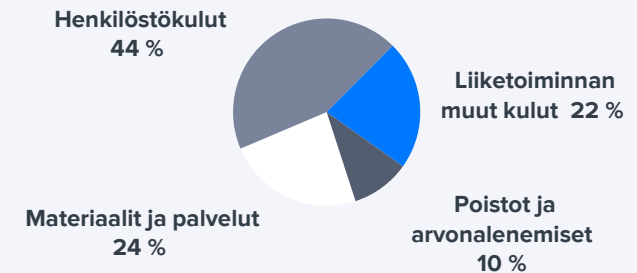
palvelut muodostavat henkilöstön ohella merkittävän kuluerän (24 %). Tämän taustalla ovat pääasiassa televiestintäkapasiteetin tukkuostot ja ohjelmiston vaatimat infrastruktuurikustannukset. Kokonaisuutena henkilöstöön liitännäisten kulujen skaalautuminen on kuitenkin yhtiön kannattavuudelle keskeistä.

LeadDeskin henkilöstö jakautuu myyntiin ja markkinointiin (~45 %), tuotekehitykseen (~30 % henkilöstöstä), palvelu ja asiakashenkilöstöön (~15 %) sekä johtoon ja hallintoon (~10 %). LeadDesk ei ole julkaissut tarkkoja tietoja henkilöstön jakaumasta, joten luvut perustuvat julkisen tiedon pohjalta tekemäämme arvioon.

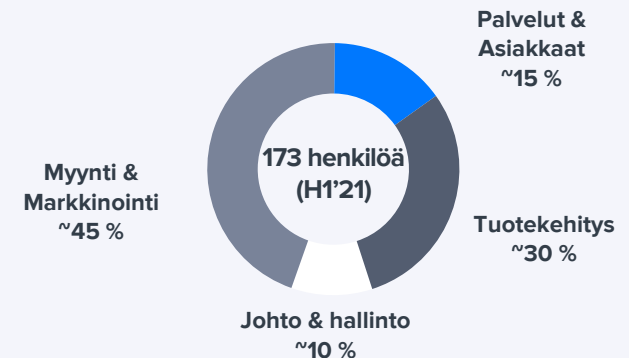
Vahva painotus myyntiin ja markkinointiin on nähdäksemme looginen. Se mahdollistaa yhtiön nykyhetkessä vahvaksi katsomamme kilpailuaseman hyödyntämisen ja pitkän tähtäimen kilpailukykyä tukevan riittävän mittakaavan saavuttamisen Euroopassa. Selvä panostus tuotekehitykseen on myös tärkeää tuotteen kilpailukykyyn ylläpitämiseksi.

Lyhyellä tähtäimellä henkilöstösidonnaisten kulujen skaalautuminen on hitaampaa LeadDeskin rakentaessa itselleen läsnäoloa Euroopan eri maihin ja panostaessaan vielä tuotteensa kehitykseen. Yhtiö onkin viime vuosina pyrkinyt siirtämään kasvunsa tuottaman katteen uusiin kasvuinvestointeihin. LeadDeskin tuote on nähdäksemme varsin kypsä, mutta yhtiö näkee itse vielä tilaa tuotteensa laajentamiseen. Pitkällä tähtäimellä arvioimme LeadDeskin henkilöstön skaalautumisen suurimman potentiaalin olevan myynnissä ja markkinoinnissa, tuotekehityksessä sekä hallinnossa.

Vuoden 2020 kustannusjakauma,
% kaikista kustannuksista (pl. rahoituskulut)



Arvio henkilöstön jakaumasta*,
% henkilöstöstä



Lähde: LeadDesk, *LinkedIn (09/2021), Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvupotentiaali markkinakasvun ja laajentumisen kautta

2.

Skaalautuva, jatkuviin tuottoihin perustuva SaaS-liiketoimintamalli

3.

Kansainvälistyminen pitkällä, tuote kypsässä kehitysvaiheessa ja kilpailukyinen

4.

Omalla osakkeella rahoitettavat yrityskaupat kiihdyttävät kasvua

5.

Arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa ja yritysostoissa voi tapahtua myös huteja

Potentiaali



- Voimakkaasti kasvavat kohdemarkkinat ja merkittävä markkinapotentiaali
- Vahva kilpailukyky suhteessa kohdemarkkinoiden pienimpiin ja paikallisiin toimijoihin
- Skaalautuva liiketoimintamalli ja kustannusrakenne
- Asiakkuuksien laajentaminen uusiin ratkaisuihin ja lisäarvopalveluihin
- Enterprise-asiakkaat, yrityskaupat ja uudet markkina-alueet

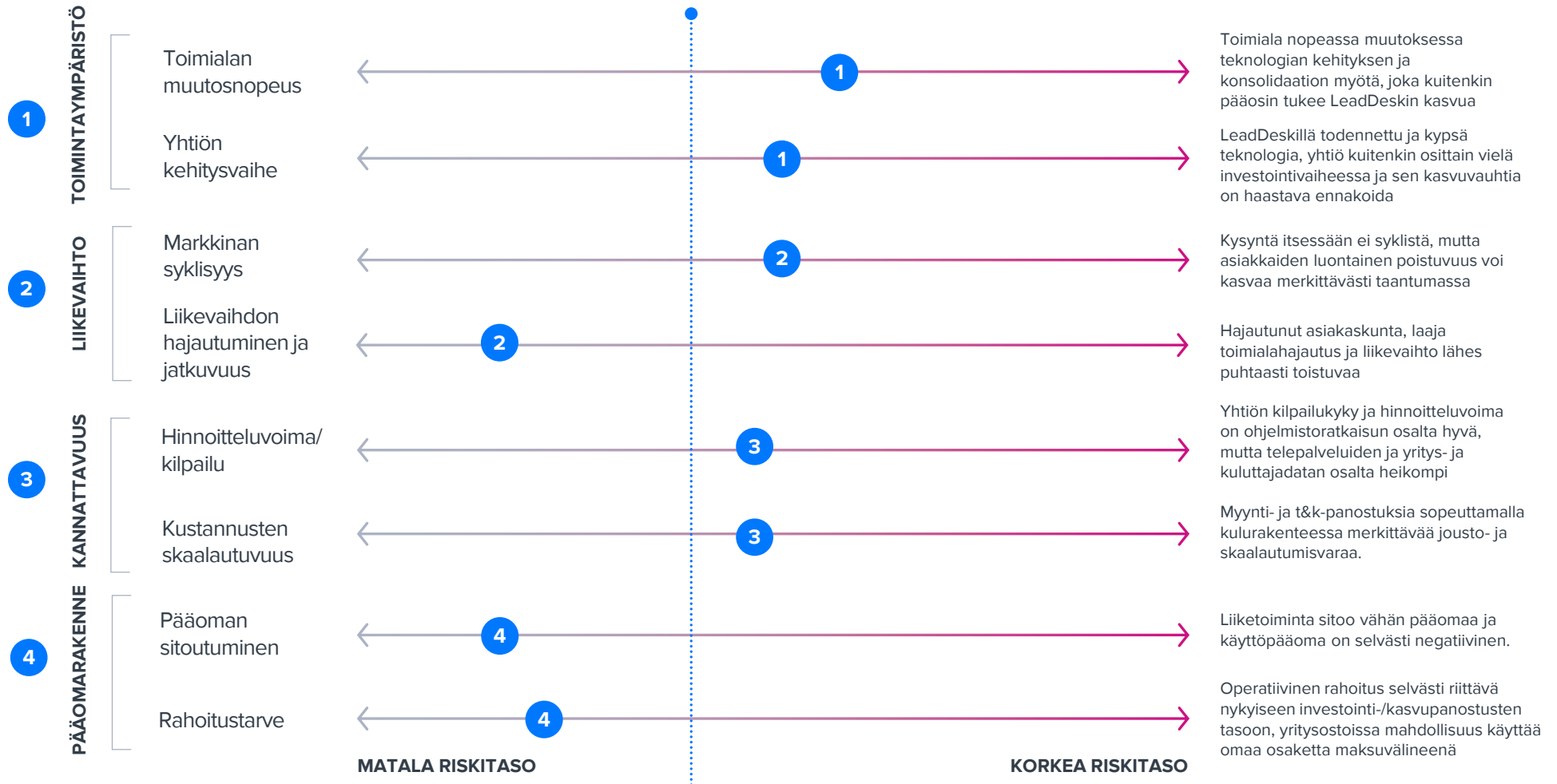
Riskit



- Heikko näkyvyys myynnin onnistumiseen
- Kilpailutilanteen muutokset
- Teknologia- ja tietoturva- ja regulaatoriskit
- Yrityskauppojen vaikutus orgaaniseen kasvuun
- Uusien markkinoiden avaaminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio LeadDeskin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

LeadDesk toimii suurilla, vahvasti kasvavilla ja varsin vakailta markkinoilla

Globaalisti tarkasteltuna contact center -ohjelmistojen markkinan on arvioitu olevan kooltaan noin 24,1 miljardia dollaria ja kasvavan 21 %:n vuosivauhtia vuosina 2020-2026 (Markets and markets). LeadDesk on laajentunut kohti suurempia asiakkuuksia, minkä myötä alati suurempi osa kohdemarkkinasta ("CCaaS", Call center as a service) on sille relevanttia.

Ohjelmistomarkkinoilla on ollut jo pidempään käynnissä siirtymä perinteisistä ohjelmistoista kohti pilvipohjaisia ohjelmistoja. Pilviohjelmistojen osuus markkinasta on markkina-analyttikoiden (esim. Markets and markets, Kempen & Co) ja tilastojen (Eurostat) valossa edelleen selvässä kasvussa. Pilvipohjaisella tuotteellaan LeadDesk on siten asemoitunut kokonaismarkkinaa vahvemmin kasvavaan markkinasegmenttiin.

Euroopan sisällä LeadDeskin markkinat ovat tyypillisesti hyvin paikallisia ja maakohtaisia, mikä vaikeuttaa yhtiön kohdemarkkinan tarkkaa määrittelyä. Nähdäksemme Euroopan markkina on joka tapauksessa niin suuri, ettei se muodosta ainakaan lähivuosina rajoitetta LeadDeskin kasvulle. Toisaalta yhtiön nykyisissä ja uusissa suunnitteilla olevissa toimintamaissa on pääasiassa hyvät kasvuajurit pilvipalveluiden käytön yleistyessä. Edistyneiden pilvipalveluiden käyttöaste EU-alueella on etenkin Keski- ja Etelä-Euroopassa edelleen hyvin matala (15-40 % yrityksistä) verrattuna Pohjoismaihin (>50 %).

