

LeadDesk

Laaja raportti

20.12.2022 20:50



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.

Hintaansa parempi

LeadDesk on SaaS-ohjelmistoyhtiö, jonka tuote tehostaa yritysten myyntiä ja asiakaspalvelua Euroopassa. Yhtiön historialliset näytöt kasvusta ovat lyhyen aikavälin haasteiden yli katsoen hyvät. Vahvan markkinakasvun, tarjonnan kilpailukyvyyn ja hyvän strategian toimeenpanon ajamana odotamme yhtiön lähivuosien orgaanisen kasvun olevan 10-13 %:n tasolla. Osakkeen arvostus (23e EV/S: 1,4x) on tähän suhteutettuna hyvin houkutteleva ja sisältää mielestämme perusteettoman varovaiset odotukset yhtiölle. Toistamme Osta-suosituksen ja 10,0 euron tavoitehintamme.

LeadDesk tehostaa eurooppalaisten yritysten myyntiä ja asiakaspalvelua SaaS-ohjelmistolla

LeadDeskin tuotteen keskeinen arvo myynti- ja asiakaspalveluorganisaatioille on asiakaskontaktien hallinnan tehokkuuden kasvu, sillä se keskittää useita viestintäkanavia yhden ohjelmiston kautta hallittavaksi ja mahdollistaa viestinnän automaatiota (esim. chatbotit). Ratkaisu kattaa korkean volyymin asiakasviestinnän asiakkaalta yritykselle (Inbound-myynti ja asiakaspalvelu) ja yritykseltä asiakkaalle (Outbound-myynti). Yhtiö on kasvanut vahvasti Suomessa ja Euroopassa läpi sen historian (2015-2021 orgaaninen kasvu noin 16 % vuodessa) ja ylläpitänyt viime vuodet neutraalia kannattavuutta. LeadDeskin liiketoimintamalli nojaa vahvasti jatkuviin ja skaalautuviin tulovirtoihin.

Pilvimurros tukee Euroopan valloitus suunnitelmia, joilla on näyttöjen valossa myös katetta

LeadDeskin kohdemarkkina on pilvimurroksen myötä vahvassa kasvussa (arviolta ~17 % vuosittain) ja yhtiöllä on mielestämme uskottava strategia markkinan myötätuulesta hyötymiseksi. LeadDeskin tuote on arviomme mukaan hyvin kilpailukykyinen Euroopassa erityisesti SME-segmentissä, jossa sen näytöt uusien markkinoiden avaamisesta ovat hyvät. Yhtiö on myös laajentanut kohdemarkkinoitaan lisäämällä vuodesta 2020 alkaen kasvupanostuksiaan Enterprise-segmenttiin ja on voittanut segmentistä jo useita suuria asiakkuuksia. LeadDesk on myös vahvistunut kilpailukykyään ja markkina-asemaansa järkevästi hinnoitelluilla yritysostoilla (2020-21: 4 kpl) ja näemme yhtiöllä edellytykset luoda jatkossakin omistaja-arvoa erityisesti teknologiavetoisilla yrityskaupoilla.

Odotamme lähivuosien kasvun pysyvän hyvänä Enterprise-segmentin noustessa tasavertaiseksi kasvumoottoriksi

LeadDeskin kasvu on viimeisen 18 kk:n aikana kärsinyt monista takaiskuista, joita pidämme kertaluonteisina hidasteina. Odotamme yhtiön orgaanisen kasvun olevan noin 9-10 % vuosina 2022-23 vaikeammassa markkinassa. Vuosina 2024-26 ennustamme kasvun kiihtyvän 12-13 %:n tasolle, joka on alle sen historiallisten tasojen. Näemme kasvun jakautuvan melko tasaisesti Enterprise ja SME-asiakkaiden välillä ja painottuvan vahvemmin Suomen ulkopuolelle. Nykyisillä kasvuennusteillamme näemme edellytykset kannattavuuden (oik. EBIT) asteittaiseen skaalautumiseen vuoden 2022 2 %:n tasolta 14 %:iin vuonna 2026. Pitkällä tähtäimellä odotamme kilpailutilanteen kiristyvän, mutta näemme yhtiöllä olevan merkittävää kannattavuuspotentiaalia (noin 20-22 %:n EBIT-%) korkeiden myyntikatteiden (2021: 75 % liikevaihdosta) ja asiakaslaajennuksien hyvien historiallisten näyttöjen ansiosta.

Tuotto-odotus erittäin houkutteleva mikäli kuluneen vuoden haasteet jäävät väliaikaisiksi

Pidämme LeadDeskin arvostusta houkuttelevana absoluuttisesti (2023e EV/S 1,4x, orgaaninen kasvu ~10-13% vuodessa) ja verrokkien mediaanilukuihin (2023e 3,6x, kasvu 15 % sis. M&A) nähden. Osake on myös 52 % alle DCF-mallimme indikoiman arvon (15,4 €/osake), kertoen merkittävästä pitkän aikavälin potentiaalista yhtiön strategian onnistuessa. Markkina vaikuttaa hinnoittelevan yhtiölle kasvun tyrehtymistä ja matalaa skaalautumispotentiaalia, mistä olemme selvästi eri mieltä. Näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen hyvin houkuttelevana.

Suositus

Osta

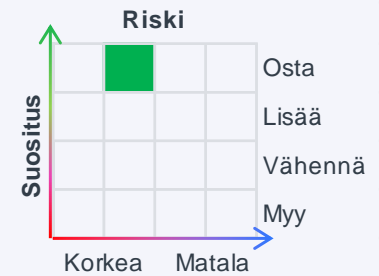
(aik. Osta)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

7,44



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	24,6	28,0	30,7	34,8
kasvu-%	78 %	14 %	10 %	13 %
EBIT oik.	1,1	0,7	1,5	2,9
EBIT-% oik.	4,6 %	2,4 %	4,8 %	8,4 %
Nettotulos	-1,3	-2,0	-1,4	0,2
EPS (oik.)	0,08	0,03	0,08	0,38

P/E (oik.)	>100	>100	88,0	19,8
P/B	6,0	2,2	2,4	2,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	65,8	29,6	14,6
EV/EBITDA	37,7	13,7	10,3	7,1
EV/Liikevaihto	4,7	1,6	1,4	1,2

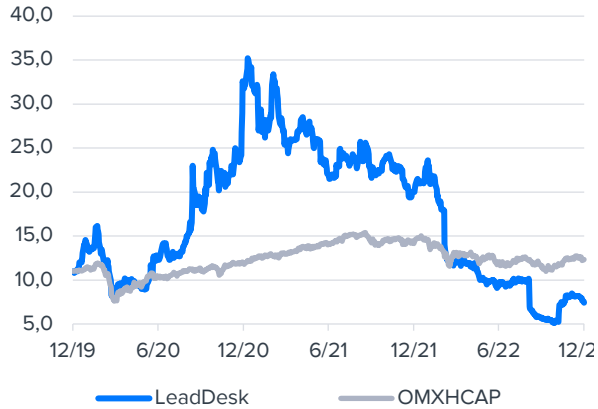
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

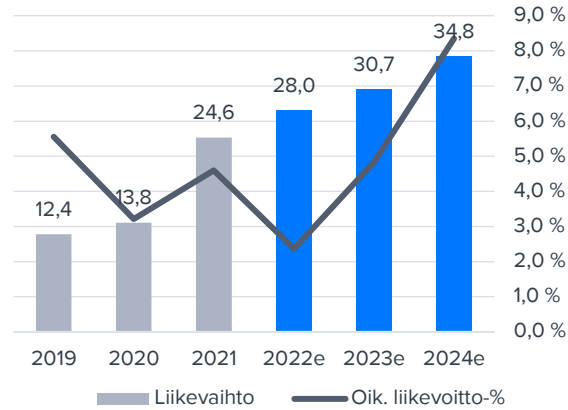
Yhtiö ohjeistaa vuoden 2022 liikevaihdon vuosikasvun olevan 13-18 % sekä kannattavuuden olevan käyttökatteella ja liiketoiminnan rahavirralla mitattuna positiivinen. Ohjeistus ei huomioi merkittävän kokoisten yrityskauppojen vaikutusta liikevaihtoon tai kannattavuuteen.

Osakekurssi



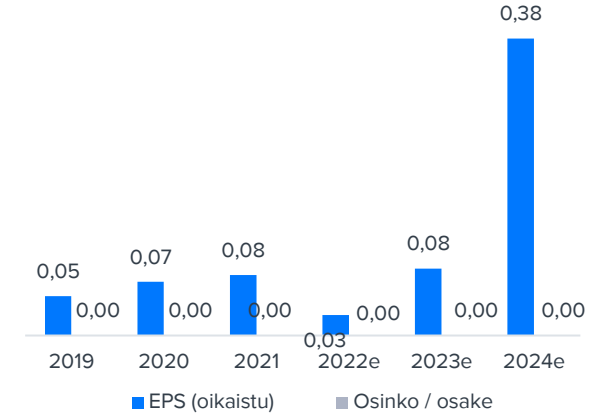
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Pilvimurroksessa 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	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,44	7,44	7,44
Osakemäärä, milj. kpl	5,46	5,48	5,49
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	44	44	43
P/E (oik.)	>100	88,0	19,8
P/E	neg.	neg.	>100
P/Kassavirta	neg.	>100	22,5
P/B	2,2	2,4	2,4
P/S	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA (oik.)	13,7	10,3	7,1
EV/EBIT (oik.)	65,8	29,6	14,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Liiketoiminnan riskiprofiili ja sijoitusprofiili	12-13
Markkinat ja kilpailukenttä	14-19
Strategia	20-23
Taloudellinen tilanne	24-26
Ennusteet	27-31
Arvonmääritys	32-37
Taulukot	38-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

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

23,8 MEUR

Jatkuvan liikevaihdon sopimuskanta (ARR), Q3/2022

+40 % 2012-2021

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (sis. yrityskaupat ja -myynnit)

+16 % 2015-2021

Liikevaihdon keskimääräinen orgaaninen vuosikasvu, Inderes arvio

91 %

Jatkuvan liikevaihdon sopimuskanta liikevaihdosta, 2021

185

Henkilöstö H1/2022 lopussa

57 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus H2/2021

2010-2016

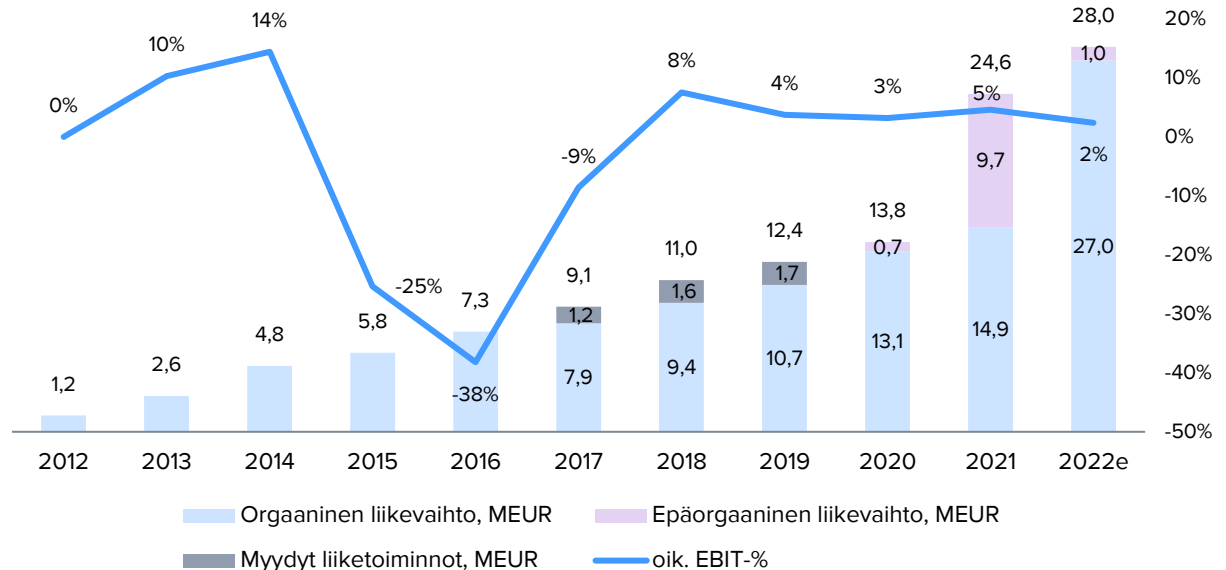
- Yhtiö perustetaan Suomessa (2012)
- Ruotsin tytäryhtiö (2013)
- Saksan ja Norjan tytäryhtiöt (2014)
- Yhtiöön tehdään 5,5 MEUR pääomasijoitus (2015)
- Hollannin tytäryhtiö (2015)
- Tanskan tytäryhtiö (2016)

2017-2020

- Toimintaa tehostetaan ja operatiivinen tulos kääntyy positiiviseksi (2017)
- 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)

2021-

- 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)
- Ranskan tytäryhtiö (2022)
- Energiakriisi lamaannuttaa myyntityön ja LeadDeskin tuotteen käytön energiasektorilla (2022)



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. Käytännössä myyjät ja asiakaspalvelijat siis käyttävät yhtiön ohjelmistoa esimerkiksi myyntipuheluiden soittamiseen ja asiakasviesteihin tai -puheluihin vastaamiseen.

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 on listautumisensa jälkeen ollut aktiivinen yritysjärjestelyissä, ja niistä on muodostunut sille tärkeä työkalu liiketoiminnan kasvattamiselle. Vuonna 2020 yhtiö laajentui Espanjaan ja 2022 Ranskaan. Tällä hetkellä LeadDesk tutkii uusien

maiden avaamista (mm. Italia), mutta toistaiseksi vaikeammasta markkinatilanteesta sekä viimeaikaisista haasteista johtuen yhtiö etenee uusien markkinoiden kanssa konservatiivisesti.

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.

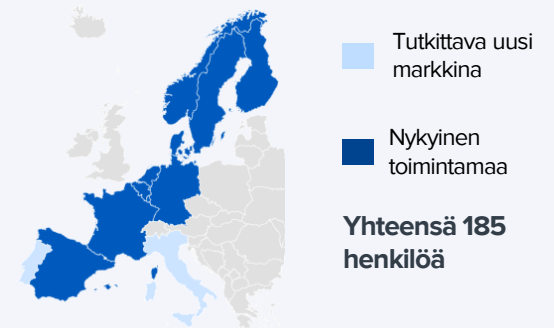
Yhtiön ohjelmisto on suunniteltu alun perin erityisesti ulospäin suuntautuvan (Outbound) myynnin tarpeisiin, mutta ohjelmisto on laajennettu kattamaan myös sisäänpäin kohdistuvan (Inbound) myynnin sekä asiakaspalvelun tarpeet. Tuote kattaa nykyisellään laajasti asiakasyhteydenpidon eri kanavia (puhelut,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



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma,
%, H1/2022



Toimintamaat,
H1/2022, henkilöstön määrä



Ratkaisun korkean tason käyttökohteet



Asiakaspalvelu ja
Inbound-myynti



Outbound-myynti



Alihankkijoiden
ja organisaation johtaminen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

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 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 (aik. Capricode Systems) 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 jäävä ohjelmisto (Loxysoftin ohjelmistot) 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 hyvin pitkälti omia myyntikanaviaan. Toisin kuin monet muut ohjelmistoratkaisut, LeadDesk ei kevyen ratkaisunsa ansiosta tarvitse integraattoria ohjelmistotoimittajan ja asiakkaan väliin. Enterprise-asiakkaissa käyttöönottojen pidempi kesto (~6-12kk) liittyy pääasiassa käyttöönottoon, mahdolliseen räätälöintiin sekä henkilöstön

kouluttamiseen uuden järjestelmän käyttöön.

Yhtiö tavoittaa asiakkaita suoramyynnin (Outbound) sekä online-myyntin kautta. Ostosta päättää tyypillisesti käyttäjäorganisaation esimies (contact center) ja asiakkaan IT-osasto on harvoin hankinnassa mukana, mikä nopeuttaa myynti- ja käyttöönottosykliä merkittävästi. LeadDesk arvioi mahdollisuuksiaan kumppanimyyntikanavan laajemmassa hyödyntämisessä (esim. Zendesk- ja Salesforce -sovelluskaupat, järjestelmäintegraattorit), mutta toistaiseksi kumppaneilla on yhtiön myynnissä pieni rooli.