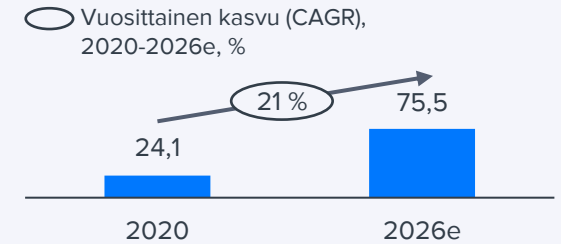
Asiakkaat käyttävät myös alati moninaisempia tapoja viestiä yrityksille (puhelin, chat, WhatsApp, Messenger, sähköposti...). Tämän myötä kasvava

työn monimutkaisuus nähdäksemme kasvattaa tarvetta LeadDeskin kaltaisille monikanavaisen asiakaspalvelun ohjelmistoille. Toisaalta digitaalisen asiointin kasvaessa asiakaspalvelukeskuksien täytyy mukautua hallitsemaan suurempia määriä yhteydenottoja. Tällöin ohjelmistojen tuomat tehokkuushyödyt (esim. työn johtaminen, itsepalveluportaalit, chatbotit) nousevat korkeampaan arvoon.

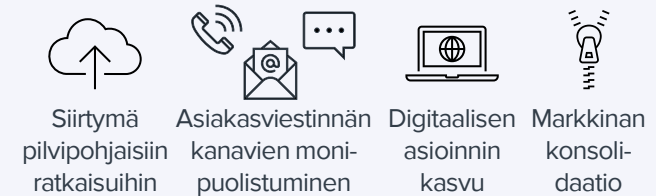
Puhelinmyynnin toimialalla taas on verrattain heikko maine johtuen muun muassa huonosta asiakaskokemuksesta. Contact center -ohjelmistoilla pyritään parantamaan myynnin kohdennusta ja asiakaskokemusta, joten ohjelmistoilla osaltaan ratkotaan tätä ongelmaa. Toisaalta yksi puhelinmyyntialan pitkän aikavälin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

Asiakaspalvelun ja Inbound-myyntin osalta näemme markkinan syklistyden rajallisena. Tarve palvella asiakkaita säilyy syklistä riippumatta ja tähän käytettävät ohjelmistot ovat siten liiketoimintakriittisessä roolissa. Heikompi markkinatilanne voisi kuitenkin nähdäksemme väliaikaisesti hidastaa myyntiaktiiviteettia, mikäli yritykset kääntyisivät ohjelmistohankinnoissaan varovaiselle kannalle. Outbound-myyntissä (puhelinmyynti) heikko talousympäristö voisi iskeä alan pieniin ulkoistustoimijoihin kasvattaen konkurssien määrää, mikä kasvattaisi LeadDeskin asiakaspoistumaa segmentissä. Tämän vaikutus on LeadDeskillä kuitenkin nähdäksemme rajallinen, ja esimerkiksi koronapandemia pikemminkin kiihdytti yhtiön kasvua.

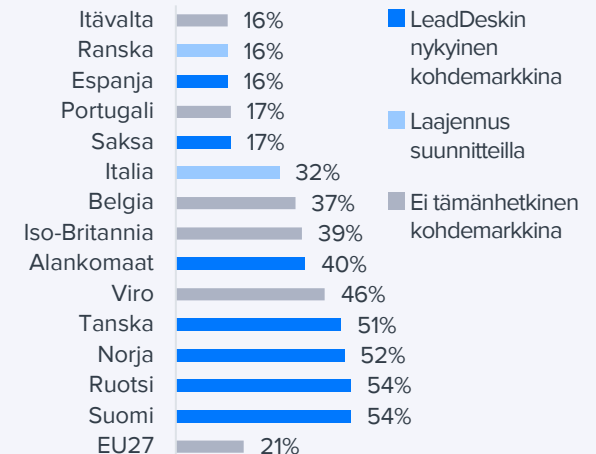
Globaali contact center –ohjelmistojen markkina, mrd. USD



LeadDeskin kohdemarkkinan kasvun ajurit



Edistyneiden* pilvipalveluiden käyttöaste EU-maissa vuonna 2020, % yrityksistä



Lähde: Markets and markets (4/2021), Eurostat, LeadDesk, Inderes

*CRM, kirjanpito tai laskentateho (esim. AWS, Azure)

Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

LeadDesk kilpailee modernilla tuotteella ja paikallisella läsnäololla

Contact center -ohjelmistoja (CCaaS: call center software as a service) tarjoaa globaalisti vähintään useita kymmeniä, ellei jopa satoja yrityksiä. Yhtiöiden profiilit ovat hyvin vaihtelevia, mutta keskeisiä eroja näkyy toimijoiden alueellisessa painotuksessa (paikallinen, alueellinen, globaali), yrityskauppastrategiassa (kohteiden integroinnin syvyys vaihtelee) ja teknologian sukupolvessa.

Contact center -yritykset toimivat usein ohuilla marginaaleilla ja kovan kilpailun alaisena, minkä takia ohjelmiston tarjoama prosessien tehokkuus, palvelun luotettavuus ja joustavuus ovat kriittisiä ominaisuuksia. Integraatioiden rooli (esim. CRM, ERP, asiakastuen ohjelmistot) nähdäksemme korostuu yhtenä tehokkuuden ajureista. Toisaalta viestintäkanavien laajeneminen ja automaation kehitys laajentavat ohjelmistojen vaatimuksia monimutkaisemmiksi. Tämän myötä kilpailussa pärjääminen vaatii mielestämme riittävää kokoluokkaa, jotta tuotteen kilpailukyvyyn ylläpitoon ja vahvistamiseen on riittävät resurssit.

Nähdäksemme pienet pelurit (kuten 4Com, NextCom) käyvät markkinalla viivytystaistelua laskemalla hintoja. Matalamman investointikyvyn takia heikkenevän tuotteen kilpailukyvyyn myötä emme näe näitä toimijoita relevantteina pitkän aikavälin kilpailijoina. Suurin kilpailu markkinoista käydäänkin nähdäksemme pidemmällä tähtäimellä suurempien toimijoiden kanssa.

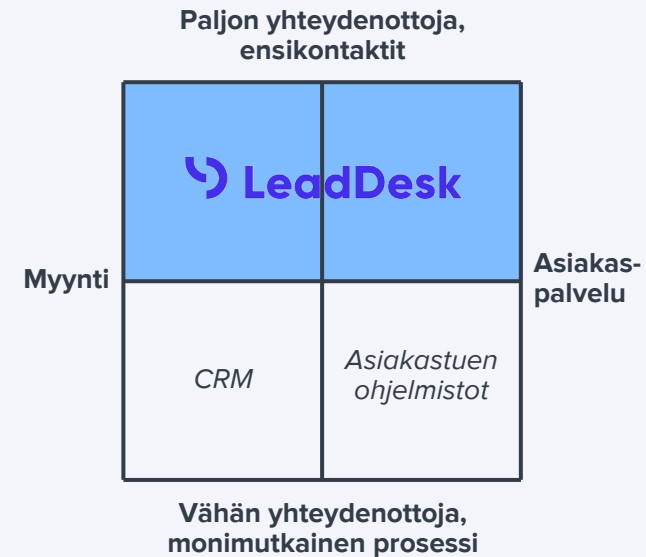
LeadDeskin potentiaalisista suuremman kokoluokan kilpailijoista (esim. Genesys, Five9 /Zoom ja Talkdesk) vain osalla on merkittävää paikallista toimintaa Euroopassa. Nähdäksemme taustalla on Euroopan markkinan jakautuminen

useisiin maihin, jossa kussakin toimiminen edellyttää läsnäoloa ja asiakastukea paikallisella kielellä. Esimerkiksi yhdysvaltalaisen Five9:n laajentuminen Eurooppaan vaikuttaa etenevän hankalasti ja yhtiö näyttää julkisen tiedon valossa saaneen jalansijaa lähinnä Isosta Britannian. Nämä toimijat keskittyvät nähdäksemme usein LeadDeskin kohderyhmää suurempiin globaaleihin asiakkuuksiin korkeammassa hintaluokassa.

Osa Euroopassa perustetuista kilpailijoista (esim. Talkdesk, Dixia) ovat toisaalta lähteneet hakemaan kasvua mantereen ulkopuolelta suuremmista markkinoista (erityisesti USA). Siten Euroopassa liiketoimintaa pitkäjänteisesti rakentaneet toimijat, kuten LeadDesk, ovat nähdäksemme tällä hetkellä markkinalla etulyöntiasemassa.

Euroopassa näemme puolenkymmentä toimijaa, jotka ovat selvemmin rakentaneet alueellista läsnäoloa (LeadDesk, Puzzel, Enghouse ja Enreach). Tämä joukko laajenee Euroopassa aktiivisesti yrityskaupoilla. Kilpailijoiden huomio näyttää keskittyvän ostokohteiden tuomiseen saman kaupallisen brändin alle ilman selvää pyrkimystä yhdistää tuotetarjontaa. LeadDesk taas yhdistää integraatiovaiheessa myynnissä olevat tuoteportfoliot. Tällöin tuotekehityspanokset voidaan pitää myynnissä olevan tuoteportfolion kehityksessä ja väistyvät tuotteet kevyemmässä ylläpitomoodissa, mikä on mielestämme pitkäjänteisempi strategia. Strategiansa avulla LeadDesk kykenee nähdäksemme kehittämään tuoteportfoliotaan kokoluokkaansa suhteutettuna enemmän kuin kilpailijat, joilla tuotekehitys vaatii päällekkäistä kehitystä eri maissa myynnissä oleviin tuotteisiin.

LeadDeskin asemoituminen asiakasviestinnän ohjelmistokentässä



Lähde: LeadDesk

Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

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

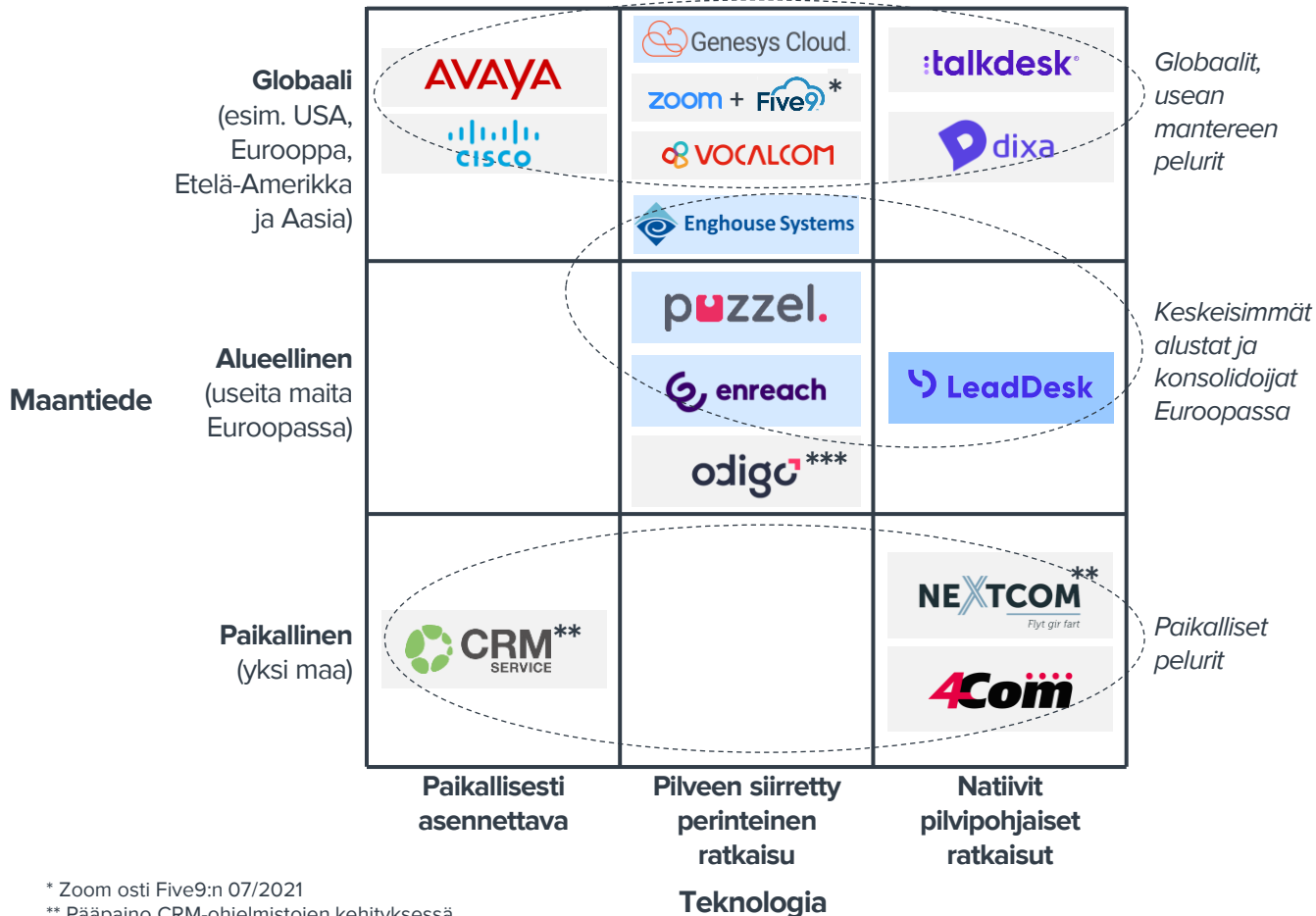
Listaus ei ole kattava

Yrityskauppa-
strategia

Ei tiedossa

Brändien
yhtenäistäminen

Brändin ja
teknologian
integraatio



* Zoom osti Five9:n 07/2021

** Pääpaino CRM-ohjelmistojen kehityksessä

*** Kumppanipainotteinen myyntistrategia, ei olennaista yrityskauppa-aktiiviteettia

Lähde: LeadDesk, Kempen & Co, yritysten verkkosivut, Inderes arvio

LeadDesk kilpailutekijät

- + Puhdas, nopeasti käyttöönotettava ja erilaisiin asiakasvaatimuksiin skaalautuva modulaarinen SaaS-ratkaisu
- + Ratkaisu kattaa sekä suuren volyymin monikanavaisen asiakaspalvelun että outbound-myyntin tarpeet
- + Paikallisia ohjelmistotoimittajia kattavampi, helppokäyttöisempi ja toimintavarmempi ratkaisu
- + Paikallinen läsnäolo ja tuki, palvelin-infrastruktuuri Euroopassa ja matalampi hintapiste erottaa yhtiötä kansainvälisistä kilpailijoista
- + Pitkäjänteinen yrityskauppastrategia mahdollistaa tehokkaan tuoteportfolion kehityksen
- Selvästi globaaleja kilpailijoita pienemmät T&K- ja myyntiresurssit
- Suhteellisen heikko tunnettuus CCaaS-markkinan suurimmilla markkina-alueilla (esim. Saksa)
- Ei pysty välttämättä tarjoamaan vaikeimmille ja suurimmille asiakkuuksille vaadittavia palvelukokonaisuuksia tai integraatioita

Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

Kilpailutilanne voi muuttua olennaisesti toimialan kypsyyssä ja konsolidaation edetessä

Tarjonnan kilpailukyky, pitkäjänteinen yritysostostrategia ja pilvimurroksen eteneminen tarjoavat LeadDeskille nähdäksemme oivalliset edellytykset kasvuun lähivuosina. Keskipitkällä aikavälillä (3-5+ vuotta) kilpailutilanteessa on toisaalta mahdollista nähdä olennaisia muutoksia.

Nykyisen markkinan sisällä kilpailu on nähdäksemme ollut suhteellisen rauhallista, lukuun ottamatta paikallisten pienempien toimijoiden käymää hintakilpailua ja viivytystaistelua. Taustasyynä pidämme markkinan voimakasta kasvua etenkin pilvipohjaisissa ratkaisuisissa, jolloin alueelliset toimijat päätyvät harvemmin napit vastakkain tarjouskilpailussa. Markkinan kasvun hidastuminen voi kuitenkin lisätä kilpailupainetta ja heikentää myynnin tehokkuutta. Toisaalta globaalit kilpailijat voivat panostaa tulevaisuudessa määrätietoisemmin Euroopan markkinoille, mikäli niiden nykyisillä markkinoilla kasvunäkymät heikkenevät.

Markkinan konsolidaatio voi lisäksi muokata kilpailuasetelmaa olennaisesti. Alalla tapahtuu paljon sisäistä konsolidaatiota, kun pelurit (kuten LeadDesk) ostavat joko ratkaisuaan tukevaa teknologiaa (esim. chatbot, mobiilisovellus) tai kilpailevia toimijoita. Tämä kehitys on mielestämme suhteellisen ennustettavaa, sillä nämä yrityskaupat lähinnä tekevät nykyisistä pelureista teknisesti vahvempia, suurempia ja maantieteellisesti laajempia.

Vaikeammin ennustettava kehitys liittyy nähdäksemme ohjelmistokategorioiden rajat ylittäviin yrityskauppoihin ja laajennuksiin.

LeadDesk toimii CCaaS-markkinalla, jossa ohjelmistot tehostavat suuren volyymin asiakasviestintää (asiakaspalvelu ja myynti). Yksi läheinen markkina on yritysten sisäisen viestinnän ohjelmistot (UCaaS, Unified communications as a Service), joita esimerkiksi Zoom ja Microsoft Teams edustavat. Toinen läheinen kategoria on viestintäkanavat yhdistävät ohjelmistot (CPaaS, Communication Platform as a Service), joita esimerkiksi Twilio tai Sinch edustavat.

Näiden kolmen markkinan välillä on tapahtunut useita yrityskauppoja (Kempen & Co / LeadDesk CMD). Esimerkiksi heinäkuussa 2021 Zoom (UCaaS) tiedotti ostavansa LeadDeskin suuren globaalin kilpailijan Five9:n (CCaaS) ja Enreach (UCaaS) osti syyskuussa 2020 HeroBasen (CCaaS). Cisco (UCaaS) taas hankki imiMobilen (CPaaS) joulukuussa 2020. Lisäksi esimerkiksi Twilio (CPaaS) on laajentunut orgaanisesti CCaaS-markkinalle Twilio Flex –ratkaisullaan.

Tämän kehityksen myötä toimialalle voi syntyä hyvin resursoituja kilpailijoita, joilla on valmius ratkaista asiakkaiden digitaalisen ajan viestintätarpeita nykyisiä toimijoita laajemmin. Suhtaudumme kuitenkin vielä toistaiseksi epäilevästi asiakkaiden haluun hankkia yhdeltä toimijalta kaikki nämä ohjelmistot.

Toinen mahdollinen toimialan muutos olisi CRM-ohjelmistojen (esim. Hubspot) tai asiakastuen ohjelmistojen (esim. Zendesk) laajeneminen CCaaS-markkinalle. Tähän asti näiden yhtiöiden strategia on kuitenkin ollut tarjota integraatiot kolmansille osapuolille, kuten LeadDeskille. Arvioimme näiden yhtiöiden haluavan ylläpitää nykyistä yhteistyötä useiden CCaaS-toimijoiden kanssa kilpailijaksi ryhtymisen sijaan.

Yrityskauppoja pilviviestinnän ohjelmistojen markkinoilla

Teknologian vahvistaminen

Kilpailijan hankinta

Laajentuminen uusiin ohjelmistokategorioihin

Lähde: Inderes, Kempen & Co

Strategia 1/2

LeadDeskin kasvustrategiaa toteutetaan usealla, vakaasti etenevällä rintamalla

LeadDesk on edennyt strategiassaan kannattavan ja vakaamman kasvun vaiheeseen. Yhtiö on saavuttanut tuotteen ja teknologian osalta varsin kypsän kehitysvaiheen, sekä onnistunut skaalaamaan kansainvälisille markkinoille useaan maahan tehdyt myynti-investoinnit kannattaviksi. Markkinan suotuisien kasvuajurien myötä yhtiön kannattaakin nähdäksemme panostaa vahvasti kasvuun. Lähivuosina LeadDeskin huomio keskittyy usean kasvusuunnan yhtäaikaiseen edistämiseen. Samalla nousee esiin myös tarve kehittää yhtiön toimintamalleja kasvavaa kokoluokkaa tukeviksi.

LeadDeskin kasvustrategian ensimmäinen kulmakivi on uusiin toimintamoihin laajentuminen. Yhtiön asiakkaat ovat yleisimmin pienehköjä paikallisia toimijoita, jotka arvostavat läheisyyttä ohjelmistotoimittajaan, minkä takia yhtiö rakentaa uusiin toimintamoihin maaorganisaation. Yhtiö pyrkii avaamaan uuden markkinan pienimmistä ja vähiten komplekseista asiakkaista aloittaen (tyypillisesti outbound-myyntiä tekevät contact centerit), koska näissä myyntisyklit ovat lyhyempiä johtuen tulosorientoituneista päätöksentekijöistä. Tunnettuuden vahvistumisen jälkeen yhtiö pyrkii haastavampiin suurempiin asiakkaisiin ja inbound-puolelle, missä kompleksisuus on suurempaa.

LeadDeskillä on hyvää kokemusta jo usean uuden kansainvälisen markkinan avaamisesta, mikä on tarjonnut yhtiölle kokemusta tulevaisuutta ja kilpailuasemaa ajatellen. Kansainvälistymisen onnistumisen riskit on nähdäksemme siten varsin vähäiset. Uusien maiden avaaminen on myös

tehostunut aiemmasta, ja esimerkiksi 2020 alussa avattu Espanjan markkina oli jo avausvuonna lähes kassavirtaneutraali (12 TEUR nettoinvestointi). Yhtiö on myös kertonut selvittävänsä Ranskan tai Italian markkinan avaamista alkuvuodesta 2021.

LeadDeskin kasvustrategian toinen kulmakivi on Enterprise-myyntiin vahvistaminen kypsemmillä markkina-alueilla. Pohjoismaista on muodostunut yhtiölle pitkän toimintahistorian ja Loxysoft-yrityskaupan myötä kotimarkkinat, jossa yhtiöllä on jo vahva tunnettuus. Kansainvälistymisen edetessä kasvanut kokoluokka ja vahvistunut kannattavuus ovat myös kasvattaneet yhtiön uskottavuutta. Tämän myötä näytöt yhtiön laadusta ja toiminnan jatkuvuudesta ovat nähdäksemme nousseet suurien asiakkuuksien ja julkisen sektorin vaatimusten tasolle.