LeadDeskin kohdeasiakasryhmää ovat yritykset pienistä aina suuriyrityksiin asti. Ydinkohderyhmää ovat pidempään olleet 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 kuitenkin panostanut erityisesti myös suuriasiakkaiden palvelemiseen, johon on myös vaikuttanut Capricoden ja Loxysoftin merkittävämpi suuriasiakkaiden osuus. Arvioimme Enterprise-asiakkaiden muodostavan noin 25-40 % yhtiön liikevaihdosta.

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

Keskeiset myyntikanavat



Digitaalinen myynti ja markkinointi



Suoramyynti

Tuotteen keskeiset kerrokset

Toiminnallisuus



Viestintäkanavat ("CPaaS")

- LeadDeskin omaan teknologiaan nojaava globaali alusta, joka mahdollistaa viestintäkanavien käytön sen ohjelmistolla.
- Kattaa mm. puhelut, tekstiviestit, sähköpostit, chatit, viestintäpalvelut (esim. WhatsApp), Facebookin ja Instagramin.



Käyttöliittymä

- **Aktiivinen kehitys:** Mobiilisovellus, puhelinmyynti, monikanavainen asiakaspalvelu, chatbot (Jenny) ja puhelinkeskus, Solutions (ent. Capricode)
- **Ylläpitotilassa:** Loxy Inbound, Loxy Outbound.



Toiminnan johtaminen

- **Pelillistäminen ja valmennus**
- **Analytiikka ja Raportointi:** Raportointi, dashboardit, rajapinnat BI-järjestelmiä varten.
- **Laadun hallinta:** Puheluiden nauhoitus, etäkuuntelu, puhelukuiskaus, puheanalyysi
- **Asiakasmatkan hallinnointi:** Automaattinen soitto, asiakasflow, jonot
- **Työvoiman hallinta:** Calabrio (kumppani)

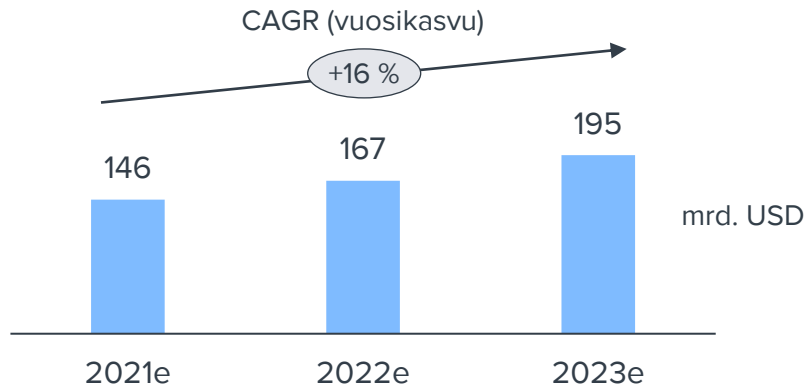


Integraatiot

- Tiedon välitys muihin järjestelmiin: CRM, ERP, tiketointi, palvelunhallinta.
- Välitetään mm. asiakastietoa, myyntiliidejä ja tilauksia.
- Sovellukset ekosysteemeissä (Microsoft, Salesforce, Zendesk)

LeadDesk on toiminut SaaS-mallilla koko historiansa

Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan vahvasti lähivuosina



Lähde: Gartner (10/2022)

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

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 samoja tuotteen 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.

Kuukausittain laskutettavat käyttöpaikkojen määrään (lisenssiin) 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.

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-myyntin ratkaisulla ja laajenevat myöhemmin asiakaspalvelujärjestelmiin.

LeadDeskillä on asiakkaita laajalla toimialakattauksella. Yritysostojen 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 yhdessä maassa, mikä edellyttää yhtiöltä läsnäoloa lähellä asiakkaita.

LeadDeskin tulovirrat ovat korkeakatteisia ja luonteeltaan lähes puhtaasti toistuvia

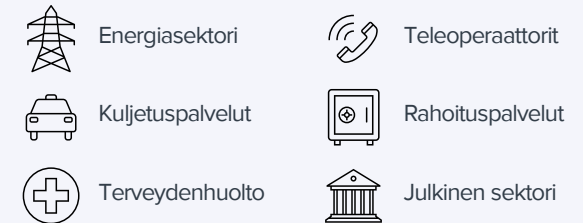
LeadDeskin liiketoimintamallin tulovirrat jakautuvat kolmeen ryhmään: SaaS-lisenssitulot (H1'22: 67 % liikevaihdosta), telepalvelut (22 %) ja asiantuntijapalvelut (11 %). Tulovirroista vain palvelut ovat projektiluonteisia, joten pitkälti koko yhtiön liiketoiminta nojaa jatkuviin tulovirtoihin. Tulovirrat ovat myös hyvin hajautuneita, ja suurimmat 10 asiakasta muodostavat vain noin 21 % yhtiön liikevaihdosta. LeadDeskin asiakkaat toimivat useilla toimialoilla, eikä yhtiön mukaan sen liikevaihto ole myöskään keskittynyt tietyn toimialan asiakkaisiin.

Esimerkkejä LeadDeskin asiakkaista



Lähde: LeadDesk, Inderes

Esimerkkejä LeadDeskin asiakassektoreista



Lähde: Inderes

Liikevaihdon jakauma, H1'22, % liikevaihdosta

10 suurinta asiakasta	Muut asiakkaat
21 %	79 %
Suomi	Muut maat
43%	57 %

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 89-129 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.

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, pois lukien kausiluontoisesti hiljaisemmat kesäkuukaudet. Telepalvelut ovat LeadDeskille arviomme mukaan hyvän marginaalitason (noin 30-50 %), pitkälti toistuvaa myyntiä.

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. Enterprise-myyntin merkityksen kasvu on nostanut hieman palveluliikevaihdon osuutta yhtiön tulovirroista.

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.

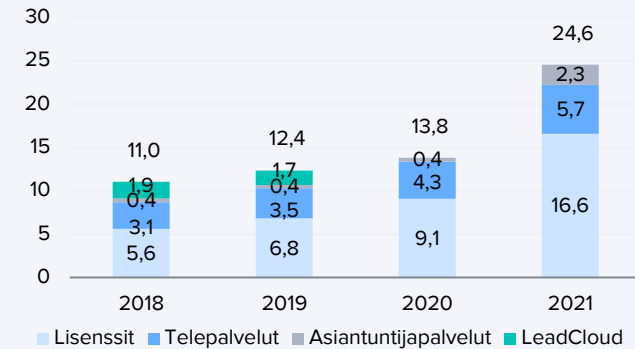
Asiakaspalvelun osalta ohjelmiston käyttö on nähdäksemme varsin defensiivistä ja sen osuus on arviomme mukaan noin puolet LeadDeskin liikevaihdesta. Kuluttajasektorin myynti ja siihen liittyvä ohjelmiston käyttö on nähdäksemme taas herkempi heikommille suhdanteille. Vuoden 2022 energiakriisin ääriesimerkissä sähkösovimusten kuluttajamyynni lähes pysähtyi Euroopassa.

Tästä dynamiikasta johtuen LeadDeskin tulovirtojen kasvu on nähdäksemme jokseenkin syklistä, kun ohjelmiston käyttö ja siten myös laskutus voivat vaihdella eri taloussympäristössä. Asiakaspalvelun osuuden kasvu nähdäksemme kuitenkin lieventää tätä vaikutusta pidemmällä tähtäimellä. Lisäksi mahdollisessa taantumassa LeadDeskin asiakkaiden palvelukeskuksien (contact center) työvoiman saatavuuden parantuminen voi 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

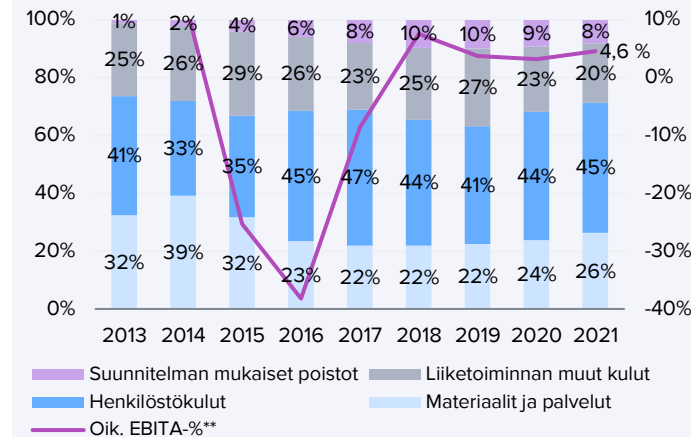
Liikevaihdon jakauma tyypeittäin*, 2018-2021, MEUR



Lähde: Inderes

*LeadCloud-liiketoiminta myytiin vuoden 2019 lopussa

Kustannusjakauma, % operatiivisista kustannuksista



Lähde: Inderes

**Huomioi tuotekehitysmenojen poistot, muttei liikearvon poistoja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

liikevaihtoon. Korkeakatteisen liikevaihdon kasvu (2021 myyntikate-%: 75 %) valuu tällöin kasvun onnistuessa vahvasti tulosriville, jolloin yhtiö voi joko kasvattaa kasvupanoksiaan tai vahvistaa kannattavuuttaan.

LeadDeskin kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (2021: 45 % operatiivisista kustannuksista), osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (20 %), ja tuotekehitysmenojen aktivointeihin painottuvista poistoista ja arvonalenemista (8 %). Materiaalit ja palvelut muodostavat henkilöstön ohella merkittävän kuluerän (26 %). Tämän taustalla ovat pääasiassa televiestintäkapasiteetin tukkuustot ja ohjelmiston vaatimat infrastruktuurikustannukset. Kokonaisuutena henkilöstöön liitännäisten kulujen skaalautuminen on kuitenkin yhtiön kannattavuudelle keskeistä.

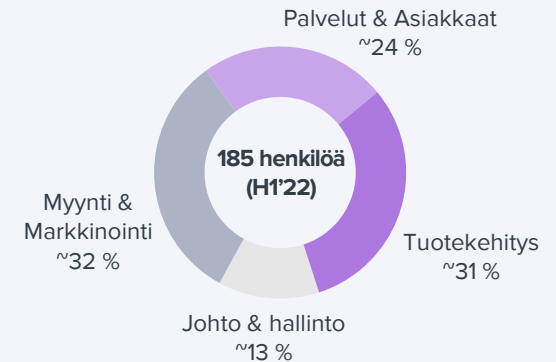
LeadDeskin henkilöstö jakautuu myyntiin ja markkinointiin (~32 %), tuotekehitykseen (~31 % henkilöstöstä), palvelu ja asiakashenkilöstöön (~25 %) sekä johtoon ja hallintoon (~13 %). LeadDesk ei ole julkaissut tarkkoja tietoja henkilöstön jakaumasta, joten luvut perustuvat julkisen tiedon pohjalta tekemäämme arvioon. Vahva painotus myyntiin ja markkinointiin sekä asiakkaiden palvelemiseen 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 kilpailukyvyyn 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 potentiaalilin olevan myynnissä ja markkinoinnissa, tuotekehityksessä sekä hallinnossa.

LeadDeskin pääoman allokointi on kasvupainotteista

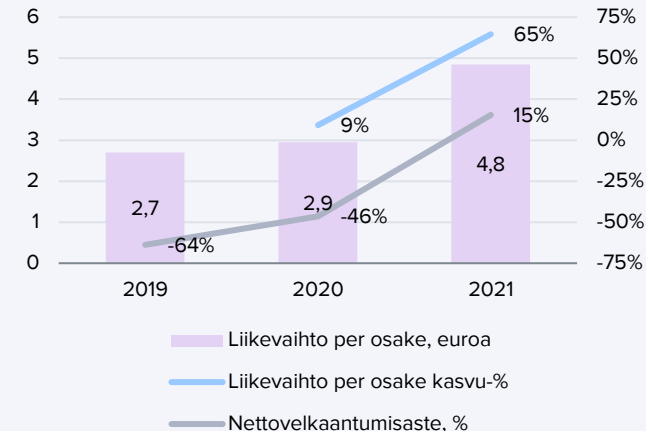
LeadDesk allokoii kassavirtojaan yrityskauppoihin, organiseen kasvuun ja taseensa vahvistamiseen. Yhtiön osakekohtainen liikevaihto on kasvanut huomattavasti, missä kohtuullisin arvostuskertoimin tehdyt yrityskaupat (ks. Strategia-osuus) ovat olleet tärkeässä roolissa. Osa kasvusta on tehty yritysostojen maksuun otetulla velalla, joten tulevaisuudessa taseen vahvistaminen voi nähdäksemme saada väliaikaisesti vahvemman painon. Tarjolla on useita hyviä kohteita pääomille, joten tulonjakoa omistajille (osingot tai omien osakkeiden ostot) yhtiön on tuskin järkevää lyhyellä tähtäimellä tehdä. Käsittelemme yhtiön pääoman allokoitinta tarkemmin raportin Strategia-osuudessa.

Arvio henkilöstön jakaumasta*, % henkilöstöstä



Lähde: LeadDesk, *LinkedIn (11/2022), Inderes
**Huomioi tuotekehitysmenojen poistot, muttei liikearvon poistoja

Liikevaihto per osake, euroa per osake ja kasvu-%



Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvupotentiaali markkinakasvun ja laajentumisen kautta

2.

Skaalautuva, jatkuviin tuottoihin perustuva SaaS-liiketoimintamalli

3.

Kansainvälistyminen pitkällä, kilpailukykyinen tuote kypsässä kehitysvaiheessa

4.

Kokonaisuutena hyvät ja kurinalaiset näytöt kasvun kiihdyttämisestä ja tuotteen parantamisesta yritysostoilla

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
- Hyvät näytöt useiden kansainvälisten markkinoiden avaamisesta
- Enterprise-asiakkaat, yrityskaupat ja uudet markkina-alueet

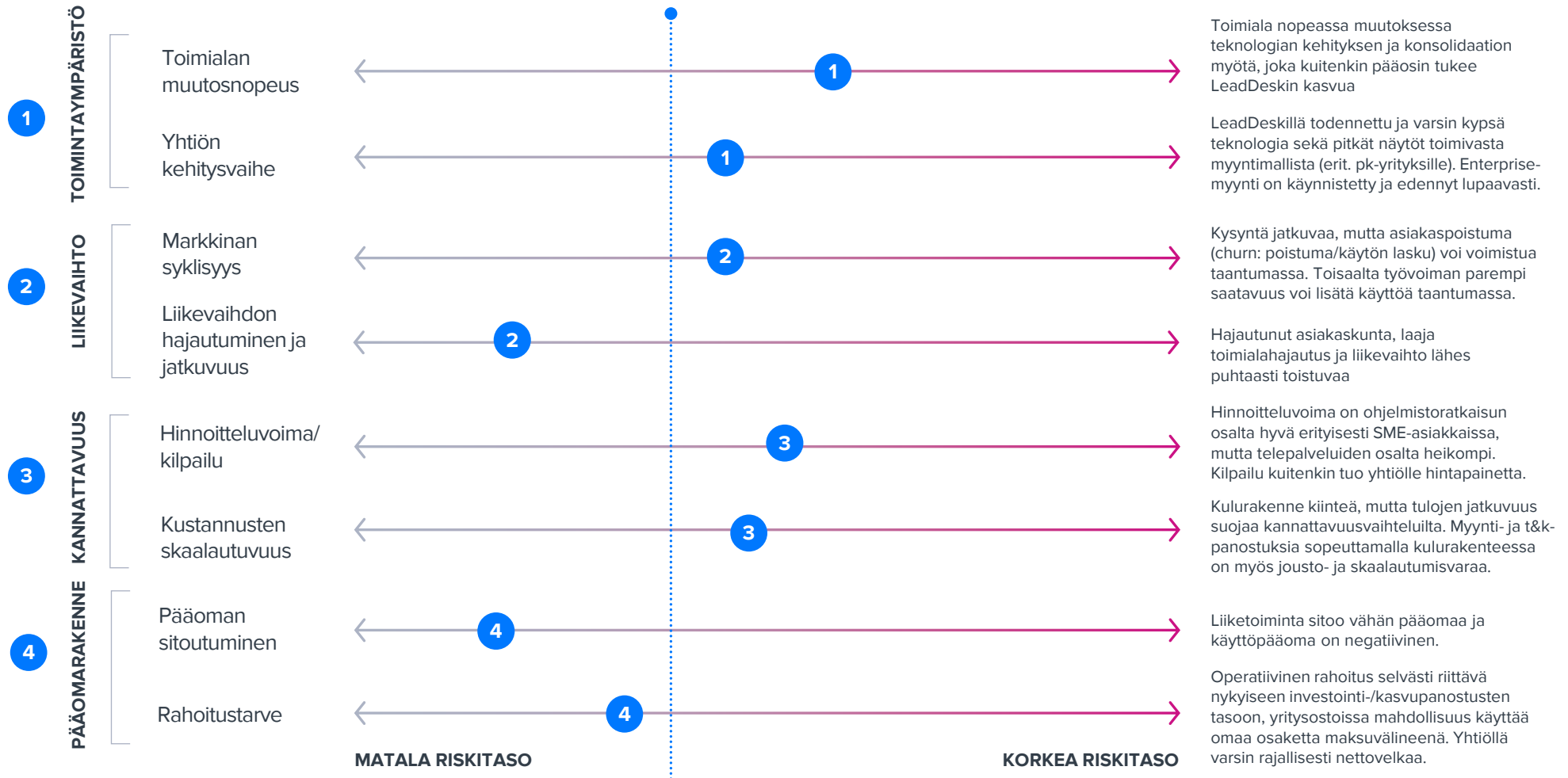
Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio LeadDeskin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Toimiala nopeassa muutoksessa teknologian kehityksen ja konsolidaation myötä, joka kuitenkin pääosin tukee LeadDeskin kasvua

LeadDeskillä todennettu ja varsin kypsä teknologia sekä pitkät näytöt toimivasta myyntimallista (erit. pk-yrityksille). Enterprise-myynti on käynnistetty ja edennyt lupaavasti.