Erityisesti vuodesta 2020 alkaen LeadDesk on kasvattanut panoksiaan Enterprise-myyntiin kypsemmillä markkinoillaan. Tämän tueksi yhtiö on rakentanut yrityskauppojen tuella käyttöönotto-organisaatiota (Capricode & Loxysoft) ja vahvistanut tuotteensa toimintakriittisyyden toiminnallisuuksia. Pitkien myyntisykliä takia (jopa >18kk) ensimmäisten valmistuvien projektien merkkejä voi nähdäksemme odottaa jo H2/2021 luvuissa. Enterprise-segmentin avaus mahdollistaa yhtiölle selvästi aiempaa suuremman kasvutilan sen markkinoilla, mikä tukee yhtiön pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksia.

Kolmas kasvustrategian kulmakivi on yrityskaupat. LeadDesk aktivoitui vuonna 2020 yrityskaupoissa (ks. s. 7), joita on toteutettu jo puolenkymmentä. Ensimmäisten lähialueella (Suomi & Pohjoismaat)

tehtyjen yrityskauppojen integraatiot vaikuttavat lukujen valossa onnistuneen (orgaaninen kasvu ei ole kärsinyt liiaksi), ja arvostustasot ovat olleet pääsääntöisesti houkuttelevia. Siten yhtiö vaikuttaa kykenevän luomaan yritysostoillaan omistaja-arvoa. Yrityskauppojen logiikkana on pääasiassa ollut joko yhtiön markkina-aseman tai osaamisen ja teknologian vahvistaminen.

LeadDeskin strategia on ottaa ostokohteissaan myynnin käyttöön konsernin yhtenäinen tuoteportfolio. 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.

LeadDeskin kasvutarina vaikuttaa olevan houkutteleva ostokohteille, sillä yhtiö on onnistunut käyttämään osakettaan yrityskaupoissa maksuvälineenä. Tämä taas kasvattaa yhtiön liikkumavaraa ostojen toteutuksessa verrattuna pelkkien kassavarojen käyttöön.

Liiketoiminnan kasvun myötä myös LeadDeskin kokoluokka tulee väistämättä kasvamaan. Nähdäksemme yhtiön kasvustrategian neljäs kulmakivi onkin organisaation skaalautuvuuden varmistaminen kasvun aikana. Yhtiö on aiempien kasvukipujen ratkaisuksi jo vahvistanut keskijohtoaan, ja lyhyellä tähtäimellä arvioimme yhtiön kykenevän mukauttavan toimintaansa kasvun mukana. Joidenkin vuosien päästä arvioimme yhtiön täytyvän jo varautua organisaatiomallinsa päivitykseen.

Strategia 2/2

Kohdemarkkina ja LeadDeskin asemoituminen

Contact center -
ohjelmistojen globaali
markkina, 2020 **24,1 mrd.
USD**

Markkinan kasvu,
2020-2026e **21 %
CAGR**

Trendit markkinan kehityksen taustalla



Siirtymä pilvipohjaisiin
ratkaisuihin



Asiakasviestinnän kanavien
monipuolistuminen



Digitaalisen asiointin kasvu



Markkinan konsolidaatio

Moderni ohjelmisto
suuren volyymin
asiakasviestintään



Strategiset painopisteet

1. Uusiin toimintamaihin laajentuminen Euroopassa
2. Enterprise-myyntin vahvistaminen kypsemmillä markkina-alueilla
3. Markkina-aseman ja tuotteen vahvistaminen yrityskaupoilla
4. Organisaation skaalautuvuuden varmistaminen kasvun aikana



Strategian rahoitus kassavirralla ja oman osakkeen hyödyntämisellä yrityskaupoissa

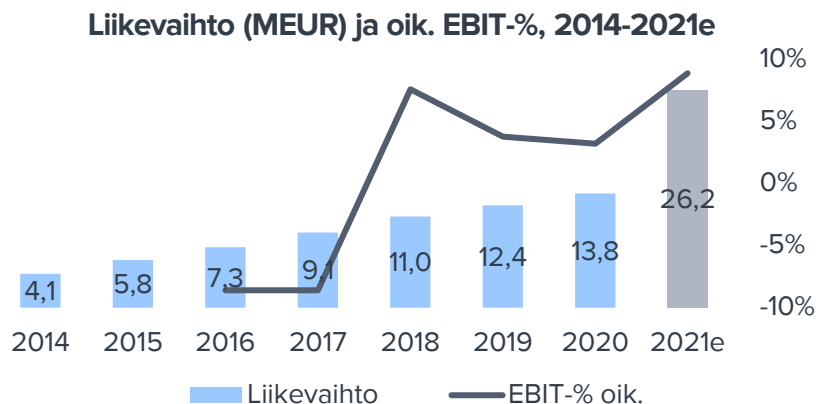


>100 MEUR

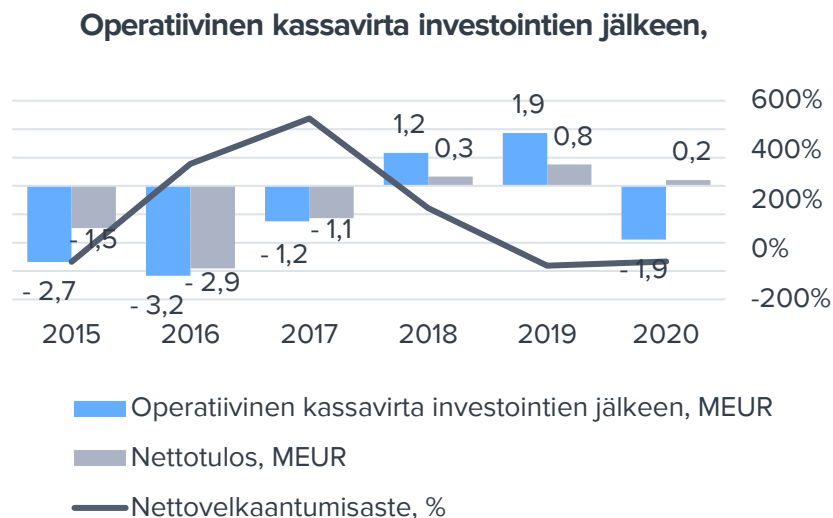
liikevaihto pitkällä
aikavälillä

Taloudellinen tilanne 1/2

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



- LeadDeskin liikevaihdon orgaaninen kasvu-% on ollut noin 18 % ja kannattavuus (oik. EBIT-%) noin 2 % vuosina 2017-2020
- Vuonna 2020 yhtiön orgaaninen kasvu sai pirstusriskeen, kun koronapandemia sai markkinan asiakkaat suosimaan etätöihin soveltuvia pilviohjelmistoja aiempaa vahvemmin
- Vuosina 2017-2020 LeadDeskin orgaanisen kasvu-%:n ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summa on vaihdellut noin 10% ja 25 % välillä, ollen keskimäärin 20 %

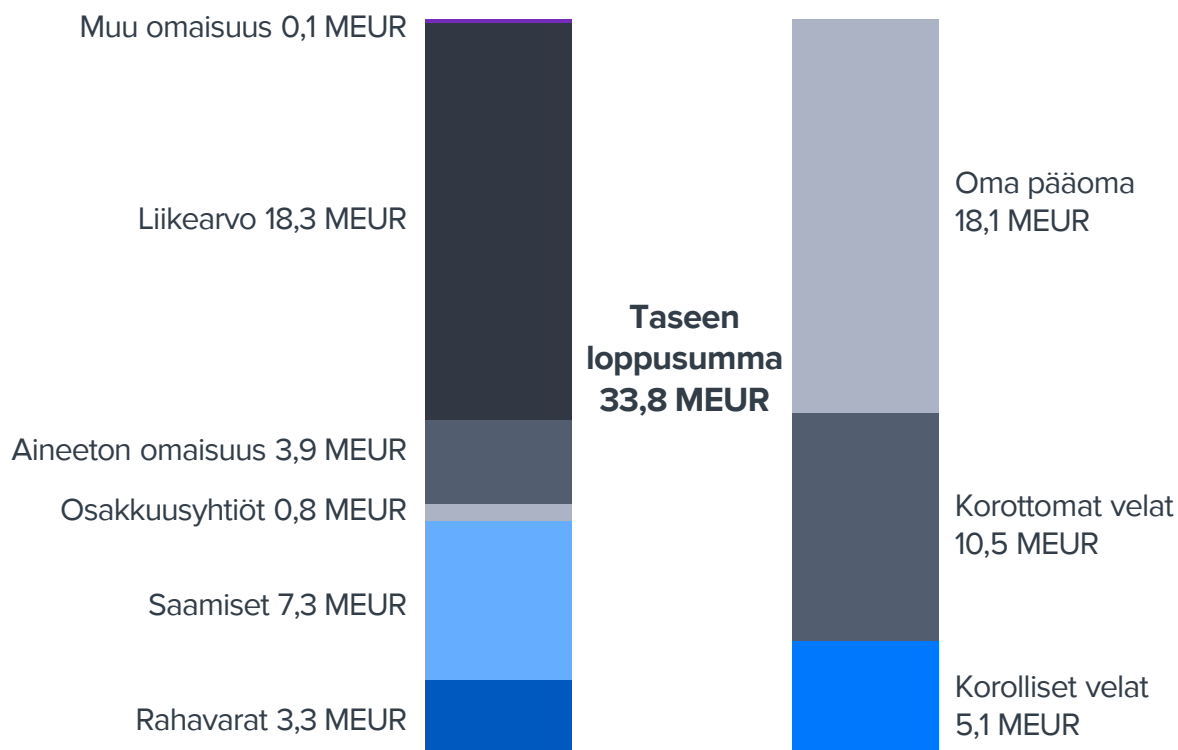


- LeadDesk on tehnyt jo useamman vuoden kannattavaa liiketoimintaa, mikä näkyy positiivisena tuloksena
- Vuonna 2020 yhtiö aktivoitui yrityskaupoissa, minkä myötä yhtiön investoinnit kasvoivat ja käänsivät rahavirran negatiiviseksi
- LeadDesk on kyennyt hyödyntämään yrityskauppojen maksuvälineenä käteisen lisäksi omia osakkeitaan, joten kasvaneet investoinnit eivät rasita merkittävästi yhtiön kassaa

Taloudellinen tilanne 2/2

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

Taserakenne, 30.6.2021



- Aktiivisuus yrityskaupoissa näkyy taseessa
 - Rahavaroissa on ruutia pienempiin yritysostoihin (3,3 MEUR)
 - Nettovelka (1,8 MEUR) ja nettovelkaantumisaste (10 %) ovat matalat
 - Liikearvo (18,3 MEUR) on kasvanut yrityskauppojen myötä huomattavaksi (erit. Loxysoft) ja yhtiö poistaa tätä FAS-kirjanpidon mukaisesti 10 vuoden jaksolla
 - Aineeton omaisuus (3,9 MEUR) koostuu käytännössä aktivoituista tuotekehitysmenoista
 - Vuonna 2020 tuotekehitysmenojen aktivoinnit (1,4 MEUR) olivat hieman poistoja (1,2 MEUR) suuremmat
- Positiivinen operatiivinen kassavirta ja erityisesti oman osakkeen käyttö maksuvälineenä mahdollistavat yritysostot myös jatkossa
- Rahavirta kuluu pääasiassa yritysostoihin emmekä siten odota osinkoa

Ennusteet 1/2

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, sillä muiden liikevaihtoerien (Telepalvelut ja asiantuntijapalvelut) kasvu on arvioimme mukaan pitkälti sidoksissa SaaS-tuottojen kehitykseen. SaaS-liikevaihdon kasvua ennustamme pääasiassa arvioimme uusmyyntiin ja asiakaspoistuman avulla. Liikevaihdon kasvuennusteiden tukena arvioimme lisäksi realistista kasvunopeutta kypsemällä markkinalla Suomessa sekä vahvemmin kasvavilla kansainvälisillä markkinoilla.

LeadDeskin jatkuva liikevaihto muodostuu SaaS-lisenssituloista ja telepalveluista. SaaS-liikevaihto laskutetaan asiakkaalta jatkuvasti ja on nähdäksemme puhtaasti jatkuvaa. Telepalvelut taas ovat osin toistuvaa ja osin asiakkaan käyttöön sidonnaisia. Ohjelmistoa käyttäessään yhtiön asiakkaat käyttävät telepalveluita käytännössä jatkuvasti, eikä niiden käyttö siten arvioimme mukaan heilu merkittävästi. Palveluliikevaihdon merkitys (H1'21: 9 % liikevaihdesta) on taas kokonaisuuden kannalta varsin vähäinen.

LeadDesk julkaisee toistuvan liikevaihdon sopimuskantaa (ARR, annual recurring revenue), joka sisältää SaaS-tilaukset ja telepalveluista jatkuvien sopimusten osuuden. Käyttöönottojen kestosta johtuen sopimuskanta siirtyy joidenkin kuukausien viiveellä laskutukseen. Sopimuskanta ei nähdäksemme kuitenkaan ole tällä hetkellä luotettava työkalu yhtiön liiketoiminnan ennustamisessa. Tämän taustalla on yhtiön

aktiivisesti tekemät yrityskaupat, joiden vaikutus tilauskantaan saadaan tietoon vasta ensimmäisen raportointikauden jälkeen. Käytämme tilauskantaa siten tällä hetkellä lähinnä tukena jatkuvan liikevaihdon lyhyen tähtäimen ennusteissamme.

LeadDeskin kannattavuutta ja tuloskasvua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulujen kehitys suhteessa korkeakatteisen liikevaihdon (2020: myyntikate-% 77 %) kasvuun. Oletamme yhtiön pystyvän parantamaan myyntikatettaan kokoluokkansa kasvaessa yli 80 %:n tasolle. Yhtiön suurimmat kiinteät kuluerät ovat henkilöstökulut (2020: 44 % kuluista) ja vahvasti henkilöstösidonnaiset liiketoiminnan muut kulut (2020: 22 %). Ennustamme molempia eriä henkilöstön määrän ja yksikkökustannuksen kautta. Huomioimme ennusteissamme lisäksi liikevaihtoon ja liikevaihdon kasvuun suhteutetut henkilöstön tehokkuusluvut, jotka tyypillisesti vahvistuvat SaaS-yhtiöiden skaalautuvan kasvun vaiheessa. Oikaisemme liikearvopoistot ennusteissamme sillä ne eivät vaikuta yhtiön kassavirtaan, joten oikaistu liikevoitto kuvaa yhtiön operatiivista kannattavuutta.

Näkyvyys LeadDeskin liikevaihtoon on lyhyellä aikavälillä kokonaisuutena kohtuullisen hyvä, sillä liikevaihto koostuu pääosin hyvin ennakoitavista toistuvista tuotoista. Liikevaihdon kasvunopeuden ennakoiminen on sen sijaan haasteellisempää mallintaa, koska se on hyvin riippuvainen yhtiön kasvupanostuksien tasosta, myyntiin tehokkuuden kehittymisestä ja ostettujen yritysten orgaanisen kasvun kehityksestä. LeadDesk on hyvin aktiivinen yrityskaupoissa, mutta niiden ennustaminen ei ole nähdäksemme käytännössä mahdollista etukäteen, emmekä siten ennusta tulevia yrityskauppoja.

LeadDeskillä on voimassa noin 590 tuhannen osakkeen kattavat optio-ohjelmat, joissa merkintäaika osuu seuraavan noin kuuden vuoden ajalle. Optioiden diluutiovaikutus on toteutuessaan noin 11 % osakekannasta, ja olemme huomioineet niiden vaikutuksen yhtiön osakemäärän ennusteissamme.

Vuonna 2021 kasvetaan vahvasti yritysostoilla

LeadDeskin näkymien mukaan yhtiö tulee ylläpitämään vahvaa liikevaihdon kasvua ja jatkamaan kannattavaa liiketoimintaa vuonna 2021. Hyvin väljä ohjeistus ei nähdäksemme tarjoa kasvunennusteille tukijalkaa.

Vuonna 2021 LeadDeskin liikevaihtoa kasvattaa useat yrityskaupat: Nordcom, Capricode, Loxyssoft ja GetJenny. Vuoden 2021 alkupuoliskon liikevaihdon kasvu olikin erittäin vahva 94 %. Yrityskaupoista GetJenny (5 kk liikevaihtoa) kasvattaa loppuvuoden lukuja epäorgaanisesti alkuvuoteen nähden, ja H2'20 aikana yrityskaupoista vain Nordcom (6 kk) ja Capricode (3 kk liikevaihtoa) olivat luvuissa mukana. Odotamme H2'21-liikevaihdon kasvavan yrityskauppojen ja jatkuvan orgaanisen kasvun myötä 84 % vertailukaudesta (orgaanisesti 19 %) ja 16 % alkuvuodesta (orgaanisesti 10 %). Ennustamme yrityskauppa-kohteiden liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 5 % ensimmäisenä vuonna osana LeadDeskiä, minkä huomioimme epäorgaanisessa kasvussa.

Loppuvuoden kannattavuus on taas pitkälti kiinni yhtiön päättämien kasvuinvestointien määrästä. Odotamme kasvuinvestointien kiihtyvän yrityskauppojen integroinnin edetessä ja oikaistun liikevoiton laskevan loppuvuonna (H2'21e: oik. EBIT-% 7,1%) hieman alkuvuoden tasosta (H1'21: 9,6%).

Ennusteet 2/2

Ennustamme lähivuosille pirteää ja skaalautuvaa kasvua markkinan myötätuulessa

LeadDeskin kohdemarkkinan kasvun odotetaan olevan voimakasta (21 % vuodessa lähivuosina), minkä lisäksi pilvimurros vielä piristää yhtiön kohdemarkkinasegmentin kasvua entisestään. Odotamme kilpailun säilyvän vahvan kasvun myötä seesteisenä vielä lähivuodet, joten yhtiön kasvu on nähdäksemme vahvasti kiinni sen omasta suoriutumisesta. Yhtiön tähänastiset kasvunäytöt mielestämme puoltavat luottavaista suhtautumista kasvun jatkumiseen. Yrityskauppojen integraation ollessa pitkällä ja Enterprise-myyntin panostusten näkyessä liikevaihdossa odotamme orgaanisen kasvun piristyvän hieman ja olevan 19-21 % vuosina 2022-2023. Tämän jälkeen odotamme liikevaihdon vuosittaisen kasvun laskevan kohti 15 % vuoteen 2025 mennessä. Tasot ovat hieman yli yhtiön historiallisten kasvulukujen, mutta mielestämme perustellut huomioiden markkinan myötätuuli ja yhtiön viimeaikaiset kasvunäytöt.

Skaalautuvan liiketoimintamallin myötä odotamme yhtiön kasvun näkyvän myös vahvistuvana kannattavuutena. Yrityskauppojen poistoista oikaistun liikevoiton odotamme vahvistuvan vuoden 2022 noin 8 % tasosta kohti 16 %:ia vuonna 2025. Näiden tekijöiden myötä ennustamme LeadDeskin kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan ("Rule of 40") nousevan liikevaihdon kasvun myötä asteittain 31-32 %:iin vuosina 2023-2025.

Pitkällä aikavälillä odotamme kilpailun kiristyvän

Markkinan vahva kasvu odotettavasti hidastuu pilviohjelmistojen käyttöasteiden kohotessa. Markkinoilla on nähdäksemme useita kasvun nälkäisiä toimijoita, joten markkinan kasvutilan

kaventuu lähivuosien jälkeen odotamme LeadDeskin törmäävän markkinoilla useammin keskeisiin kilpailijoihin.

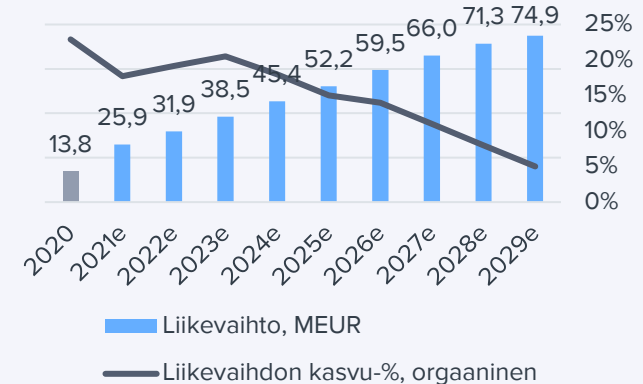
Ennustamme LeadDeskin liikevaihdon kasvun olevan 5-14 % ja hidastuvalla trendillä vuosina 2026-2029. Markkinan kasvupuolesta yhtiön voisi mielestämme olla mahdollista kasvaa vielä vahvemmin ja suurempaan kokoluokkaan. Emme kuitenkaan näe yhtiön historiallinen kasvunopeus huomioiden nykyhetkessä perusteita ennustaa olennaisesti tätä vahvempaa pitkän tähtäimen kasvua. Toimialan kasvunäkymät ovat kuitenkin kokonaisuutena vahvat pitkällä aikavälillä, minkä myötä käytämme liikevaihdon terminaalikasvuna 3 %.

Ennustamme LeadDeskin liikearvopoistoista oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan skaalautuvan kasvun mukana asteittain 17 %:sta noin 26 %:iin vuosina 2026-2029. Odotamme kannattavuuskehityksen hidastuvan ja kärsivän kiristyvistä kilpailusta ja liikevoittomarginaalin (EBIT-%) asettuvan terminaalivuonna 2030 noin 24 %:iin. Yhtiön kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan ennustamme olevan noin 31 % vuosina 2026-2029.