Kysyntä jatkuvaa, mutta asiakaspoistuma (churn: poistuma/käytön lasku) voi voimistua taantumassa. Toisaalta työvoiman parempi saatavuus voi lisätä käyttöä taantumassa.

Hajautunut asiakaskunta, laaja toimialahajautus ja liikevaihto lähes puhtaasti toistuvaa

Hinnoitteluvoima on ohjelmistoratkaisun osalta hyvä erityisesti SME-asiakkaissa, mutta telepalveluiden osalta heikompi. Kilpailu kuitenkin tuo yhtiölle hintapainetta.

Kulurakenne kiinteä, mutta tulojen jatkuvuus suojaa kannattavuusvaihteluilta. Myynti- ja t&k-panostuksia sopeuttamalla kulurakenteessa on myös jousto- ja skaalautumisvaraa.

Liiketoiminta sitoo vähän pääomaa ja käyttöpääoma on negatiivinen.

Operatiivinen rahoitus selvästi riittävä nykyiseen investointi-/kasvupanostusten tasoon, yritysostoissa mahdollisuus käyttää omaa osaketta maksuvälineenä. Yhtiöllä varsin rajallisesti nettovelkaa.

Markkinat ja kilpailukenttä 1/6

LeadDesk toimii suurilla, vahvasti kasvavilla ja varsin vakailta markkinoilla

Globaalisti tarkasteltuna Contact Center as a Service -ohjelmistojen markkinan on arvioitu olevan kooltaan noin 4,4 miljardia dollaria ja kasvavan 18 %:n vuosivauhtia vuosina 2022-2030 (Markets and markets). LeadDesk on laajentunut kohti suurempia asiakkuuksia, minkä myötä alati suurempi osa kohdemarkkinasta ("CCaaS", Call center as a service) on sille relevanttia. Arvioimme kasvun painottuvan Enterprise-asiakkuuksiin, joissa LeadDeskin läsnäolo on vielä rajallinen.

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

Euroopassa LeadDeskin markkinat ovat tyypillisesti paikallisia ja maakohtaisia. Frost & Sullivan arvioivat, että koko Euroopan markkina oli vuonna 2020 noin 0,92 miljardin euron kokoinen ja kasvaa 17,2 %:n vuosivauhtia vuoteen 2026 asti. Nähdäksemme Euroopan markkina Pohjoismaiden ulkopuolella on joka tapauksessa niin suuri, ettei se muodosta ainakaan lähivuosina rajoitetta LeadDeskin kasvuille. Toisaalta yhtiön nykyisissä ja uusissa suunnitteilla olevissa toimintamaissa on pääasiassa hyvät kasvuajurit pilvipalveluiden käytön yleistyessä. Edistyneiden pilvipalveluiden käyttöaste EU-alueella on useissa Keski- ja Etelä-Euroopan maissa edelleen hyvin matala (25-32 % yrityksistä)

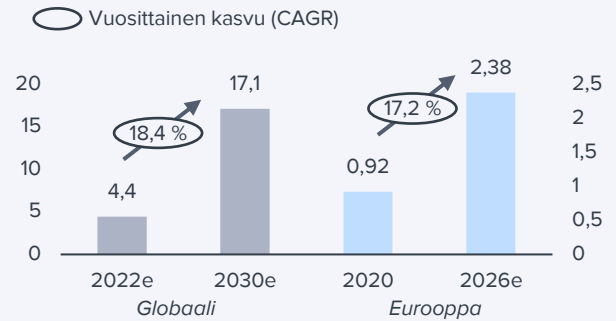
verrattuna Pohjoismaihin ja Alankomaihin ($\geq \sim 60$ %). Näissä maissa odotettu markkinan kasvuvauhti onkin selkeästi Pohjoismaita nopeampi.

Asiakkaat käyttävät alati moninaisempia tapoja viestiä yrityksille (puhutus, chat, WhatsApp, Messenger, sähköposti...). Tämän myötä kasvava työn 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, chatbotit) korostuvat.

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 ole LeadDeskin mukaan esimerkiksi Ruotsissa vaikuttanut markkinaan oleellisesti.

Asiakaspalvelun ja Inbound-myyntien 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. Vaikeammassa taloustilanteessa suuremmissa yrityksissä myös

Contact Center as a Service –ohjelmistojen markkina, mrd. USD



Lähde: Markets and markets, Frost & Sullivan

LeadDeskin kohdemarkkinan kasvun ajurit

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

Lähde: LeadDesk, Inderes

Markkinat ja kilpailukenttä 2/6

järjestelmäpäivityshankkeita lykätään tyypillisesti eteenpäin, kun kehitysbudjeteista leikataan.

Outbound-myyntissä (puhelinmyynti) heikko talousympäristö voisi iskeä alan pieniin ulkoistustoimijoihin kasvattaen konkurssien määrää (ääriesimerkkinä 2022 energiakriisi), mikä kasvattaisi LeadDeskin asiakaspoistumaa segmentissä. LeadDeskin mukaan Outbound-myyntissä sen asiakkaiden kasvua rajoittaa yleensä työntekijöiden saatavuus, mikä kiristyy hyvässä taloussyklissä ja helpottaa heikommassa syklissä. Nyt nähty nopea korkojen nousu ja laaja-alainen inflaatio näkyy kuitenkin laajasti kuluttajien kulutusedellytyksissä, joten markkinan kehitystä on vaikea ennakoita.

LeadDesk kilpailee modernilla tuotteella ja paikallisella läsnäololla

Contact center -ohjelmistoja (CCaaS: call center software as a service) tarjoaa Euroopassa yli 150 yritystä (Frost & Sullivan). 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) on myös yksi tehokkuuden ajureista. Viestintäkanavien laajeneminen ja automaation kehitys taas tekevät ohjelmistojen vaatimuksista monimutkaisempia.

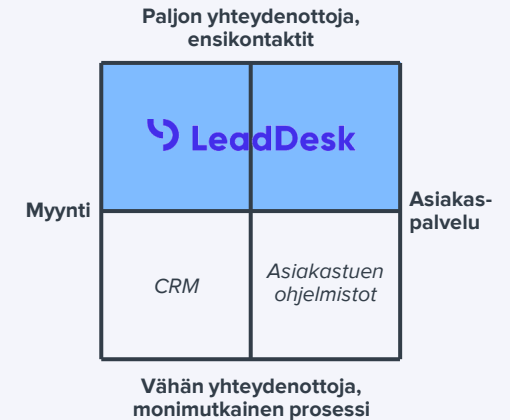
Kilpailussa pärjääminen vaatii mielestämme riittävää kokoluokkaa, jotta tuotteen kilpailukyvyyn ylläpitoon ja vahvistamiseen on riittävät resurssit.

Nähdäksemme pienet pelurit käyvät markkinalla osittain viivytystaistelua laskemalla hintoja. Matalamman investointikyvyn takia heikkenevän tuotteen kilpailukyvyyn myötä emme näe näitä toimijoita relevantteina pitkän aikavälin kilpailijoina. Suurin kilpailu pitkällä tähtäimellä käydäänkin nähdäksemme suurempien toimijoiden kesken.

LeadDeskin suuremman kokoluokan kilpailijoista (esim. Genesys, Five9 ja Talkdesk) vain osalla on merkittävää paikallista toimintaa Euroopassa. Nähdäksemme taustalla on Euroopan markkinan jakautuminen useisiin maihin, joista jokaisessa toimiminen edellyttää läsnäoloa ja asiakastukea paikallisella kielellä. Esimerkiksi yhdysvaltalaisen Five9:n laajentuminen Eurooppaan vaikuttaa etenevän hankalasti ja etenevän lähinnä Isona Britannian. 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.

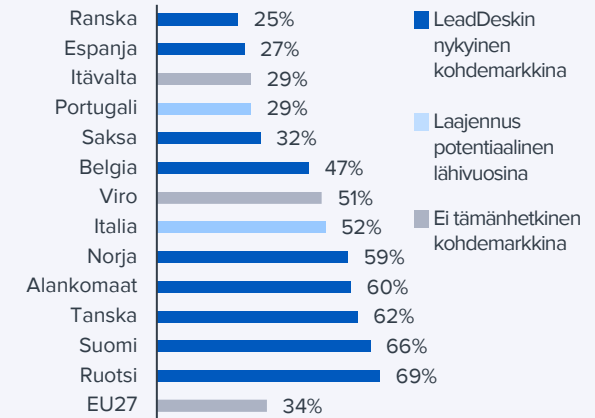
Osa Euroopassa perustetuista kilpailijoista (esim. Talkdesk, Dixia) ovat toisaalta lähteneet hakemaan kasvua mantereen ulkopuolelta suuremmista markkinoista (erityisesti USA). Euroopassa liiketoimintaa pitkäjänteisesti rakentaneet toimijat, kuten LeadDesk, ovat nähdäksemme tällä hetkellä markkinalla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

LeadDeskin asemoituminen asiakasviestinnän ohjelmistokentässä



Lähde: LeadDesk

Edistyneiden* pilvipalveluiden käyttöaste EU-maissa, 2021, % yrityksistä



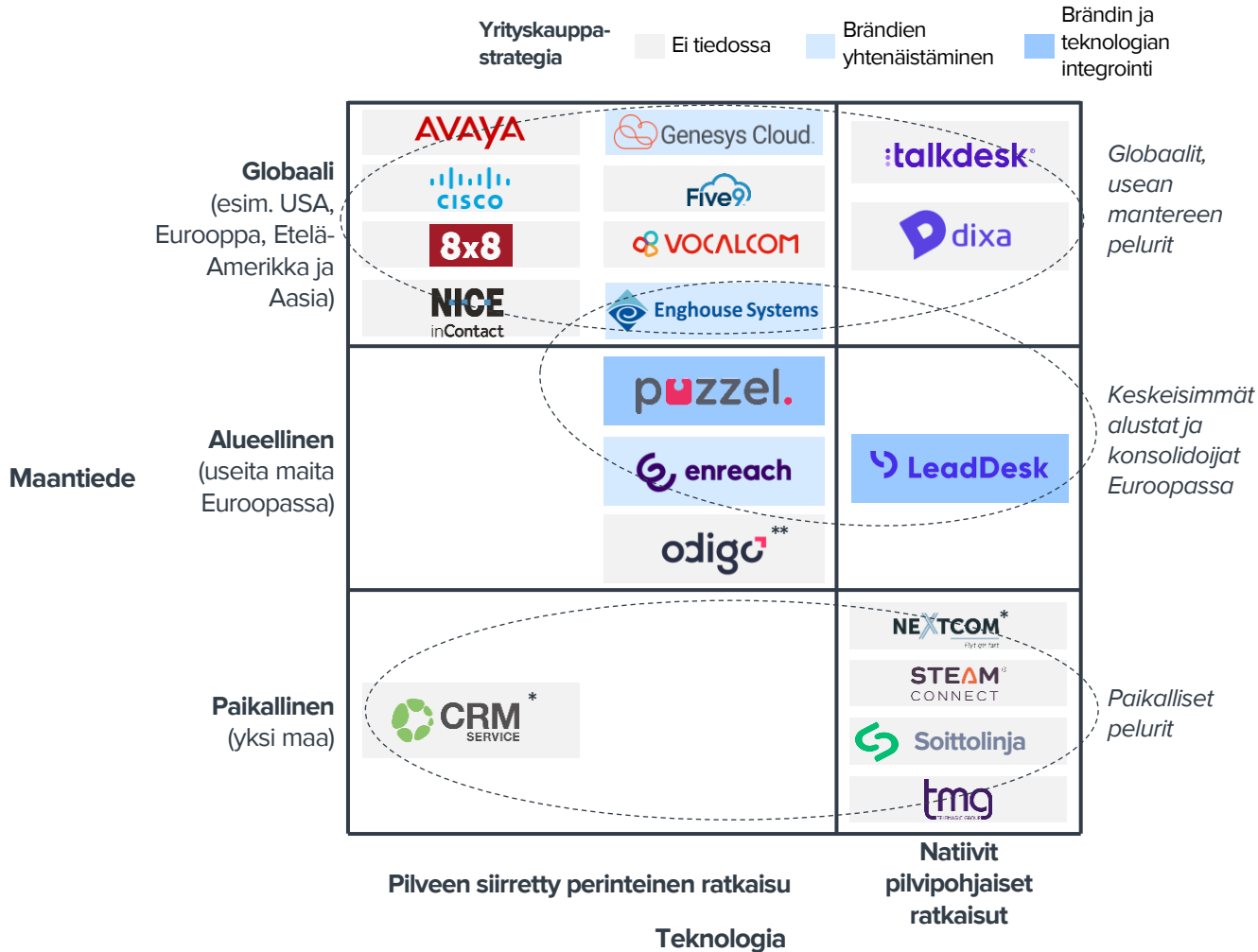
Lähde: Eurostat, Inderes

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

Markkinat ja kilpailukenttä 3/6

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 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, Ranska, Espanja)
- Ei pysty välttämättä tarjoamaan vaikeimmille ja suurimmille asiakkaille vaadittavia palvelukokonaisuuksia tai integraatioita
- Keskustelujen automaatiota (Conversational AI) tarjolla toistaiseksi vain kirjalliseen keskusteluun (Chatbotit), puheen automaatiota (Voicebot) ei vielä tuoteportfoliossa

Markkinat ja kilpailukenttä 4/6

(ei-englannin kielisillä markkinoilla).

Huomautamme, että esimerkiksi suurilla Ranskan ja Espanjan markkinoilla LeadDesk on yhä uuden toimijan asemassa nopeasta kasvusta huolimatta.

Euroopassa näemme puolenkymmentä toimijaa, jotka ovat selvemmin rakentaneet alueellista läsnäoloa (LeadDesk, Puzzel, Enghouse ja Enreach). Tämä joukko laajenee Euroopassa aktiivisesti 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 arviomme mukaan tekee näin. Tällöin tuotekehityspanokset voidaan pitää myynnissä olevan tuoteportfolion kehityksessä ja väistyvät tuotteet kevyemmässä ylläpitomoodissa, 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.

Kilpailutilanne voi muuttua olennaisesti toimialan kypsessä ja konsolidaation edetessä

Tarjonnan kilpailukyky, laajentuminen syvemmälle Eurooppaan, 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, jossa CCaaS-markkinassa on näkyvissä vielä vahvaa kasvua tulevaisuudessa. Globaalit suuret kilpailijat ovat kuitenkin selkein uhka Enterprise-asiakkaiden puolella, eivätkä ainakaan tällä hetkellä SME-markkinalla, joka on LeadDeskin päämarkkina Pohjoismaiden ulkopuolella.

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.