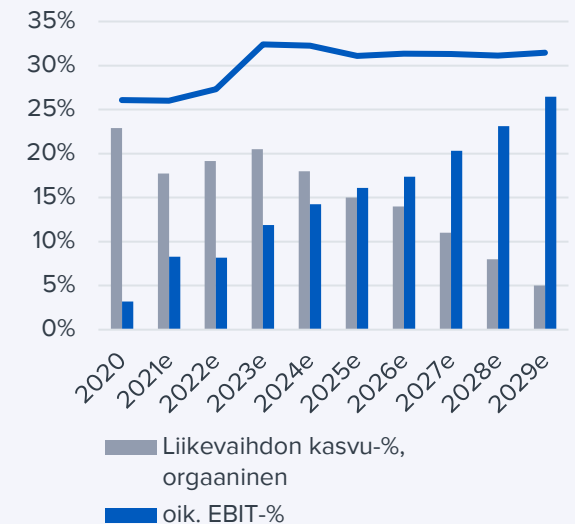
Lisäsimme ennusteisiin hieman turvamarginaalia

Tarkastelimme tämän raportin yhteydessä ennusteitamme ja laskimme hieman orgaanisen kasvun odotuksiamme. Liikevaihdon ennusteemme laskivat tästä johtuen noin 2 %-yksikköä lähivuosille. Ennustemuutosten taustalla oli oletuksiemme uudelleenarviointi, jonka perusteella näimme kasvuennusteemme olevan edelleen asteen liikaa etukenossa huomioiden yrityskauppakohteiden orgaanisen kasvun vahvistamiseen vaadittava aika.

Liikevaihto ja liikevaihdon orgaaninen kasvu-%



Kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä ("Rule of 40")



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	6,1	6,2	12,4	6,2	7,6	13,8	12,0	13,9	25,9	31,9	38,5	45,4
Käyttökate	0,7	2,6	3,4	0,6	1,1	1,7	1,9	1,9	3,8	4,8	6,4	8,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,5	-1,1	-0,7	-0,8	-1,4	-1,7	-1,9	-3,6	-4,4	-4,0	-3,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,4	0,7	0,0	0,4	0,4	1,2	1,0	2,2	2,6	4,6	6,5
Liikevoitto	0,1	2,1	2,2	0,0	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,4	2,4	4,3
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,2	-1,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Tulos ennen veroja	-1,1	1,9	0,9	-0,1	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,1	2,1	4,1
Verot	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,1	1,9	0,8	-0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	1,7	3,4
EPS (oikaistu)	0,02	0,03	0,05	-0,02	0,09	0,07	0,14	0,15	0,28	0,35	0,63	0,91
EPS (raportoitu)	-0,26	0,42	0,17	-0,02	0,07	0,04	-0,01	-0,01	-0,02	0,02	0,31	0,59

Tunnusluvut	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	18,7 %	6,1 %	12,0 %	1,5 %	21,7 %	11,7 %	93,6 %	83,5 %	88,0 %	23,0 %	20,5 %	18,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-539,7 %	-59,8 %	-17,9 %	-93,8 %	16,0 %	-35,4 %	5680,0 %	135,1 %	385,4 %	21,3 %	75,6 %	41,3 %
Käyttökate-%	11,7 %	42,3 %	27,1 %	10,4 %	14,0 %	12,4 %	15,5 %	13,6 %	14,5 %	15,0 %	16,7 %	18,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	5,9 %	5,5 %	0,3 %	5,6 %	3,2 %	9,6 %	7,1 %	8,3 %	8,2 %	11,9 %	14,3 %
Nettotulos-%	-18,2 %	30,0 %	6,1 %	-1,7 %	4,0 %	1,5 %	-0,4 %	-0,5 %	-0,5 %	0,3 %	4,5 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	26,2	25,9	-1%	32,7	31,9	-2 %	39,4	38,5	-2 %
Käyttökate	3,9	3,8	-4 %	5,1	4,8	-5 %	6,7	6,4	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,3	2,2	-7 %	3,0	2,6	-12 %	5,0	4,6	-9 %
Liikevoitto	0,4	0,2	-48 %	0,8	0,4	-46 %	2,8	2,4	-16 %
Tulos ennen veroja	0,1	-0,1	-173 %	0,5	0,1	-76 %	2,5	2,1	-15 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,31	0,28	-9 %	0,40	0,35	-11%	0,70	0,63	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus 1/2

Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonmäärittäjä

LeadDeskin jatkuva liikevaihdon kasvu ja asteittain nouseva kannattavuus ovat näkemyksemme mukaan yhtiön arvonluonnin ja arvostuksen tärkeimmät ajurit. Yhtiön arvonmäärittäjä on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta. Yhtiön arvosta merkittävä osa perustuu odotuksiin kasvusta ja nousevasta kannattavuudesta, ja arvon muodostavat kassavirrat ovat pääasiassa useiden vuosien päässä.

Nojaamme LeadDeskin arvonmäärittäjässä kannattavuuden ja kasvun yhdistelmään ("Rule of 40") suhteessa liikevaihtokertoimiin. Ohjelmistotalalla yleisesti käytetyssä menetelmässä lasketaan summaksi yhteen liikevaihdon kasvuprosentti ja suhteellinen kannattavuus (käyttäjistä riippuen käyttökate, liikevaihto, tulos tai vapaa rahavirta). Yli 40 % ylittävä summa katsotaan indikaattoriksi liiketoiminnan "hyvästä laadusta".

"Rule of 40" -mittari toimii SaaS-yhtiöille sikäli hyvin, että se huomio yhtiöiden strategisen tasapainottelun kasvupanostuksen ja kannattavuuden välillä. Käytämme LeadDeskin arvostustason määrittämisessä "Rule of 40" -lukua laskettuna oikaistulla liikevoittomarginaalilla, joka huomioi aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistot, mutta jättää ei-kassavirtavaikutteiset yrityskauppojen poistot ulkopuolelle.

Katsomme arvonmäärittäjässä LeadDeskin liikevaihtoa kokonaisuutena. LeadDeskin liikevaihdosta vain murto-osa (9 % H1'21

liikevaihdosta) on palveluliikevaihtoa. LeadDeskin verrokkiryhmän SaaS-yhtiöissä on myös palveluliiketoimintaa vaihtelevilla painoilla mukana, mikä heijastuu näiden yhtiöiden kannattavuuteen ja kasvuun. Siten mielestämme on vertailukelpoisuuden kannalta perusteltua katsoa yhtiön tulovirtoja kokonaisuutena.

Arvostuskertoimet ovat koholla huomioiden lyhyen tähtäimen hitaampi orgaaninen kasvu

LeadDeskin vuosien 2021-2022 ennustetut EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 4,7x ja 3,9x. Nämä kertoimet ovat absoluuttisesti koholla, mutta perusteltavissa toimialan ja yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymillä, skaalautuvalla liiketoimintamallilla sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyydellä.

Olemme valinneet yhtiön kokonaisliikevaihdon kautta arvoa peilaavaan vertailuryhmään pääasiassa pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä, sillä ne heijastelevat hyvin eurooppalaisten ohjelmistoyhtiöiden kasvuodotuksia. Lisäksi nämä yhtiöt ovat skaalaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan selvästi lähempänä LeadDeskiä, kuin kansainväliset SaaS-verrokkit.

EV/Liikevaihto-kertoimilla LeadDesk on arvostettu vuonna 2021-2022 noin 30-40 % alle vertailuryhmän mediaaniin 7,5x-5,4x. LeadDeskille ennustamamme orgaanisen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2022e: 27 %) on verrokkien mediaaniin (2022e: 38%) nähden noin 30 % matalampi, mikä on linjassa arvostuskertoimien alennukseen. Perusteltua alennusta kasvattaa nähdäksemme lisäksi LeadDeskin verrokkiryhmää pienempi kokoluokka, mikä huomioiden yhtiön arvostus on lyhyellä

tähtäimellä kireä.

LeadDeskin kasvuvauhdissa on yrityskauppojen integraatioiden ajan lyhyen tähtäimen hidaste, minkä uskomme väistävän ajan kuluessa kun uusien yritysten resurssit saadaan tehokkaasti valjastettua LeadDeskin yhtenäisen tuoteperheen myyntiin. Olemme siten valmiita katsomaan lyhyen tähtäimen arvostuksen kireyttä läpi sormien.

Huomautamme lisäksi, ettei ennusteemme tai arvonmäärittäjäsemme huomioi kohtuullisille kertoimilla toteutettujen yrityskauppojen sijoittajalle tarjoamaa optiota.

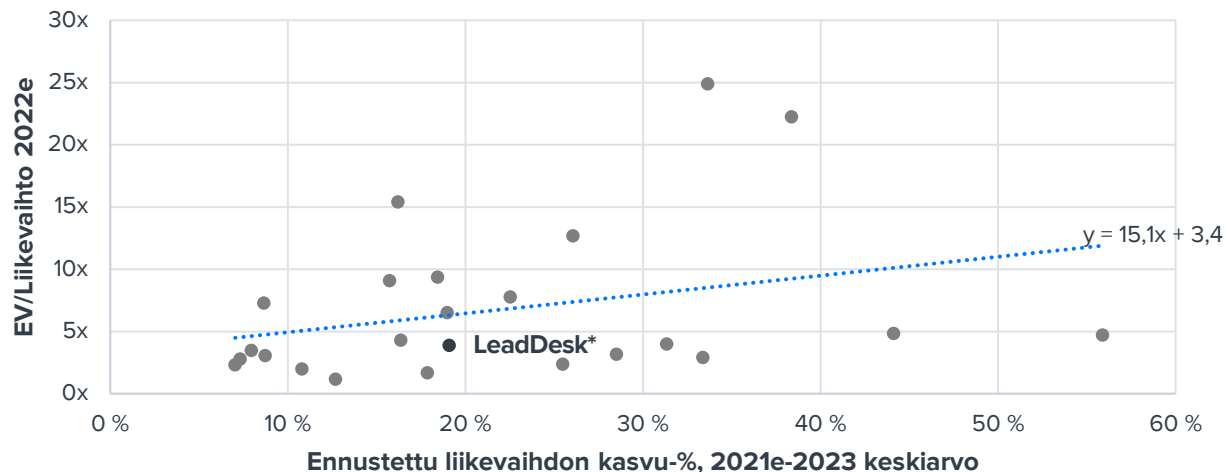
DCF-mallimme indikoi korkeampaa arvostusta

LeadDeskin arvonmäärittäjäsemme rahavirtamallin (DCF) rooli on toimia arvonmäärittäjäsen tarkistusasteena. Yhtiö on tehnyt useita yrityskauppoja ja kasvanut uuteen kokoluokkaan. Uuden kokonaisuuden orgaanisen kasvun taso (H1'21 +15 %) on vielä LeadDeskin edellisvuoden tasoa matalampi (2020 n. 23 %), joten ennusteriskit ovat vielä koholla orgaanisen kasvun piristymisen osalta. Kassavirtamalli antaa kuitenkin hyvän indikaation ennustamamme perusskenaarion kassavirroille.