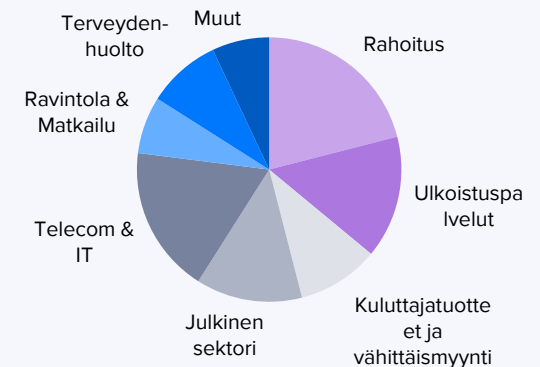
Vaikeammin ennustettava kehitys liittyy nähdäksemme ohjelmistokategorioiden rajat ylittäviin yrityskauppoihin ja laajennuksiin. LeadDesk toimii CCaaS-markkinalla, jossa ohjelmistot tehostavat suuren volyymin asiakasviestintää (asiakaspalvelu ja myynti). Yksi läheinen markkina on yritysten sisäisen viestinnän

Contact Center -markkinan trendejä

- Yritykset haluavat tarjota asiakkailleen parempia asiakaskokemuksia
- Tekoälyn rooli kasvaa asiakaskokemuksessa
- Tekoäly ja Chatbotit määrittävät uudelleen asiakaspyyntöjen ratkaisemisen
- Pilvisiirtymä yhä kovassa kasvussa
- Työntekijöiden hallinta kehittyä
- Agenttien työntekijäkokemuksen kehitys teknologian avulla kriittistä
- Agenttikokemus ja -säilyttäminen muuttuu elintärkeäksi (työntekijävaihtuvuuden minimoiminen)
- Monikanavaisen kommunikaation sujuvuus erittäin tärkeää
- Sosiaalisen median tarjonta nousut yhdeksi ratkaisevaksi alueeksi

Lähde: ISG Provider Lens (9/2022)

CCaaS-markkinan asiakasjakauma toimialoittain, Eurooppa



Lähde: Grandviewresearch, Frost & Sullivan, Inderes

Markkinat ja kilpailukenttä 5/6

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 sekä LeadDeskin Telco-liiketoiminta edustavat.

Näiden kolmen markkinan välillä on tapahtunut useita yrityskauppoja (ks. seuraava sivu). Twilio (CPaaS) on taas laajentunut orgaanisesti CCaaS-markkinalle Twilio Flex –ratkaisullaan. Myös Zoom (UCaaS) julkisti oman CCaaS-tarjoamansa vuoden 2022 alussa englantia puhuvissa maissa, kun yhtiön Five9 (CCaaS) ostotarjous ensin kariutui syksyllä 2021. Tämän kehityksen myötä toimialalle voi syntyä hyvin resursoituja uusia kilpailijoita, joilla on valmius ratkaista asiakkaiden digitaalisen ajan viestintätarpeita nykyisiä toimijoita laajemmin. Yksi toimialan selkeä trendi vaikuttaakin olevan pyrkimys tarjota laajempia kokonaisratkaisuja yritysten viestinnän tarpeisiin.

Toinen mahdollinen toimialan muutos olisi CRM-ohjelmistojen (esim. Hubspot) tai asiakastuen ohjelmistojen (esim. Zendesk) laajeneminen vahvemmin CCaaS-markkinalle. Näiden yhtiöiden strategia on yleisesti ollut tarjota integraatiot muiden CCaaS-ratkaisuille, kuten LeadDeskille. Globaali CRM-johtaja Salesforce kuitenkin julkisti vuoden 2022 lopulla oman laajemman CCaaS-ratkaisunsa. Salesforcesta voi nähdäksemme muodostua tulevaisuudessa todellinen kilpailija.

Samoin Google ja Microsoft ovat julkistaneet vahvasti tekoälyn ympärille kietoutuvat Contact Center –alustansa. Molempien alustat

kumppanoituvat CCaaS-toimittajien kanssa, mutta näyttävät haluavan osansa arvoketjusta. Google ja Microsoft nähdäksemme lyövät vetoa sen puolesta, että automaation ja tekoälyn osuus koko arvoketjusta tulee olemaan merkittävä. Tällaiset teknojättien alustat voisivat antaa nähdäksemme paremmat eväät LeadDeskin kilpailijoille. Yksi varhainen esiviite tästä on mielestämme se, että vanhemman sukupolven toimijat Avaya, Genesys ja NICE alkoivat Microsoftin kanssa yhteistyöhön vuonna 2022.

Globaalien teknojättien tuleminen markkinalle kertoo toisaalta sen houkuttelevuudesta, mutta samanaikaisesti se voi kiristää kilpailua keskipitkällä aikavälillä. Teknojätit (erit. Google ja Microsoft) ovat kuitenkin historiassa laajentuneet moneen suuntaan erilaisin vakavuusastein ja nähdäksemme lähivuodet vasta näyttävät, kuinka tosissaan teknojätit ovat CCaaS-alustojensa kehittämisessä.

Etenkin SME-asiakkaissa korkea asiakkaiden vaihtuvuus tekee uusien kilpailijoiden uhasta relevantin. Ohjelmiston käyttöönotto on pienemmille yrityksille tyypillisesti hyvin nopeaa ja toimittajan vaihdon kustannukset siten myös rajalliset. Kolikon kääntöpuolella tämä sama dynamiikka auttaa LeadDeskiä markkinaosuuksien ottamisessa. Toistaiseksi SME-puolella LeadDesk on kuitenkin kohdannut pääosin teknologisesti vähemmän kehittyneitä pieniä paikallisia kilpailijoita. Uuden kilpailun riskin hallitsemiseksi yhtiön on kuitenkin ylläpidettävä hyvää palvelutasoa ja teknologista kilpailukykyään.

Yrityskauppoja pilviviestinnän ohjelmistojen markkinoilla

Teknologian vahvistaminen

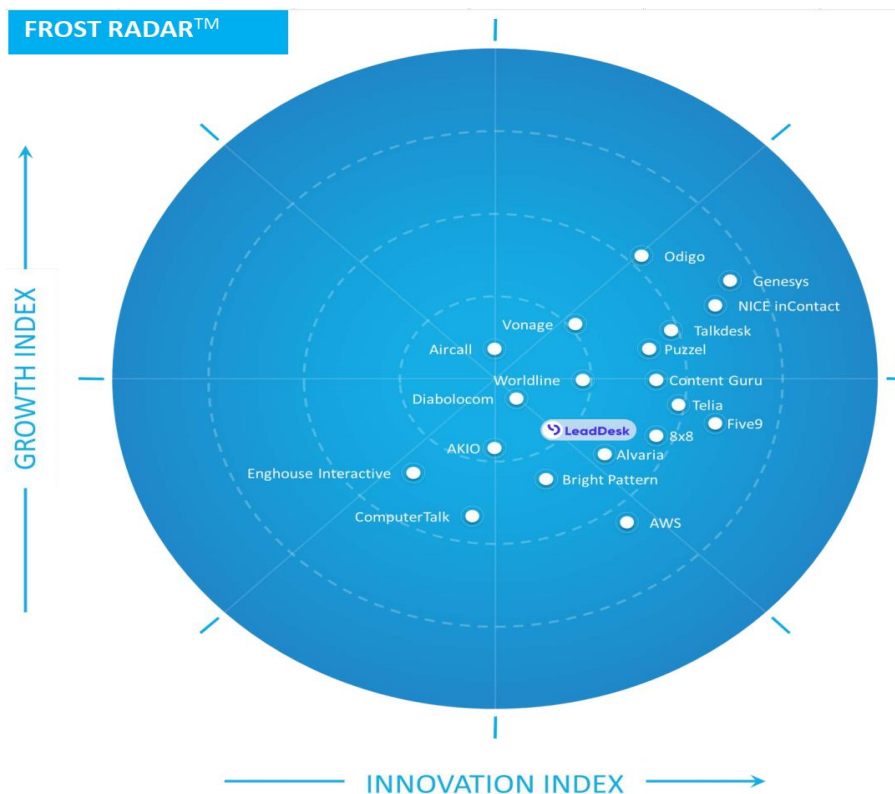
Kilpailijan hankinta

Laajentuminen uusiin ohjelmistokategorioihin

Lähde: Inderes, Kempen & Co

Markkinat ja kilpailukenttä 6/6

Frost & Sullivan näkemys Euroopan CCaaS-markkinan merkittävimmistä toimijoista



Lähde: Frost & Sullivan

Merkittävien toimijoiden viimeaikaisia yrityskauppoja

Ostaja (Tyyppi)	Kohde	Maa	Kauppasumma	Henkilöstö	Kohteen tyyppi	Aika
Puzzel (CCaaS)	S2 Communications	Ruotsi		~20	CCaaS	11/22
Enghouse Networks (Useita)	Competella	Ruotsi			UCaaS, CCaaS	6/22
Dixa (CCaaS)	Solvemate	Saksa	43 MUSD	~39	CCaaS	3/22
Dixa (CCaaS)	Miuros	Ranska	43 MUSD	~35	CCaaS	3/22
8x8 (CCaaS)	Fuze	USA	214 MUSD		UCaaS, CCaaS	1/22
Puzzel (CCaaS)	Vergic	Ruotsi				10/21
Ericsson (Useita)	Vonage	USA	6200 MUSD	~2000	CPaaS, UCaaS, CCaaS	7/21
Enreach (CCaaS)	Benemen	Suomi		~70	CCaaS	5/21
Gamma (CCaaS)	Mission labs	UK	46 MGBN	~84	CCaaS	3/21
Cisco (Useita)	imiMobile	UK	730 MUSD		CCaaS	2/21
Enghouse Networks (Useita)	Altitude	Portugali			CCaaS	12/20
Apax Partners (Private Equity)	Odigo	Ranska	300 MEUR	~700	CCaaS	9/20
Enreach (CCaaS)	HeroBase	Tanska			CCaaS	9/20
Lifesize (CCaaS)	Serenova	USA			CCaaS	3/20

Lähde: Inderes, Kempen & Co, medialähteet

Strategia 1/3

Strategiana kasvu useasta lähteestä

LeadDesk on saavuttanut tuotteen ja teknologian osalta varsin kypsän kehitysvaiheen, sekä onnistunut skaalaamaan kansainvälisille markkinoille useaan maahan tehdyt myynti-investoinnit kannattaviksi. LeadDeskin huomio keskittyy usean kasvusuunnan yhtäaikaiseen edistämiseen. Samalla nousee esiin myös tarve kehittää yhtiön toimintamalleja kasvavaa kokoluokkaa tukeviksi.

Orgaaninen kasvu on LeadDeskin keskeinen reitti allokoita pääomia. Vaihtoehtoina ovat enterprise-myynti (pidempi takaisinmaksu, vakaammat asiakkaat) ja SME-myynti (pienet ja keskiuuret yhtiöt, nopeampi takaisinmaksu ja suurempi asiakaspoistuma). Toisaalta panoksia voidaan laittaa joko nykyisiin tai uusiin markkinoihin.

LeadDeskin kasvustrategian tärkein kulmakivi on ollut SME-asiakkaat, joissa kasvu nojaa nykyisiin eniten Euroopan maihin ja uusiin toimintamaihin laajentumiseen. Nämä asiakkaat ovat yleisimmin pienehköjä paikallisia toimijoita, jotka arvostavat läheisyyttä ohjelmistotoimittajaan, minkä takia yhtiö rakentaa uusiin toimintamaihin maorganisaation. Yhtiö pyrkii avaamaan uuden markkinan pienimmistä ja vähiten komplekseista asiakkaista aloittaen (tyypillisesti Outbound-myyntiä tekevät contact centerit), koska näissä myyntisyklit ovat lyhyimpiä johtuen tulosorientoituneista päätöksentekijöistä. Tunnettuuden vahvistumisen jälkeen yhtiö pyrkii haastavampiin suurempiin asiakkaisiin ja asiakaspalveluun, missä kompleksisuus on suurempaa.

Tällä strategialla yhtiö on saavuttanut arviomme mukaan hyviä tuloksia ja avatut markkinat (Ruotsi,

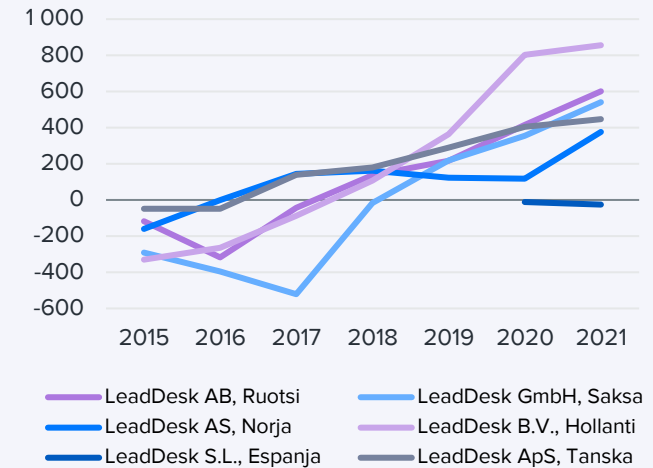
Norja, Tanska, Hollanti, Saksa) ovat Concept fee*-lukujen valossa käännetty kassavirtaneutraaliksi 2-5 vuodessa. Espanja on ollut karkeasti kassavirtaneutraali markkinan avauksesta alkaen, kasvaen samanaikaisesti erittäin vahvasti (2021 kasvu: 110 %). Viimeisimpänä avauksena yhtiö laajensi Ranskaan vuoden 2022 alussa. Yhtiö on antanut kansainvälisestä kasvusta varsin vakuuttavat näytöt etenkin SME-myyntin osalta.

Kasvanut kokoluokka ja vahvistunut kannattavuus ovat myös kasvattaneet yhtiön uskottavuutta. Tämän mahdollistamana LeadDeskin kasvustrategian toinen kulmakivi on Enterprise-myyntin vahvistaminen. Erityisesti vuodesta 2020 alkaen LeadDesk on kasvattanut panoksiaan Enterprise-myyntiin kypsemillä markkinoillaan Pohjoismaissa. Tämän tueksi yhtiö on rakentanut yrityskauppojen tuella käyttöönotto-organisaatiota (Capricode & Loxyssoft) ja vahvistanut tuotteensa toimintakriittisyyden toiminnallisuuksia. Yhtiö investoinee tulevaisuudessa Enterprise-myyntiin myös muilla markkinoilla.

Enterprise-myyntin osalta merkit onnistumisesta ovat vasta aikaisia, sillä yhtiö aloitti selvemmät panostukset vasta vuonna 2020 yritysostojen tuella. Etenkin vuodenvaihteessa 2021-2022 yhtiö kuitenkin jo kertoi useista voitetuista sopimuksista, joten alustavasti myös tämä pääoman allokointi näyttää tuottavan tuloksia.

Kumppanien merkitys myyntikanavana on LeadDeskin liiketoiminnalle toistaiseksi varsin vähäinen. Yksi panostuskohde on kuitenkin ollut erilaiset ekosysteemit kuten Salesforce ja Zendesk, joiden sovelluskauppoihin LeadDesk on tuonut omat sovelluksensa vuonna 2022.

Concept feet* maittain,
2015-2021, TEUR



Lähde: LeadDesk, Inderes

*Concept feet ovat LeadDeskin emoyhtiön ja maayhtiöiden välisiä maksuja. LeadDesk pyrkii tyypillisesti noin 0-5 %:n kannattavuuteen maayhtiöissä, joten positiivinen concept fee kertoo maayhtiön operatiivisen toiminnan kääntymisestä kannattavaksi.

Strategia 2/3

Yrityskaupat kasvun lisämoottorina

Kolmas kasvustrategian kulmakivi on yrityskaupat. LeadDesk aktivoitui vuonna 2020 yrityskaupoissa (ks. s. 22). Yhtiö on kiinnostunut erityisesti teknologiavetoisista pienemmän kokoluokan yritysostoista, jotka tukisivat sen enterprise-tarjoamaa. Logiikaltaan markkina-asemaan keskittyvät ostoissa (esim. Loxysoft) LeadDesk on taas varovainen, johtuen muun muassa Loxysoft Ruotsin korkeasta asiakaspoistumasta oston jälkeen. Toisaalta yhtiöllä on hyviä kokemuksia teknologiavetoisissa yritysostoissa.

Pidämme teknologiaan keskittyvää yritysostostrategiaa järkevänä, sillä teknologiaa täydentävät ostot ovat arviomme mukaan yhtiölle todennäköisemmin arvoa luovia. Tällä hetkellä LeadDesk on erityisesti kiinnostunut mm. työvoiman johtamisen (workforce management) ratkaisuihin ja kevyemmistä tiketointiratkaisuihin, joita se tarjoaa tällä hetkellä kumppanien kautta. Yrityskaupat on tehty nähdäksemme houkuttelevin suhteellisin arvostuksin ja omaa osaketta maksuvälineenä hyödyntäen, mikä on mahdollistanut LeadDeskin osakekohtaisen liikevaihdon vahvan kasvun. LeadDesk nähdäksemme kokonaisuutena onnistunut luomaan kaupoilla omistaja-arvoa.