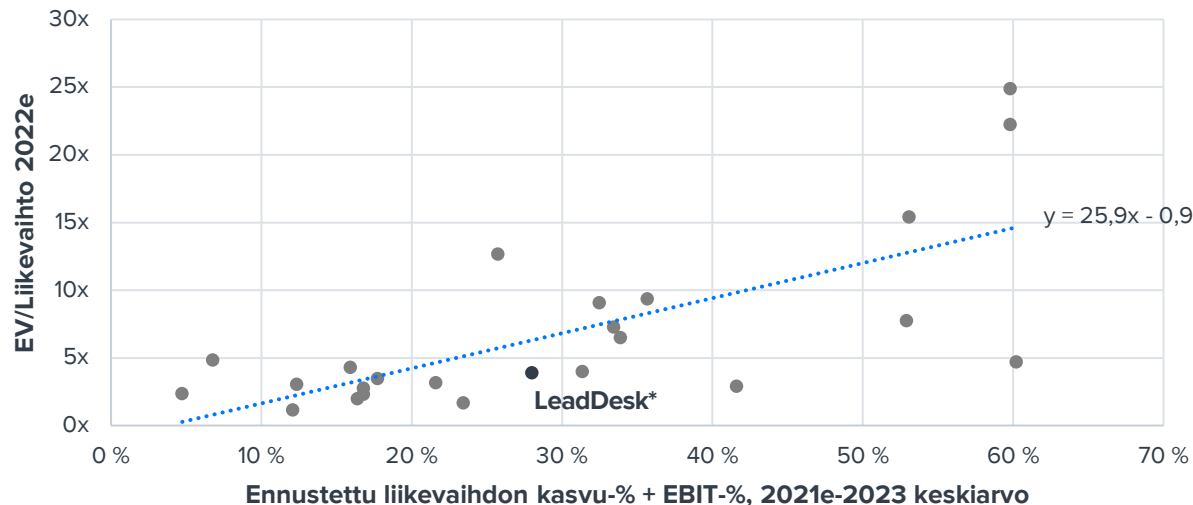
Päivitetyn DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 27,8 euroa. Terminaalioletuksena odotamme liikevoiton olevan 24,0 % ja liikevaihdon kasvun 3,0 %. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 74 %, joka on absoluuttisesti korkealla tasolla, mutta kasvavalle SaaS-yhtiölle nykyisessä korkoympäristössä varsin tyypillinen. Pääoman kustannuksena (WACC) käytämme 9,7 %:ia.

Verrokkien liikevaihtokertoimet suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen

Eurooppalaisten SaaS-verrokkien EV/Liikevaihto-arvostus vuonna 2022 suhteessa kasvuun



Eurooppalaisten SaaS-verrokkien EV/Liikevaihto-arvostus vuonna 2022 suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



- Eurooppalainen SaaS-verrokkiryhmä on koti- ja kohdemarkkinoiltaan nähdäksemme lähellä LeadDeskiä, joka toimii usealla eurooppalaisella markkinalla
- Vaikka verrokkiyhtiöt toimivat eri ohjelmistokategorioissa, on ohjelmistomarkkinoiden kasvunäkymissä nähdäksemme selvää yhtäläisyyttä johtuen pilvipohjaisten ohjelmistojen markkinan rakenteellisesta kasvutrendistä
- LeadDesk on arvostettu alennuksella verrokkeihinsa nähden sekä kasvuun, että kasvuun ja kannattavuuden summaan suhteutetuilla kertoimilla
- Alennus eurooppalaisiin verrokkeihin on mielestämme pääosin perusteltu yhtiön pienemmän kokoluokan takia ja orgaaniseen kasvuvauhtiin liittyvän lyhyen tähtäimen epävarmuuden takia
- Orgaanisen kasvun jatkuessa ja kokoluokan kasvaessa (myös yrityskauppojen tuella) näemme kuitenkin tilaa alennuksen kaventumiselle

* LeadDeskin kasvu oikaistu orgaaniseksi
Lähde: Inderes, Thomson Reuters

Verrokkiryhmän arvostus

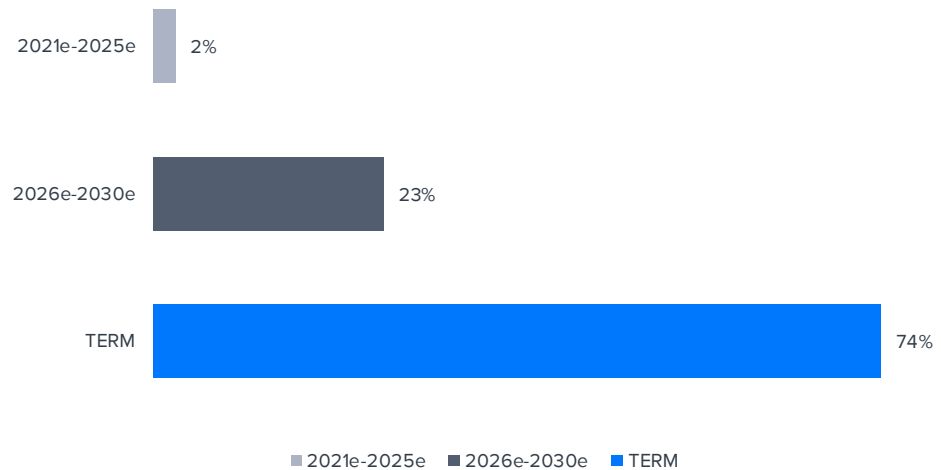
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2022e
24SevenOffice Scandinavia AB	17,0	113	68	neg.	neg.	neg.	neg.	3,0	2,4	30 %	27 %	-22 %	-18 %	10 %
Addnode Group AB (publ)	345,5	1085	1043	36,9	32,3	20,5	18,5	2,6	2,5	4 %	6 %	7 %	8 %	14 %
Admicom Oyj	94,6	469	455	43,3	37,9	37,9	32,5	18,2	15,4	14 %	18 %	42 %	41 %	59 %
Artificial Solutions International AB	7,3	48	58	neg.	neg.	neg.	neg.	8,8	5,4		63 %	-86 %	-23 %	40 %
Bambuser AB	21,5	389	330	neg.	neg.	neg.	neg.	21,4	10,3	420 %	107 %	-116 %	-52 %	55 %
Basware Oyj	33,0	478	524	77,9	37,0	24,3	17,3	3,4	3,0	2 %	11 %	4 %	8 %	19 %
Bimobject AB	7,7	106	71	neg.	neg.	neg.	neg.	5,7	4,6		24 %	-54 %	-24 %	
Briox AB	5,8	24	24	neg.	neg.	neg.	neg.	40,8	24,5	20 %	67 %	-333 %	-200 %	
Carasent ASA	43,5	337	293	100,5	66,2	59,5	46,2	19,7	14,5	108 %	36 %	20 %	22 %	58 %
Efecte Oyj	14,7	93	86		86,2	86,2	43,1	5,1	4,3	15 %	16 %	2 %	7 %	23 %
Enghouse Systems Ltd	55,3	2065	1957			16,9	16,0	6,0	5,5		9 %			
FormPipe Software AB	30,2	159	161	29,7	30,2	12,9	14,3	3,5	3,5	13 %	2 %	12 %	11 %	13 %
Fortnox AB	519,5	3095	3089	100,6	67,5	78,4	55,3	33,1	24,9	37 %	33 %	33 %	37 %	70 %
F-Secure Oyj	4,56	718	707	28,6	24,1	20,0	16,6	3,0	2,8	8 %	7 %	10 %	12 %	19 %
Heeros Oyj	5,36	24	23	23,3	23,3	11,7	7,8	2,6	2,3	6 %	9 %	7 %	14 %	23 %
IAR Systems Group AB	98,60	134	133	12,4	9,1	8,4	6,4	3,3	2,7	10 %	20 %	26 %	30 %	50 %
Lime Technologies AB (publ)	330,20	429	451	52,5	42,3	32,7	26,9	11,2	9,4	20 %	19 %	21 %	22 %	41 %
Litium AB	19,70	27	25	neg.	63,5		18,2	4,1	3,2	24 %	29 %	-18 %	5 %	34 %
Mercell Holding AS	7,26	368	516	neg.	54,3	26,1	16,7	6,9	5,2		33 %	-9 %	10 %	42 %
Pexip Holding ASA	69,95	716	627	neg.	neg.	neg.	neg.	7,6	5,4	28 %	41 %	-35 %	-30 %	10 %
Qt Group Oyj	149,00	3586	3588	119,7	72,7	108,3	72,5	29,8	22,3	51 %	34 %	25 %	31 %	65 %
Safeture AB	9,94	29	27					7,5	4,9	29 %	56 %	-56 %	-14 %	41 %
Simcorp A/S	734,20	3975	3967	29,7	26,2	26,9	24,2	8,0	7,3	8 %	10 %	27 %	28 %	37 %
Sinch AB (publ)	169,25	11998	10946	133,7	47,6	88,1	35,8	7,0	4,7	107 %	48 %	5 %	10 %	58 %
Smart Eye AB (publ)	188,60	362	325					31,6	10,5	58 %	202 %	-111 %	-22 %	180 %
Talenom Oyj	13,56	589	628	41,7	32,4	23,1	19,2	7,6	6,5	26 %	17 %	18 %	20 %	37 %
Vitec Software Group AB (publ)	499,50	1526	1609	52,9	45,6	26,7	23,4	10,2	9,1	25 %	12 %	19 %	20 %	32 %
LeadDesk (Inderes)*	22,50	120	123	47,6	26,5	25,9	18,9	4,7	3,9	18 %	19 %	8 %	8 %	27 %
Keskisarvo		1181	1138	58,9	44,4	39,4	26,9	11,5	8,0	46 %	35 %	-22 %	-2 %	43 %
Mediaani		379	391	43,3	40,1	26,4	19,2	7,5	5,4	24 %	24 %	6 %	10 %	38 %
Erotus-% vrt. mediaani		-68 %	-69 %	10 %	-34 %	-2 %	-2 %	-37 %	-28 %	-26 %	-19 %	35 %	-16 %	-29 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. *Kasvu ja EBIT oikaistu yrityskauppojen vaikutuksesta

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	0,3	0,2	0,4	2,4	4,3	6,2	8,1	11,2	14,3	18,0	18,5	
+ Kokonaispoistot	1,4	3,6	4,4	4,0	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2	4,0	3,7	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,7	-1,1	-1,5	-2,2	-2,9	-3,6	-3,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	1,0	0,1	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	2,6	3,8	5,2	6,5	8,0	9,6	11,2	13,7	16,1	18,7	18,7	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-4,6	-20,3	-3,2	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,0	-16,6	2,0	4,7	6,0	7,6	9,1	11,4	13,8	16,2	16,3	
+/- Muut	0,3	3,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,7	-13,5	3,5	4,7	6,0	7,6	9,1	11,4	13,8	16,2	16,3	250
Diskontattu vapaa kassavirta		-13,2	3,1	3,8	4,5	5,1	5,6	6,4	7,0	7,6	6,9	106
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		143	156	153	150	145	140	134	128	121	113	106
Velaton arvo DCF		143										
- Korolliset velat		-0,5										
+ Rahavarat		4,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		148										
Oman pääoman arvo DCF per osake		27,8										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likvideettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/2

Skenaarioiden valossa arvostus on houkutteleva, mutta näkyvyys kasvuvauhtiin vielä rajallinen

Käytämme arvonmäärityksen tukena skenaarioita, joilla arvioimme LeadDeskin arvostusta vuonna 2025. Oikaisemme skenaarioiden liikevoitot liikearvopoistoista. Peilaamme tästä muodostuvaa sijoittajan nykyhetkessä odottamaa vuotuista tuotto-odotusta kannettuihin riskeihin. Näkyvyys LeadDeskin orgaaniseen kasvuvauhtiin on vielä hieman sumea, sillä yrityskaupat muuttavat yhtiötä olennaisesti. Vuosi 2025 on siten varsin kaukana oleva tarkastelupiste yhtiön arvonmääritykselle. Skenaariot havainnollistavat kuitenkin hyvin yhtiön potentiaalia strategian toteutuksen onnistuessa.

Perusskenaariossa (nykyennusteet) LeadDeskin liikevaihto kasvaa noin 19 %:n vuosivauhtia 2021-2025. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus on hyvä 11 %, joskin se sisältää jonkin verran epävarmuutta orgaanisen kasvun vauhdin osalta.

Pessimistisessä skenaariossa LeadDeskin liikevaihto kasvaa heikosti noin 7 % vuodessa. Tämä olisi markkinan trendit huomioiden hyvin matala taso, ja vaatisi yhtiöltä merkittäviä ongelmia kasvunsa hallinnassa ja yritysostojen integraatiossa. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus on -9 %, mikä korostaa hyvin kasvuyhtiön arvostukseen liittyviä riskejä.

Optimistisessä skenaariossa LeadDeskin liikevaihto kasvaa keskimäärin 23 % vuodessa.

Tässä skenaariossa yrityskauppakohteiden orgaaninen kasvu nousee nopeasti kohti koronapandemian yli 20 %:n tasoa odotuksiamme vahvemman Enterprise-myyntin ja erinomaisesti onnistuvien uusien maiden avaamisen tuella. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus olisi erittäin houkutteleva 21 %.

Skenaarioiden indikoimissa tuotto-odotuksista olemme huomioineet nykytason arvostuskertoimiin liittyvät riskit. SaaS-ohjelmistoyhtiöitä hinnoitellaan historiallisen korkeilla kertoimilla globaalisti. Mielestämme pidemmällä aikavälillä on perusteltua varautua kertoimien laskun tuotto-odotusta heikentävään vaikutukseen. Skenaariomme eivät huomioi uusia yrityskauppoja.

Arvostuksen skenaarioanalyysi

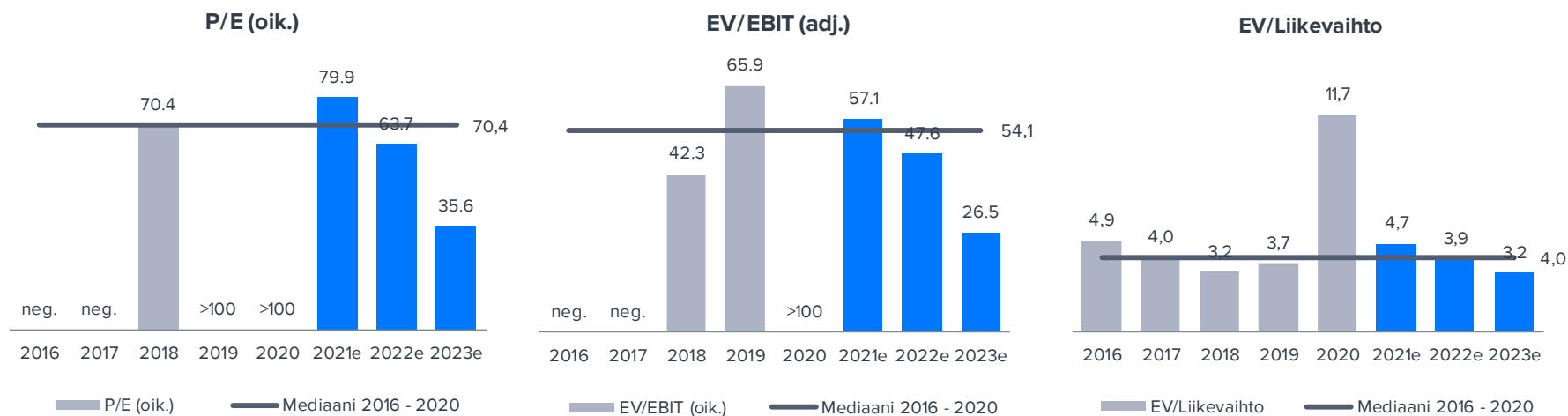
Vuonna 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	5 %	15 %	19 %
Muuttuja liikevoitto-% (oik.)	8 %	16 %	18 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	37	52	60
x kerroin liikevaihto	2,5	3,5	4,5
x kerroin liikevoitto (oik.)	18	22	25
("Rule of 40")	13 %	31 %	37 %
= EV (EV/liikevaihto)	91	183	270
= EV (EV/liikevoitto (oik.))	53	185	271
Keskisarvo (EV)	72	184	271
+Nettokassa+osingot	14	18	21
=Markkina-arvo	86	201	292
Osakekurssi 2025 (sis osingot)	14,9	34,9	50,6
Tuotto	-34 %	55 %	125 %
Vuotuinen tuotto (5v)	-9 %	11 %	21 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,50	7,50	7,50	11,0	35,0	22,5	22,5	22,5	22,5
Osakemäärä, milj. kpl	4,54	4,54	4,54	4,43	4,67	5,34	5,54	5,62	5,69
Markkina-arvo	34	34	34	51	166	120	125	126	128
Yritysarvo (EV)	36	36	35	45	161	123	124	121	117
P/E (oik.)	neg.	neg.	70,4	>100	>100	79,9	63,7	35,6	24,7
P/E	neg.	neg.	>100	64,3	>100	neg.	>100	72,4	37,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	18,7	6,4	neg.	neg.	35,8	27,0	21,2
P/B	77,2	90,5	47,0	6,7	17,9	6,6	6,3	5,8	5,1
P/S	4,7	3,7	3,1	4,1	12,0	4,6	3,9	3,3	2,8
EV/Liikevaihto	4,9	4,0	3,2	3,7	11,7	4,7	3,9	3,2	2,6
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	19,3	25,6	94,0	32,6	25,9	18,9	14,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	42,3	65,9	>100	57,1	47,6	26,5	18,1
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



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	3,7	4,1	9,0	23,2	22,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	2,8	3,2	8,0	22,3	21,6
Käyttöomaisuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
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	6,7	6,2	5,4	7,1	10,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,2	1,3	2,6	3,2	3,8
Likvidit varat	5,5	4,8	2,7	3,9	6,9
Taseen loppusumma	10,5	13,1	29,0	29,6	31,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	7,6	9,3	18,2	19,9	21,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-4,1	-3,9	-4,0	-3,9	-2,2
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	11,6	13,1	22,2	23,7	23,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,4	0,2	5,1	3,0	2,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,1	5,1	3,0	2,0
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	2,5	3,7	5,7	6,7	7,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	0,4	1,0	1,0	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,2	3,3	4,7	5,7	6,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	10,5	13,1	29,0	29,6	31,0

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	11,0	12,4	13,8	25,9	31,9	EPS (raportoitu)	0,07	0,17	0,04	-0,02	0,02
Käyttökate	1,8	3,4	1,7	3,8	4,8	EPS (oikaistu)	0,11	0,05	0,07	0,28	0,35
Liikevoitto	0,8	2,2	0,3	0,2	0,4	Operat. kassavirta / osake	0,48	0,67	0,56	0,71	0,94
Voitto ennen veroja	0,4	0,9	0,3	-0,1	0,1	Vapaa kassavirta / osake	0,40	1,79	-0,37	-2,53	0,63
Nettovoitto	1,0	0,8	0,2	-0,1	0,1	Omapääoma / osake	0,16	1,70	1,99	3,42	3,58
Kertaluontoiset erät	-0,1	1,5	-0,1	-2,0	-2,2	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	5,2	10,5	13,1	29,0	29,6	Liikevaihdon kasvu-%	21 %	12 %	12 %	88 %	23 %
Oma pääoma	0,7	7,6	9,3	18,2	19,9	Käyttökateen kasvu-%	12152 %	-4 %	-3 %	120 %	27 %
Liikearvo	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-207 %	-18 %	-35 %	385 %	21 %
Nettovelat	1,2	-4,8	-4,3	3,4	0,1	EPS oik. kasvu-%	-145 %	-53 %	36 %	315 %	26 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	16,6 %	14,3 %	12,4 %	14,5 %	15,0 %
Käyttökate	1,8	3,4	1,7	3,8	4,8	Oik. Liikevoitto-%	7,6 %	5,5 %	3,2 %	8,3 %	8,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	-0,1	1,0	0,1	0,5	Liikevoitto-%	7,0 %	17,9 %	2,2 %	0,7 %	1,3 %
Operatiivinen kassavirta	2,2	3,0	2,6	3,8	5,2	ROE-%	60,8 %	18,3 %	2,4 %	-0,9 %	0,5 %
Investoinnit	-1,0	-1,0	-4,6	-20,3	-3,2	ROI-%	24,6 %	40,2 %	3,3 %	1,1 %	1,7 %
Vapaa kassavirta	1,8	8,0	-1,7	-13,5	3,5	Omavaraisuusaste	13,9 %	72,2 %	70,8 %	62,9 %	67,1 %
						Nettovelkaantumisaste	168,2 %	-63,9 %	-46,4 %	18,4 %	0,6 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	3,2	3,7	11,7	4,7	3,9						
EV/EBITDA (oik.)	19,3	25,6	94,0	32,6	25,9						
EV/EBIT (oik.)	42,3	65,9	>100	57,1	47,6						
P/E (oik.)	70,4	>100	>100	79,9	63,7						
P/B	47,0	6,7	17,9	6,6	6,3						
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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
05/11/2019	Lisää	10,80 €	10,10 €
22/01/2020	Vähennä	13,10 €	13,80 €
17/02/2020	Vähennä	14,00 €	14,30 €
19/03/2020	Lisää	9,00 €	8,40 €
09/06/2020	Lisää	11,50 €	10,70 €
..... <i>Analyytikko vaihtuu</i>			
31/08/2020	Lisää	16,50 €	15,60 €
29/09/2020	Lisää	20,00 €	18,70 €
30/11/2020	Lisää	25,50 €	23,40 €
07/01/2021	Myy	26,00 €	34,20 €
19/02/2021	Vähennä	27,00 €	31,00 €
19/03/2021	Lisää	27,00 €	25,40 €
07/07/2021	Osta	27,00 €	21,80 €
30/08/2021	Lisää	28,00 €	25,70 €
06/10/2021	Lisää	26,00 €	22,50 €

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

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

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

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

Inderes Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**