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.

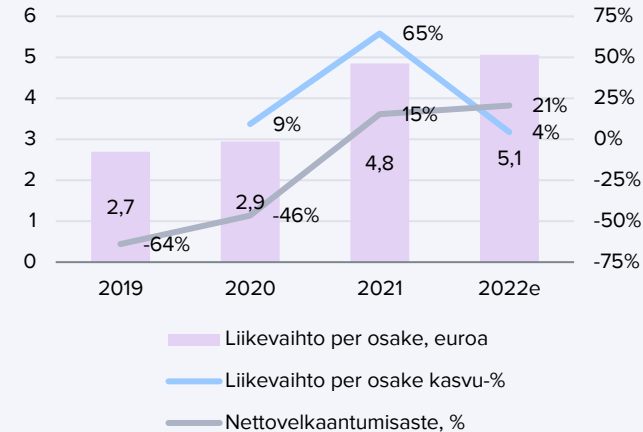
LeadDeskin kasvutarina vaikuttaa olevan houkutteleva ostokohteille, sillä yhtiö on onnistunut käyttämään osakettaan yrityskaupoissa maksuvälineenä. Tämä taas kasvattaa yhtiön liikkumavaraa ostojen toteutuksessa verrattuna pelkkien kassavarojen käyttöön.

Tarjolla useita hyviä polkuja, kunhan kasvu pysyy hallinnassa

Pääoman allokoinnin näkökulmasta yhtiöllä on edessä tärkeitä päätöksiä. Uusien maiden avaaminen ja yritysostot ovat jossain määrin toistensa vaihtoehtoja, minkä lisäksi velkaraha on kallistunut aiemmasta. LeadDeskin nettovelka on vuoden 2022 lopun ennusteellamme noin 4 MEUR ja nettovelka/EBITDA on tällä hetkellä noin 1,2x-0,9x vuosina 2022-2023. Tämä on mielestämme kohtuullinen taso ottaen huomioon yhtiön tämänhetkisen kurinalaisuuden. Tarvittaessa LeadDeskilla onkin nähdäksemme mahdollisuus nostaa myös vierasta pääomaa. Tarjolla on nähdäksemme kuitenkin useita vaihtoehtoja joissa näytöt ovat hyviä, joten emme kannu erityistä huolta yhtiön tulevista pääoman allokoinnin valinnoista.

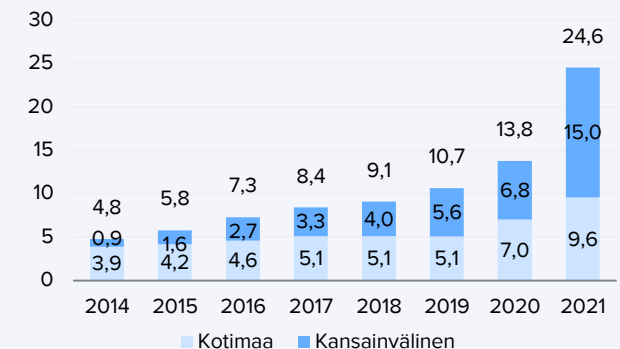
Liiketoiminnan kasvun myötä myös LeadDeskin kokoluokka tulee väistämättä kasvamaan. Nähdäksemme yhtiön kasvustrategian neljäs kulmakivi onkin organisaation skaalautuvuuden varmistaminen kasvun aikana. Yhtiö on aiempien kasvukipujen ratkaisuksi jo vahvistanut keskijohtoaan, ja lyhyellä tähtäimellä arvioimme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

Liikevaihto per osake, euroa per osake ja kasvu-%



Lähde: Inderes

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma, 2014-2021, MEUR

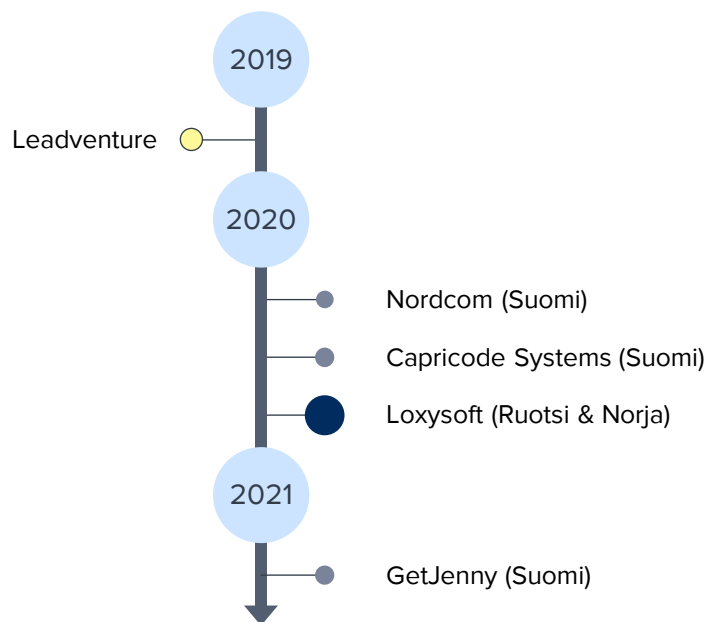


Lähde: Inderes

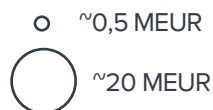
LeadDesk aktivoitui yritysjärjestelyissä vuoden 2019 listautumisen jälkeen

Yritysmyyntit

Yritysosot



Kohteen liikevaihto



Kaupun 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 + Räätylöödyt järjestelmät + Käyttöönottopalvelut	~1,8x
Loxyssoft (Ruotsi, Norja)	+ Markkinaosuus & toimialaosaaaminen + Käyttöönottopalvelut ja -osaaminen	2,0-2,2x
GetJenny (Suomi)	+ Chatbot-toiminnallisuus + Tekoälyosaaminen	~2,7x

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 %
Loxyssoft (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 %

¹ Laskettu ostokohteen toteutuneilla luvuilla, ² Edeltävän vuoden liikevaihto, ³ LeadDeskin ostohetkellä lähimmän vertailukelpoisen (jo tehdyt yrityskaupat sisältävän) vuoden ennustettu EV/S
Lähde: Inderes

Strategia 3/3

Kohdemarkkina ja LeadDeskin asemoituminen

Contact center as a Service -ohjelmistojen Euroopan markkina, 2020 **0,92 mrd. EUR**

Markkinan kasvu, 2020-2026e **17,2 % CAGR**

Trendit markkinan kehityksen taustalla



Siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin



Asiakasviestinnän kanavien monipuolistuminen



Digitaalisen asioinnin kasvu



Markkinan konsolidaatio

Moderni ohjelmisto suuren volyymin asiakasviestintään



Strategiset painopisteet

1. Orgaaninen kasvu nykyisillä markkinoilla sekä laajentuminen uusiin toimintamaihin
2. Enterprise-myyntin vahvistaminen kypsemmillä markkina-alueilla
3. Kasvun tukeminen erityisesti tuotetta vahvistavin yritysostoin
4. Organisaation skaalautuvuuden varmistaminen kasvun aikana



Strategian rahoitus kassavirralla ja oman osakkeen hyödyntämisellä yrityskaupoissa

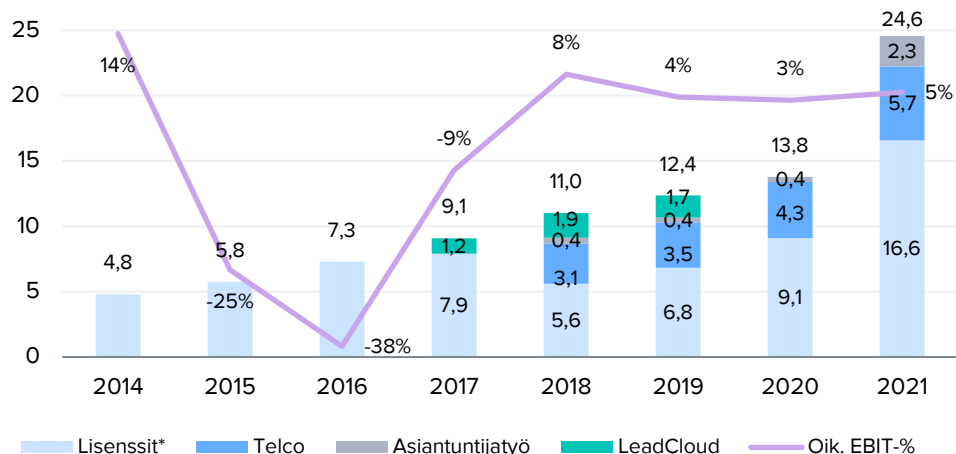


>100 MEUR

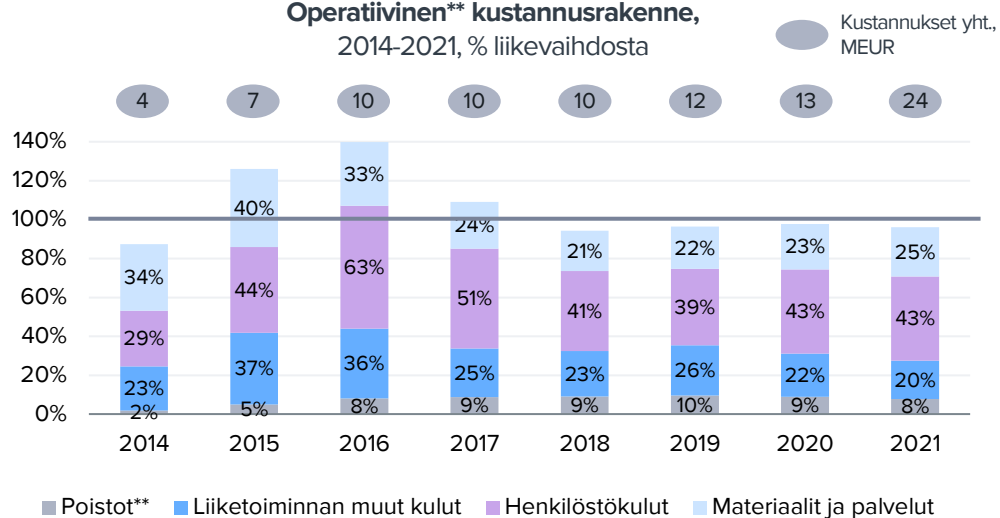
liikevaihto pitkällä aikavälillä

Taloudellinen tilanne 1/3

Liikevaihdon jakauma tyypeittäin*,
2014-2021, MEUR



Operatiivinen** kustannusrakenne,
2014-2021, % liikevaihdosta



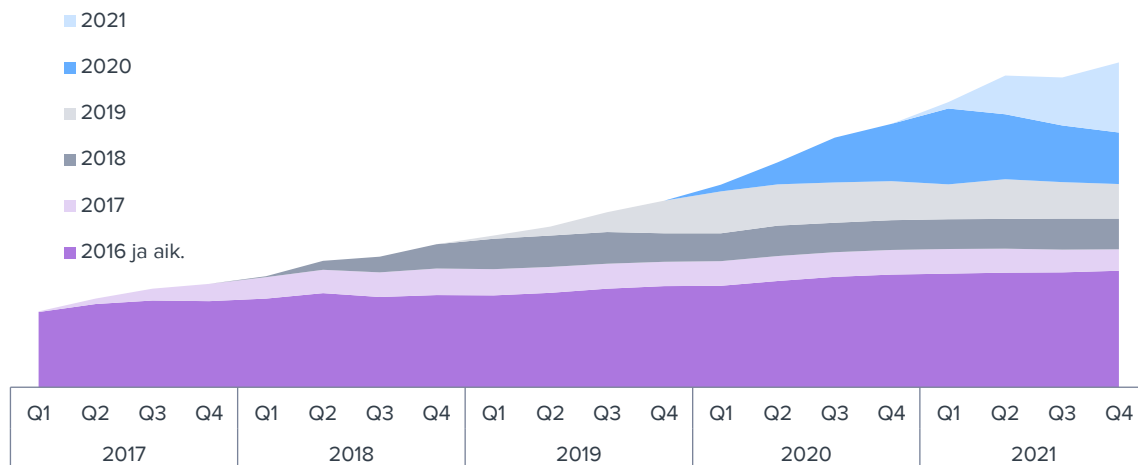
LeadDeskin kannattavuus on skaalautunut kasvun myötä positiiviseksi, mutta kassavirtaa kuluu investointeihin

- LeadDeskin liikevaihdon orgaaninen kasvu-% on ollut arviomme mukaan noin 16 % ja kannattavuus (oik. EBIT-%) on vaihdellut -38 ja 8 %:n välillä vuosina 2015-2021.
- Kannattavuus on vakiintunut keskimäärin noin 5 %: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 2018-2021 LeadDeskin orgaanisen kasvu-%:n ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summa pois lukien divestoitu LeadCloud on vaihdellut noin 17 % ja 26 %:n välillä, ollen keskimäärin 22 %.
- Suuren hypyn asiantuntijapalveluiden liikevaihdossa vuosien 2020 ja 2021 välillä aiheutti Capricode ja Loxysoft-yritysosot, joiden liikevaihdosta merkittävämpi osa oli asiantuntijapalveluita.

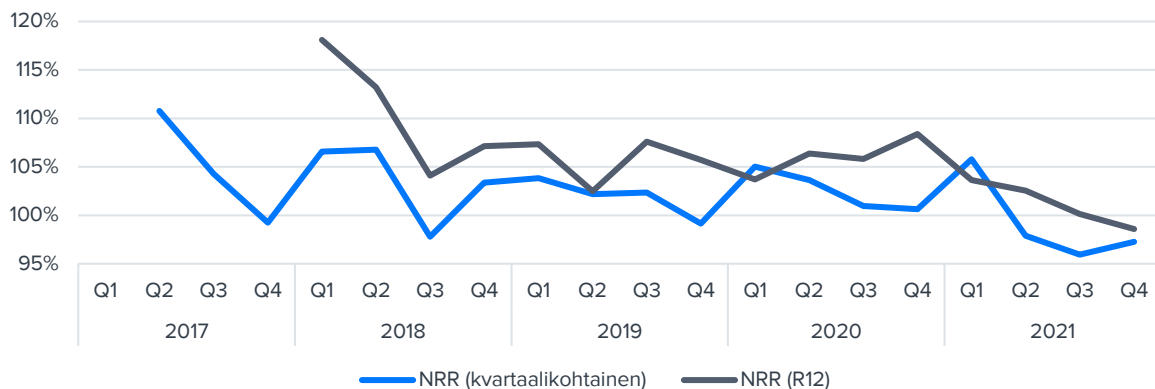
- Materiaalit ja palvelut koostuvat pääasiassa pilvikapasiteetin ostoista, telepalveluiden tuottamiseen vaadittavista ostoista sekä nyt viime vuosina ulkoisen työvoiman käytöstä suuriasiakkaiden käyttöönotoissa. Suhteellinen osuus on kasvanut vuonna 2022 dollarin vahvistumisen sekä ulkoisen työvoiman käyttöönottojen vaikutuksesta. Näemme nykyisessä tasossa jonkin verran skaalautumisvaraa.
- 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 aktivoineista johtuvia. Skaalautumisvaraa kypsässä kehitysvaiheessa.

Taloudellinen tilanne 2/3

Jatkuvalaskutteinen liikevaihto asiakaskohorteittain (orgaaninen)



Inderes arvio LeadDeskin jatkuvalaskutteisen liikevaihdon nettopysyvyydestä (NRR)*



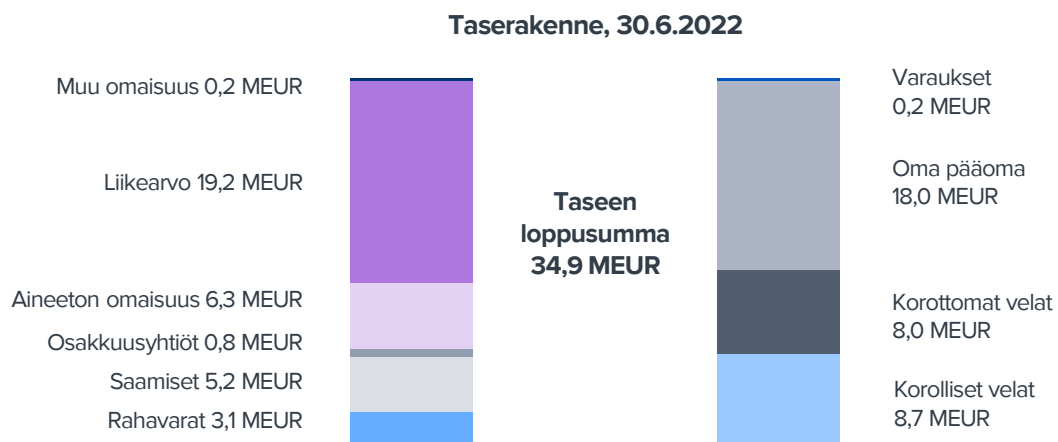
Lähde: Inderes arvio

*NRR = Net Revenue Retention, liikevaihdon nettopysyvyys. >100 %:n arvo tarkoittaa, että vuoden aikana yhtiön asiakaskunnassa on tapahtunut enemmän laskutuksen kasvua kuin laskutuksen laskua/poistumaa (churn).

- LeadDeskin historiallinen liikevaihdon nettopysyvyys (NRR) ennen vuotta 2021 on ollut vuosittain noin ~105-108 %:a. Olemme arvioineet nämä luvut yhtiön julkaiseman kuvaajan perusteella.
 - LeadDeskin SME-asiakkaiden bruttoasiakaspoistuma (gross churn) on arviomme mukaan korkealla tasolla (arviolta >5 %), joka johtuu pitkälti suoramyynnin toimialan ”konkurssiherkkyydestä”, mikä taas johtaa korkeaan luonnolliseen poistumaan. Tämä huomioiden 105-108 %:n NRR on mielestämme erittäin hyvä taso.
 - Hyvällä tasolla oleva liikevaihdon nettopysyvyys tukee myös mielestämme sitä ajatusta, että LeadDeskin kannattaa tällä hetkellä panostaa myyntiin ja markkinoitiin. Erityisesti huomioiden, että LeadDeskin pääkasvuajuri on uusmyynti.
- Vuonna 2020 LeadDesk sai suuren pirstusruiskeen uusien asiakkaiden liikevaihtoon. Koronapandemia sai markkinan asiakkaat suosimaan etätyöhön soveltuvia pilviohjelmistoja aiempaa vahvemmin, kun yritysten etäkommunikointitarve kasvoi nopeasti ja samanaikaisesti esim. koronapuhelimet toivat uutta korkean volyymin liikevaihtoa.
 - Vuonna 2021 tämä asiakaskohortti kääntyi laskuun pandemian hellittäessä ja käytön vähentyessä
- Vuonna 2021 NRR laski 99 %:iin, jota ajoi pääasiassa vuoden 2020 asiakaskohortti ja muissa kohorteissa ei tapahtunut merkittäviä muutoksia. Vuonna 2022 energiakriisi aiheutti myös poikkeuksellista ohjelmiston käytön laskua ja jopa konkurseja, kun sektorin myyntiaktiiviteetit lähes jäätivät Euroopassa.

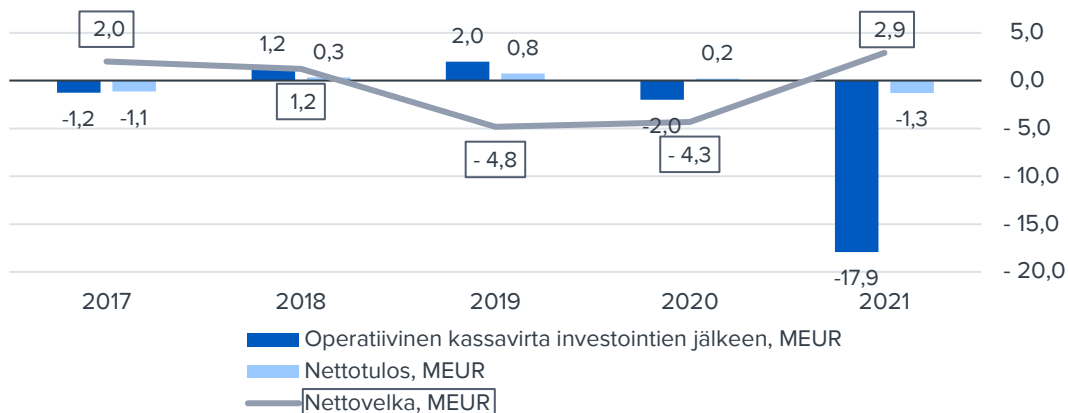
Taloudellinen tilanne 3/3

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



- Aktiivisuus yrityskaupoissa näkyy taseessa.
 - Rahavaroissa on ruutia pienempiin yritysostoihin (3,1 MEUR).
 - Nettovelka (5,5 MEUR) ja nettovelkaantumisaste (31 %) ovat historiaa korkeammilla tasoilla yritysostojen ja vaikeamman markkinatilanteen seurauksena, mutta yhtiöllä on nähdäksemme vielä velanottokapasiteettia tarvittaessa.
 - Liikearvo (19,2 MEUR) on kasvanut yrityskauppojen myötä huomattavaksi (erit. Loxysoft) ja yhtiö poistaa tätä FAS-kirjanpidon mukaisesti 10 vuoden aikajaksolla.
 - Aineeton omaisuus (6,3 MEUR) koostuu käytännössä aktivoiduista 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, 2017-2021



- LeadDeskin liiketoiminta tuottaa kassavirtaa pääomakeveästi.
 - Orgaaniset kasvuinvestoinnit tapahtuvat isoilta osin tuloslaskelman kautta henkilöstö- ja liiketoiminnan muiden kulujen muodossa.
 - Vuonna 2021 tuotekehitysmenojen aktivoinnit (2,8 MEUR) olivat poistoja (1,8 MEUR) suurempia, joten yhtiön liiketoiminnan kassavirta oli lievästi tulosta heikompi.
 - Vuonna 2021 suuret investoinnit (Loxysoft ja GetJenny -yritysostot) käänivät kassavirran vahvasti negatiiviseksi*. Vastaava vaikutus näkyi myös vuonna 2020 (NordCom, Capricode Systems -ostot)
- 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.

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 uusmyyntiin, nykyisten asiakkaiden laajennusten ja asiakaspoistuman avulla. Ennusteen tukena arvioimme realistista kasvunopeutta Suomessa ja vahvemmin kasvavilla kansainvälisillä markkinoilla. Haarukoimme myös suurasiakkaiden ja SME-asiakkaiden osuuksia, mutta LeadDesk ei ole toistaiseksi avannut näiden osuuksia, joten tämänkin rooli on tukea ennusteitamme. Arvioimme Enterprise-asiakkaiden osuuden liikevaihdosta olevan noin 25-40 %:n luokkaa.

LeadDeskin jatkuva liikevaihto muodostuu SaaS-lisenssituloista ja 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 panostavan vahvemmin sen lisenssipohjaisiin tuotteisiin (esim. GetJenny-chatbotit).

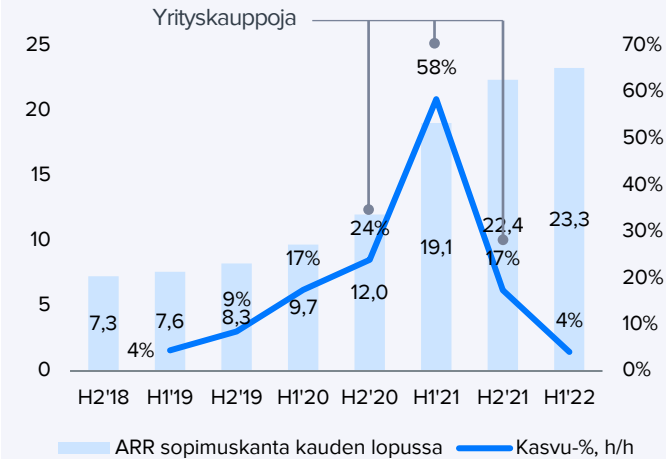
Palveluliikevaihdon merkitys (H1'22: 11 % liikevaihdosta) on yhä kokonaisuuden kannalta varsin

vähäinen, mutta kasvanut merkitykseltään suurasiakkaisiin laajentumisen myötä, joiden käyttöönotot on myös sen tärkein ajuri.

LeadDesk julkaisee toistuvan liikevaihdon sopimuskantaa (ARR, annual recurring revenue), joka sisältää SaaS-tilaukset ja telepalveluista jatkuvien sopimusten osuuden. Lisäksi yhtiö raportoi laskutuksessa olevan ARR:n. 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 ja se, että ARR:ää ei erotella lisenssi- ja jatkuvien telepalveluiden osalta.

LeadDeskin kannattavuutta ja tuloskasvua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulujen kehitys suhteessa korkeakatteisen liikevaihdon (2021: myyntikate-% 75 %) kasvuun. Oletamme yhtiön pystyvän parantamaan myyntikatettaan kokoluokkansa kasvaessa noin 77 %:n tasolle. Ennustamme henkilöstökuluja (2021: 43 % liikevaihdosta) ja liiketoiminnan muita kuluja (2021: 20 %) 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 liikearvon poistoista oikaistua liikevoittoa, joka kuvaa mielestämme parhaiten operatiivista kannattavuutta.

ARR sopimuskanta,
MEUR kauden lopussa, kasvu-%



Lähde: LeadDesk, Inderes

Tiedotetut suuret Enterprise-kaupat

Yritys	Arvo, min	Arvo, max	Aika, v	Liikevaihto per vuosi, MEUR min	Liikevaihto per vuosi, MEUR max	Tiedote
YTHS	0,5	0,5	3,0	0,2	0,2	11/21
X-point	0,8	2,0	3,0	0,3	0,7	12/21
Energia-yhtiö	0,8	0,8	4,0	0,2	0,2	12/21
Sparebank	1,0	1,0	3,0	0,3	0,3	01/22
Päijät-Hämeen hyvinvointi-kunta-yhtymä	1,3	1,3	4,0	0,3	0,3	06/22
Yhteensä	4,3	5,5	17,0	1,3	1,7	
Keskiarvo	0,9	1,1	3,4	0,3	0,3	

Lähde: LeadDesk, Inderes

Ennusteet 2/3

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.

LeadDeskillä on voimassa noin 684 tuhannen osakkeen (~13 % osakkeista) kattavat optio-ohjelmat, joissa merkintäaika osuu seuraavan noin viiden vuoden ajalle. Huomioimme optioiden diluution osakemäärän ennusteissa osakekurssin mukaan nettona (nyt diluutio noin 2 %).

Vaikea markkinatilanne painaa kasvuvauhtia 2022-2023

Vuonna 2022 LeadDesk ohjeistaa liikevaihdon kasvun olevan 13-18 % sekä kannattavuuden olevan käyttökatteella ja liiketoiminnan rahavirralla mitattuna positiivinen. Ohjeistus ei huomioi merkittävän kokoisten yrityskauppojen vaikutusta liikevaihtoon tai kannattavuuteen. Odotamme LeadDeskin kasvavan 13,9 % (org. noin 10 %) ja käyttökäteen olevan 11 %.

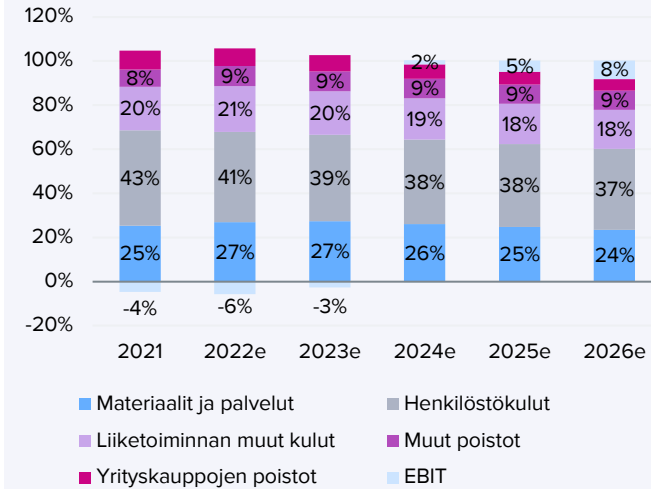
Vuonna 2022 liikevaihdon kasvuun on vaikuttanut negatiivisesti H2'21 tapahtunut Loxysoft Ruotsin asiakaspoistuma ja korona-asiakkaiden volyymin pudotus, mikä näkyy jatkuvassa liikevaihdossa. H1/2022 alkanut energiakriisi taas iski kovaa yhtiön sektorin asiakkaisiin erityisesti Hollannissa. Kasvua on taas tukenut Espanjan markkinan vahva veto ja viime vuoden lopulla ja alkuvuonna voitettut enterprise-asiakkuudet Pohjoismaissa. Enterprise-

projektien valmiusasteiden odotetaan nousevan lähes täyteen vauhtiin Q1'23:lla (10/22 69 % lisenssilaskutuksessa), tukien myös 2023 kasvua.

Odotamme 2023 orgaanisen kasvun olevan suurin piirtein vuoden 2022 vertailukelpoisen kasvun tasolla 10 %:ssa. Yhtiö on kommunikoinut yksityisellä sektorilla suurasiakaskilpailutuksissa päätöksenteon olevan hitaampaa ja järjestelmähankkeita todennäköisesti myös lykätään eteenpäin vaikeassa taloustilanteessa. Odotammekin asiantuntijaliikevaihdon kehittyvän vuonna 2023 neutraalisti pienemmän suurasiakas-käyttöönottojen lukumäärän myötä. Lisenssiliikeyvaihdon odotamme kasvavan 13 %, jonka pääajurina on loppuvuonna käyttöön otettujen Enterprise-asiakkuuksien jatkuva liikevaihto, SME-kasvu Pohjoismaiden ulkopuolella ja energiasektorin hiljattainen palautuminen. Telco-liikevaihto kasvanee lisenssien kasvun mukana, mutta lievästi hitaammin johtuen vähemmästä käytön määrästä yleisen taloustilanteen ollessa heikompi.

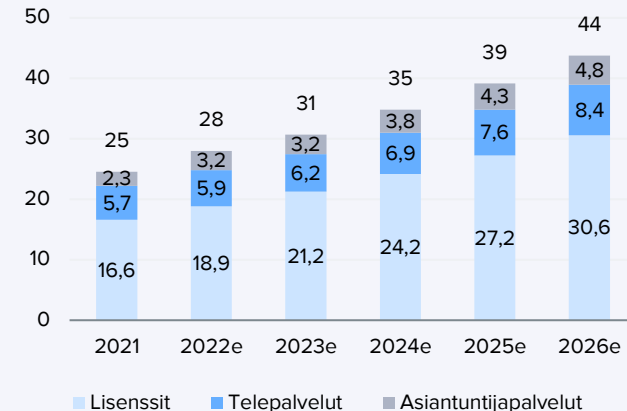
Yhtiö on jonkin verran pystynyt tehostamaan organisaatorakennettaan monien yritysostojen jälkeen. Odotamme henkilöstökulujen hieman skaalautuvan vuonna 2023 kasvun mukana ja oik. EBIT-%:n nousevan 5 %:iin. Yhtiöllä on myös mielestämme edellytykset yllättää positiivisesti ensi vuonna kannattavuuden osalta. Kannattavuus on kuitenkin pitkälti kiinni kasvuinvestointien määrästä, joka taas riippuu nähdäksemme paljon markkinan vedosta. Näillä näkymin odotamme yhtiön toimivan konservatiivisesti rekrytointien saralla, mutta mikäli markkinatilanne osoittautuisi odotuksiamme paremmaksi voisi yhtiö taas painaa nopeasti kaasua.

Kustannusrakenteen ennuste, 2021-2026e, % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Liikevaihdon ennusteet tyypeittäin, 2021-2026e, MEUR



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Ennustamme lähivuosille pirteää ja skaalautuvaa kasvua markkinan myötätulessa

LeadDeskin kohdemarkkinan kasvun odotetaan olevan voimakasta (~17 % vuodessa lähivuosina), pilvimurroksen ja asiakasviestinnän ohjelmistojen tuomien tehokkuushyötyjen ja kasvavien järjestelmävaatimusten nousun myötä. Odotamme kilpailun säilyvän vahvan markkinak kasvun myötä kohtuullisena vielä lähivuodet, joten yhtiön kasvu on nähdäksemme vahvasti kiinni sen omasta suoriutumisesta. Yhtiön tähänastiset kasvunäytöt mielestämme puoltavat kasvuun luottamista.

Odotamme orgaanisen kasvun piristävän jälleen vuosina 2024-2025 paremmassa markkinatilanteessa ja nousevan 12-13 %:iin. SME-asiakkaissa odotamme LeadDeskin jatkavan kasvupanostuksia Pohjoismaiden ulkopuolella. Enterprise-asiakkaissa uskomme kasvutilaa löytyvän yhä Pohjoismaista julkisella ja yksityisellä sektorilla, mutta uskomme myös yhtiön alkavan suunnittelemaan laajemmalle Eurooppaan levittäytymistä suurasiakkaissa sen kypsemillä markkinoilla. Vuonna 2026 odotamme kasvuvauhdin pysyttelevän 12 %:ssa, joka on hieman alle yhtiön historiallisen tason.

Odotamme kasvun skaalautuvaan selkeämmin vuodesta 2025 alkaen. Liikearvon poistoista oikaistun liikevoiton odotamme vahvistuvan vuoden 2023 noin 5 %:n tasosta kohti 14 %:a vuonna 2026. Näiden tekijöiden myötä ennustamme LeadDeskin kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan ("Rule of 40") olevan 22-25 %:a vuosina 2024-2026.

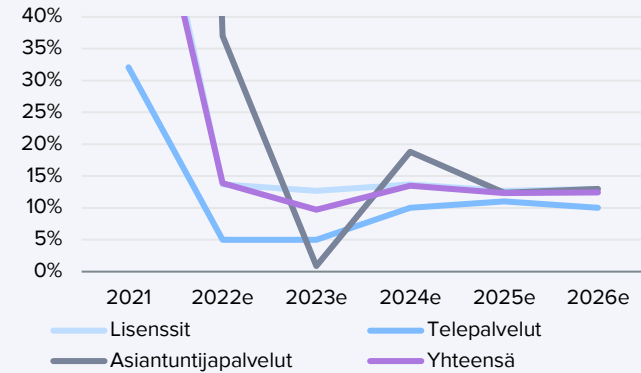
Pitkällä aikavälillä odotamme kilpailun kiristyvän

Markkinan vahva kasvu odotettavasti hidastuu pilviohjelmistojen käyttöasteiden kohotessa. Markkinoilla on useita kasvunäkkeitä toimijoita, joten kasvutilan kaventuessa odotamme LeadDeskin törmäävän markkinoilla useammin keskeisiin kilpailijoihin. Lisäksi pitkällä aikavälillä LeadDeskin laajentaessa yhä vahvemmin enterprise-asiakkuuksiin, kohtaa se nähdäksemme tiukempaa kilpailua alan jäteiltä ja odotamme myös yhdysvaltalaisen goljattien pyrkivän jatkuvasti vahvemmin Euroopan suurille markkinoille.

Ennustamme LeadDeskin liikevaihdon kasvavan 12-3 %:n hidastuvalla trendillä vuosina 2027-2033 ja olevan 69 MEUR vuonna 2033 (pitkän aikavälin tavoite: 100 MEUR, sis. yritysostot). Markkinan kasvun puolesta yhtiön voisi olla mahdollista kasvaa vielä nopeammin ja suurempaan kokoluokkaan. Emme kuitenkaan näe yhtiön historiallinen kasvunopeus huomioiden perusteita ennustaa olennaisesti tätä vahvempaa pitkän tähtäimen kasvua nykyistä merkittävästi suuremmassa kokoluokassa. Liikevaihdon terminaalikasvuna käytämme 2 %:a.

Ennustamme LeadDeskin liikearvopoistoista oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan skaalautuvan kasvun mukana asteittain 17 %:sta noin 22 %:iin vuosina 2027-2031. Odotamme kannattavuuskehityksen hidastuvan ja kärsivän kiristyvästä kilpailusta ja liikevoittomarginaalin (EBIT-%) asettuvan terminaalivuonna 2033 noin 20 %:iin. Yhtiön kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) summan ennustamme olevan noin 28-23 % vuosina 2027-2033.

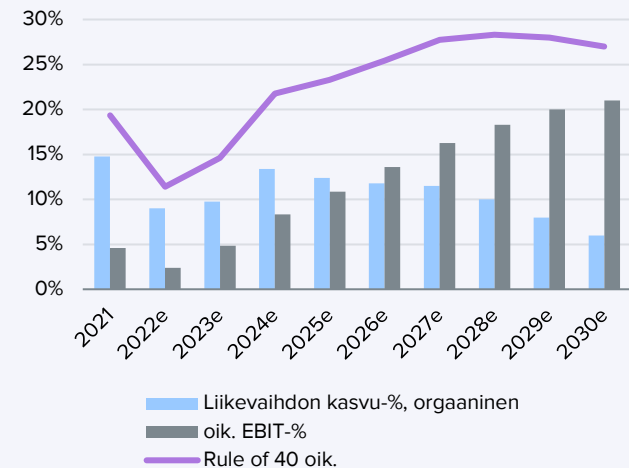
Liikevaihdon kasvu tyypeittäin, 2021-2026e, % kasvua edellisvuoden liikevaihdosta



Lähde: Inderes

*Vuosien 2021-2022 kasvu-%:t ovat yrityskauppojen ja asiantuntijapalveluiden matalan kantaluvon myötä korkeat.

Kasvun** ja kannattavuuden yhdistelmä ("Rule of 40"), 2021-2030e



Lähde: Inderes

**Vuosina 2021 ja 2022 kasvun osalta käytetty yhtiön raportointia vertailukelpoista Pro Forma -lukua

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	13,8	24,6	6,9	6,9	7,0	7,2	28,0	30,7	34,8	39,1
Käyttökate	1,7	3,1	0,7	0,7	1,0	0,8	3,2	4,3	6,0	7,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-4,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-4,8	-5,0	-5,3	-5,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,4	1,1	0,1	0,0	0,4	0,2	0,7	1,5	2,9	4,3
Liikevoitto	0,3	-1,0	-0,5	-0,5	-0,2	-0,4	-1,6	-0,8	0,7	2,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	0,3	-1,2	-0,6	-0,6	-0,3	-0,5	-1,9	-1,2	0,3	1,7
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3
Nettotulos	0,2	-1,3	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	-2,0	-1,4	0,2	1,4
EPS (oikaistu)	0,07	0,08	-0,01	-0,01	0,03	0,01	0,03	0,08	0,37	0,59
EPS (raportoitu)	0,04	-0,24	-0,11	-0,11	-0,06	-0,09	-0,37	-0,25	0,04	0,26

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	11,7 %	78,0 %	16,6 %	12,5 %	19,6 %	7,8 %	13,9 %	9,8 %	13,4 %	12,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-35,4 %	155,1 %	-87,4 %	-95,5 %	-454,4 %	175,2 %	-41,3 %	124,1 %	95,8 %	46,4 %
Käyttökate-%	12,4 %	12,4 %	10,0 %	9,6 %	14,2 %	11,7 %	11,4 %	13,9 %	17,2 %	19,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,2 %	4,6 %	0,8 %	0,5 %	5,2 %	2,9 %	2,4 %	4,8 %	8,4 %	10,9 %
Nettotulos-%	1,5 %	-5,2 %	-8,6 %	-8,8 %	-5,0 %	-6,6 %	-7,2 %	-4,5 %	0,6 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	28,0	28,0	0 %	30,7	30,7	0 %	34,8	34,8	0 %
Käyttökate	3,2	3,2	0 %	4,3	4,3	0 %	6,0	6,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,7	0 %	1,5	1,5	0 %	2,9	2,9	0 %
Liikevoitto	-1,6	-1,6		-0,8	-0,8		0,7	0,7	
Tulos ennen veroja	-1,9	-1,9		-1,2	-1,2		0,5	0,3	
EPS (ilman kertaeriä)	0,02	0,03		0,08	0,08		0,39	0,37	
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Hienosäätöä ennusteisiin

Operatiiviset ennusteemme ovat ennallaan. Kurssilaskun myötä muokkasimme odotuksiamme optio-ohjelmien diluutiosta, mikä pienensi odotuksiamme osakemäärän kasvusta. Nostimme myös rahoituskuluja hieman korkojen nousun myötä ja kokonaisuutena näiden muutosten vaikutus oli hienoisesti nettonegatiivinen vuoden 2024 EPS-ennusteeseemme.

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonmääritystä

LeadDeskin arvonmääritys on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta. 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.

LeadDesk on edelleen kehitysvaiheessa, jossa sen markkina kasvaa vahvasti ja yhtiön lähivuosien kasvuinvestoinnit pitävät sen kannattavuuden matalampana. Odotamme yhtiön kannattavuuspotentiaalin pintaautuvan vasta myöhemmin. Tästä johtuen yhtiötä on lyhyellä tähtäimellä tarkasteltava liikevaihtoon nojaavien arvostuskertoimien avulla. Suhteutamme liikevaihtokertoimia yhtiön orgaaniseen kasvuun sekä ohjelmistoalalla yleisesti käytettyyn kasvuun ja kannattavuuteen summaan ("Rule of 40").

"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 suhteellisella oikaistulla liikevoitolla. Painotamme kuitenkin arvonmäärityksessämme enemmän kasvua, sillä SaaS-liiketoiminnassa kasvu on nähdäksemme lyhyen tähtäimen kannattavuutta arvokkaampaa.

Katsomme arvonmäärityksessä LeadDeskin liikevaihtoa kokonaisuutena. Matalampikatteisten Telepalvelujen osuus on noin 20 % (osa jatkuva)

ja ne ovat kiinteä osa LeadDeskin kokonaisratkaisua. Asiantuntijatyön osuus noin 11 %. Jatkuvan liikevaihdon osuus on arviomme mukaan noin 80 %:n luokkaa, joka on hyvä lukema myös verrokkeihin nähden. Esimerkiksi verrokkiryhmän SaaS-yhtiöissä on yhtälailla palveluliiketoimintaa ja ei-jatkuva liikevaihtoa vaihtelevilla painoilla mukana, mikä heijastuu myös näiden yhtiöiden kannattavuuteen ja kasvuun.

Arvostuskertoimissa tuntuva nousuvaraa

LeadDeskin vuosien 2022-2023 EV/Liikevaihtokertoimet ovat 1,6x ja 1,4x. Absoluuttisesti kertoimet ovat mielestämme hyvin houkuttelevat huomioiden yhtiön kassavirtaposiitivisuus ja lähivuosille ennustamamme noin 10-13 %:n vuosittainen orgaaninen kasvu. Toimialan yhtiöille voi tyypillisesti perustella korkeampia kertoimia johtuen alan vahvoista pitkän aikavälin kasvunäkymistä, skaalautuvista ja pääomakeveistä liiketoimintamalleista sekä jatkuvien tuottojen tarjoamasta näkyvyydestä. LeadDeskin 12kk eteenpäin katsovat liikevaihtokertoimet (ks. kuvaaja oikealla) ovat myös yhtiön pörssihistorian matalimmilla tasoilla, joskin huomautamme yhtiön olleen listattuna pääasiassa vahvojen pääomamarkkinavuosien aikana (IPO Q1/2019).

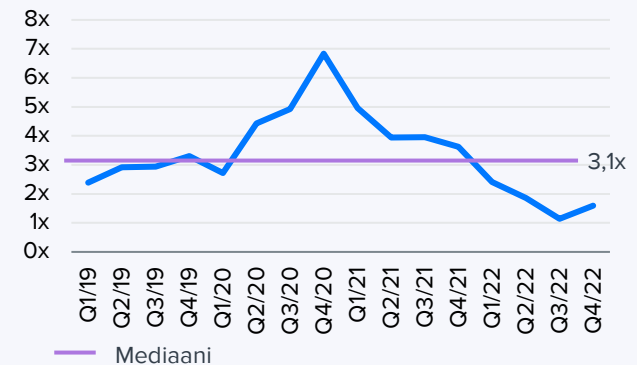
Tulospohjaiset kertoimet tukevat LeadDeskin arvostusta vasta keskipitkällä aikavälillä. Yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuden potentiaalilla (Inderes arvio 15-30 %:n oik. EBIT-%) simuloituna nykyarvostus vastaisi matalia 5-10x EV/EBIT -kertoimia vuosille 2022-23. LeadDesk saavutti jo n. 9 %:n oikaistun EBIT-marginaalin (1-9/21 YTD) ennen Loxysoft Ruotsin ongelmia.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,44	7,44	7,44
Osakemäärä, milj. kpl	5,46	5,48	5,49
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	44	44	43
P/E (oik.)	>100	88,0	19,8
P/E	neg.	neg.	>100
P/Kassavirta	neg.	>100	22,5
P/B	2,2	2,4	2,4
P/S	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA (oik.)	13,7	10,3	7,1
EV/EBIT (oik.)	65,8	29,6	14,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

NTM* EV/Liikevaihto, Q1/2019-



Lähde: Inderes

*NTM=Next Twelve Months, 12kk eteenpäin katsova

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Vuonna 2024-25 odotamme LeadDeskin oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 8-11 %:iin. Oikaistu P/E-kerroin on tuolloin 20x ja 13x ja vastaavat oikaistut EV/EBIT-kertoimet 15x ja 9x. Kertoimet olisivat absoluuttisesti varsin neutraalit, mutta odotamme yhtiön tekevän tällöin edelleen tuloslaskelmassaan investointeja kasvuun. Tulokset ovat LeadDeskin tapauksessa nähdäksemme hyödyllisiä vasta hitaamman kasvun ja kevyempien kasvuinvestointien vaiheessa kauempana tulevaisuudessa.

Arvostus on myös verrokkiryhmään nähden suhteellisesti houkutteleva

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, joten verrokkiryhmämme mediaaniluvut nojaavat eurooppalaisiin verrokkiryhtiöihin.

EV/Liikevaihto-kertoimilla LeadDesk on arvostettu vuosina 2022-2023 noin 60 % alle vertailuryhmän mediaaniin 4,0x-3,6x. Kasvuun suhteutettuna (23e: 10 % orgaanisesti, verrokkiryhmän yrityskauppoja sisältävä mediaani: 15 %) valossa alennus on mielestämme liian suuri. Kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) valossa (LeadDesk 23e: 15 %, verrokkiryhmän mediaani 28 %) alennus näyttää jo neutraalimmalta, mutta arvostamme kasvua lyhyellä tähtämellä kannattavuuden edelle.

Laajempaan eurooppalaiseen SaaS-

verrokkiryhmään nähden (ks. seuraava sivu) LeadDeskiä hinnoitellaan niinikään selvällä alennuksella kasvuun suhteutettuna, mutta kasvuun ja kannattavuuteen nähden neutraalisti. Ohjelmistosektorin arvostustasot ovat nykyhetkessä arviomme mukaan yleisesti varsin maltilliset.

Skenaarioiden valossa arvostus näyttää hyvin houkuttelevalta

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. Markkinan epävarmuus ja LeadDeskin haasteet H2/21-H1/22 aikana heikentävät yhtiön kehityksen ennustettavuutta. Vuosi 2025 katsoo näiden epävarmuuksien yli ja tarjoaa mielestämme kuitenkin relevantin tarkastelupisteen yhtiön arvostukselle.

Perusskenaariossa (nykyennusteet) LeadDeskin liikevaihto kasvaa noin 12 %:n vuosivauhtia 2022-2025. Oikaistu liikevoitto skaalautuu hieman 11 %:n tasolle vuonna 2025, jääden kuitenkin vielä selkeästi alle yhtiön kypsän kehitysvaiheen potentiaalisiin. Skenaarion arvioitu vuotuinen tuotto-odotus on erinomainen 25 %.

Negatiivisessa skenaariossa LeadDeskin liikevaihto kasvaa heikosti noin 6 % vuodessa ja oikaistu liikevoitto-% nousee 9 %:n tasolle. SkENARIO vaatisi nähdäksemme yhtiön kohtaavan jatkuvia haasteita koko ennustejakson ajan, mitä

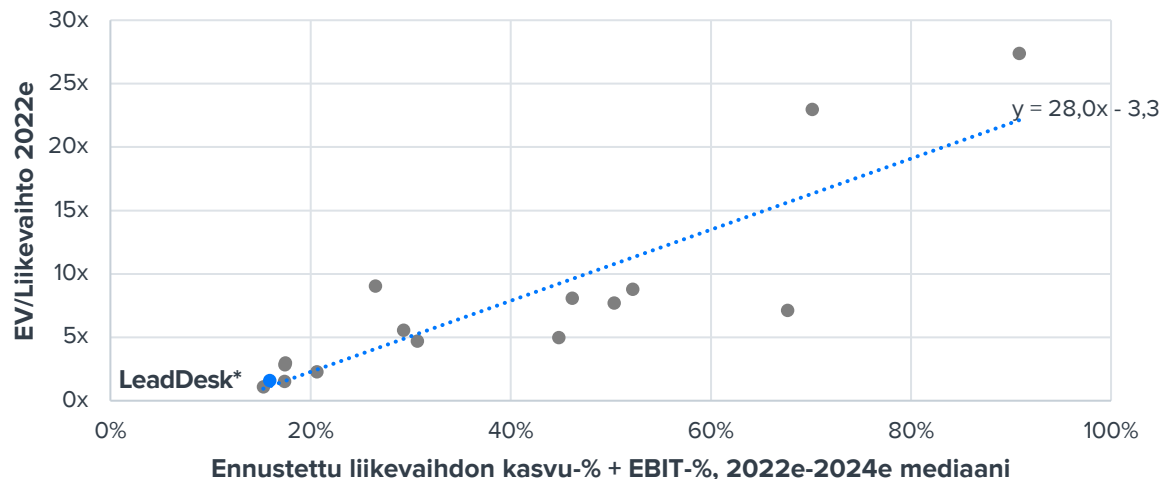
Arvostuksen skenaarioanalyysi

Vuonna 2025	Neg.	Perus	Pos.
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	6 %	12 %	16 %
Muuttuja liikevoitto-% (oik.)	9 %	11 %	16 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	34	39	43
x kerroin liikevaihto	1,8	2,4	3,0
x kerroin liikevoitto (oik.)	13	15	17
("Rule of 40")	16 %	23 %	32 %
= EV (EV/liikevaihto)	60	94	130
= EV (EV/liikevoitto (oik.))	41	64	117
Keskiarvo (EV)	51	79	123
+Nettokassa+osingot	-1	1	3
=Markkina-arvo	49	80	126
Osakekurssi 2025 (sis osingot) Osakekurssi raportin julkaisuhetkellä	9,0	14,5	22,9
Tuotto	7,4	7,4	7,4
Tuotto	21 %	94 %	207 %
Vuotuinen tuotto	6 %	25 %	45 %

Lähde: Inderes

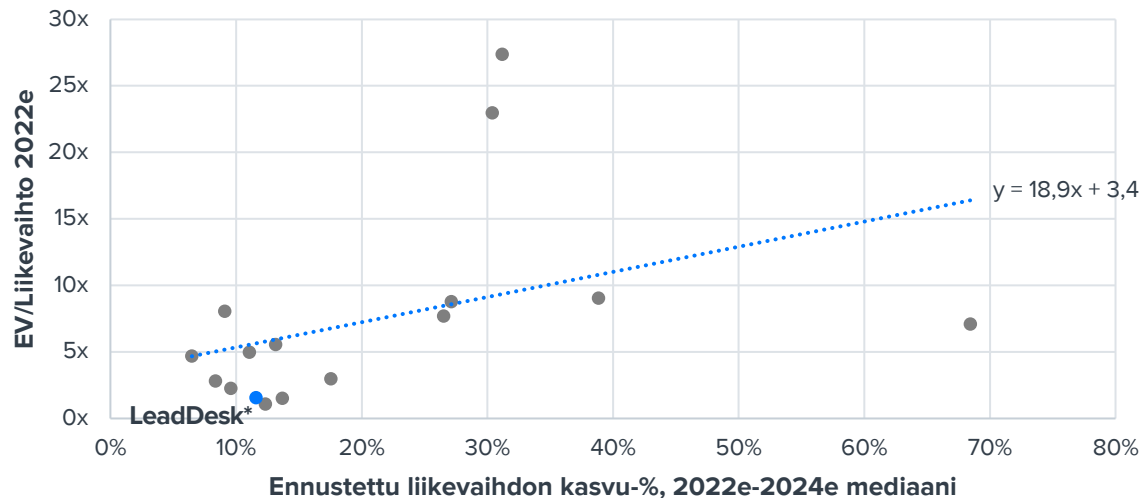
Verrokkien liikevaihtokertoimet suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen

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



- Eurooppalainen laajempi 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 selkeällä alennuksella verrokkeihinsa nähden kasvuun suhteutetuilla kertoimilla. Kasvun ja kannattavuuden summaan suhteutetuilla kertoimilla arvostus on linjassa verrokkeihin nähden. Huomautamme, että verrokkien luvut sisältävät myös epäorgaanista kasvua ja LeadDeskin ei, joten vertailu on hieman epäreilu LeadDeskin näkökulmasta. Mediaanilukujen käyttö nähdäksemme parantaa lukujen vertailtavuutta
- Alennus eurooppalaisiin verrokkeihin on mielestämme osittain perusteltu yhtiön pienemmän kokoluokan takia sekä sen vuoksi, että suurin osa verrokeista on jo hyvin kannattavia. Nykyinen aliarvostus on kuitenkin mielestämme selkeästi ylimitoitettu. Verrokkiryhmän koko on myös melko pieni.

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



Lähde: Inderes, Refinitiv

*Liikearvon poistoista oikaistu EBIT-%, orgaaninen kasvu-%

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBITDA		EV/EBIT		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2023e
Admicom Oyj	240	241	16,5	15,5	17,0	15,7	7,6	6,7	27 %	10 %	45 %	43 %	53 %
dotDigital Group PLC	293	246	10,4	9,6	15,5	14,7	3,4	3,2	8 %	8 %	22 %	22 %	30 %
Efecte Oyj	64	62	neg.	78,9	neg.	323,0	2,9	2,5	20 %	15 %	-1%	1 %	16 %
FormPipe Software AB	108	109	17,0	11,1	85,9	23,8	2,5	2,2	5 %	11%	3 %	9 %	20 %
Fortnox AB	2653	2652	49,7	36,7	63,1	44,8	23,0	17,6	36 %	30 %	36 %	39 %	69 %
Heeros Oyj	31	33	16,3	14,0	100,1	53,7	2,9	2,7	21%	5 %	3 %	5 %	10 %
IAR Systems Group AB	188	176	14,4	10,6	22,9	15,5	4,6	4,0	18 %	15 %	20 %	26 %	41 %
Irisity AB (publ)	17	16	neg.	9,6	15,6	neg.	1,4	1,1	21%	34 %	9 %	-49 %	-15 %
Lime Technologies AB (publ)	253	273	19,7	17,6	33,6	28,5	6,2	5,4	21%	14 %	18 %	19 %	33 %
Lemonsoft Oyj*	133	126	18,7	14,5	19,3	15,4	5,6	4,7	30 %	16 %	29 %	31 %	46 %
LoopUp Group PLC	8	20	neg.	8,8	neg.	neg.	1,1	0,8	-21%	34 %	-79 %	-45 %	-11 %
NFON AG	120	112	neg.	37,4	neg.	neg.	1,4	1,3	6 %	8 %	-14 %	-5 %	3 %
Simcorp A/S	2537	2546	20,3	17,5	22,5	19,0	4,7	4,4	12 %	6 %	21%	23 %	29 %
Sinch AB (publ)	2911	3842	14,4	11,5	neg.	36,3	1,5	1,3	84 %	14 %	-16 %	4 %	18 %
Upsales Technology AB	113	108	34,1	24,3	44,2	30,6	8,8	6,7	50 %	30 %	20 %	22 %	52 %
8x8 Inc	488	852	22,8	15,5	114,1	21,8	1,4	1,2	21%	18 %	1%	6 %	24 %
Avaya Holdings Corp	12	2486	6,8	7,2	9,8	10,4	1,0	1,1	-12%	-7 %	10 %	11 %	4 %
Enghouse Systems Ltd	1320	1176	12,3	11,9	17,9	17,2	4,0	3,9	-12%	4 %	22 %	23 %	27 %
Five9 Inc	4497	4648	36,9	30,5	48,7	46,2	6,3	5,5	29 %	16 %	13 %	12 %	28 %
Nice Ltd	11855	10997	16,5	16,8	18,7	16,4	5,3	4,8	15 %	11%	29 %	29 %	40 %
RingCentral Inc	3314	4748	13,3	10,4	20,4	14,0	2,5	2,2	26 %	17 %	12 %	15 %	32 %
Twilio Inc	8070	5059	23,1	13,9		81,4	1,4	1,2	37 %	17 %	-2 %	1 %	18 %
Zoom Video Communications Inc	19428	14296	9,1	9,5	9,7	10,1	3,7	3,5	58 %	7 %	38 %	34 %	41 %
LeadDesk (Inderes)*	41	44	13,7	10,3	65,8	29,6	1,6	1,4	9 %	10 %	2 %	5 %	15 %
Keskiarvo (eurooppalaiset)	2258	2111	21,0	20,2	40,0	51,7	5,9	4,6	24 %	20 %	-19 %	-7 %	26 %
Mediaani (eurooppalaiset)	214	244	17,0	14,3	22,9	26,2	4,0	3,6	21 %	15 %	9 %	9 %	28 %
Erotus-% vrt. mediaani	-81 %	-82 %	-19 %	-28 %	188 %	13 %	-61 %	-60 %	-57 %	-36 %	-74 %	-46 %	-48 %

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

Arvonmääritys ja suositus 3/3

pidämme yhtiön aiemmat kasvunäytöt huomioiden epätodennäköisenä. Pessimistisen skenaarion arvioitu vuotuinen tuotto-odotus olisi silti kelvollinen 6 %, mikä kertoo mielestämme sijoittajien varovaisista odotuksista.

Positiivisessa skenaariossa liikevaihto kasvaa keskimäärin 16 % vuodessa ja oik. liikevoitto-% skaalautuu 16 %:iin. Tässä skenaariossa yhtiö onnistuu kasvamaan odotuksiamme vahvemmin Enterprise-myyntiin ja erinomaisesti onnistuvien uusien maiden avaamisen tuella. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus olisi erittäin houkutteleva 45 %. Skenario on linjassa yhtiön historialliseen orgaaniseen kasvuun, joka olisi mielestämme nykyisessä epävarmassa markkinatilanteessa haastava saavuttaa.

DCF-arvonmääritys ja skenaariot

Nykyennusteidemme mukainen DCF-mallimme velaton arvo (EV) LeadDeskille on noin 84 MEUR, mikä vastaa 15,4 euron osakekohtaista arvoa. DCF-mallin pitkän aikavälin potentiaaliin nähden yhtiötä arvostetaan siten huomattavalla 52 %:n alennuksella. DCF-mallin ikuisuusoletuksena vuodesta 2034 eteenpäin oletamme liikevoitto-%:n olevan 20 % ja kasvun 2 %. Ikuisuusoletuksen (terminaalivuoden 2034 jälkeen) painoarvo arvossa on silti edelleen merkittävä 51 %, mikä kertoo yhtiön arvostuksen nojaavan edelleen koviin pitkän aikavälin kasvuodotuksiin. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 10,2 %:iin. Liikearvopoistot huomioidaksemme käytämme DCF-mallissamme tavanomaista (10v) pidempää 13 vuoden ennustejaksoa.

Olemme myös tehneet DCF-skenaariot, jotka

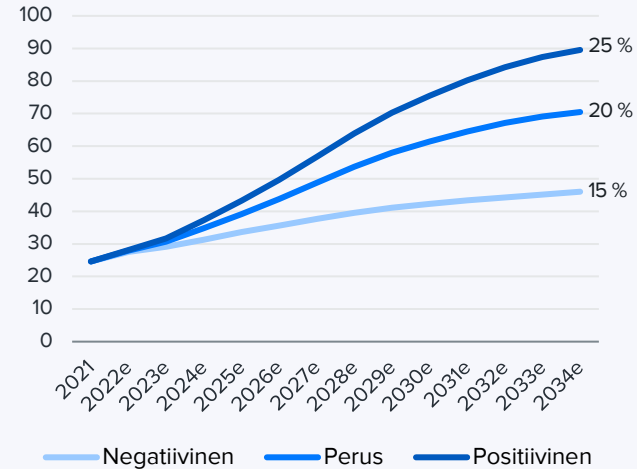
jatkavat vuoden 2025 skenaarioiden mukaisia ennusteitamme. Skenaarioiden taustaoletuksia on kuvattu edellisessä osiossa vuoteen 2025 asti ja tästä eteenpäin kuvaajassa oikealla. Pessimistisessä DCF-skenaariossa osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu 7,6 €/osake. Optimistisessä skenaariossa osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu vastaavasti 26,1 €/osake.

LeadDeskin DCF-laskelma ja arvostus on erittäin herkkä käyttämällemme tuottovaatimukselle, joten esimerkiksi korkoympäristön muutokset voivat heiluttaa arvostustasoa rajusti. Arvostus on myös erittäin herkkä muutoksille yhtiön kasvuodotuksissa. DCF-arvomme on laskenut vuoden takaisesta rajusti, sillä samanaikaisesti kasvu- ja kannattavuusennusteemme ovat laskeneet sekä tuottovaatituksemme nousut. Nämä tekijät ovat laskeneet DCF-arvoa tuplavivulla.

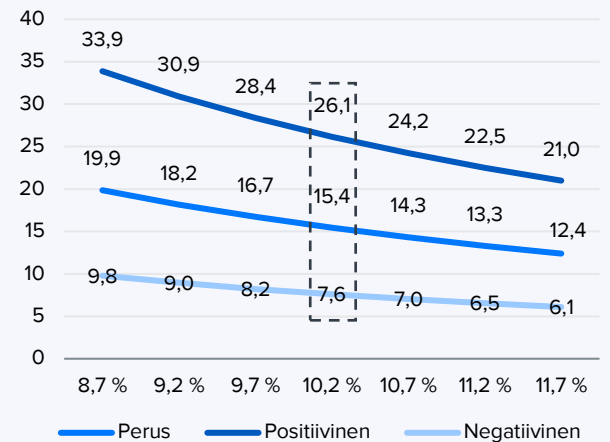
Tuotto-odotus on mielestämme hyvin houkutteleva

LeadDeskin arvostus on nähdäksemme usean tarkastelukulman kautta hyvin houkutteleva. Yhtiön kasvunäkymä ja -näytöt ovat ajan yli katsottuna hyvät ja yhtiön kassavirtapositiivisuus luo sille liikkumavaraa nykyisessä markkinaympäristössä. Arvostuksen keskeisenä riskinä näemme uudet yhtiön kasvutarinaa heikentävät kolhut, jotka muodostuisivat joko uusista kohdemarkkinan kriiseistä (esim. energiasektorin kriisi H1/22) tai yhtiön uusista sisäisistä haasteista (esim. Loxysoft-asiakaspoistuma H2/21). Näitä on kuitenkin mielestämme jo hinnoiteltu osakkeeseen suurissa määrin. Toistamme Osta-suosituksemme ja 10,0 euron tavoitehintamme.

Skenaarioiden liikevaihdot ja terminaalikannattavuus, MEUR ja EBIT-%



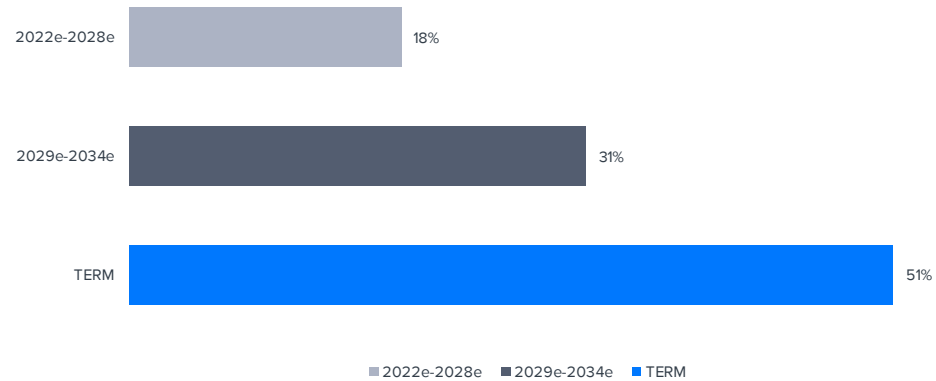
DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle, euroa per osake, WACC-%



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	78,0 %	13,9 %	9,8 %	13,4 %	12,4 %	11,8 %	11,5 %	10,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	
Liikevoitto-%	-4,0 %	-5,7 %	-2,5 %	1,9 %	5,1 %	8,5 %	11,6 %	14,1 %	16,1 %	17,3 %	19,6 %	21,0 %	20,0 %	20,0 %	
Liikevoitto	-1,0	-1,6	-0,8	0,7	2,0	3,7	5,7	7,6	9,3	10,7	12,6	14,1	13,8	14,1	
+ Kokonaispoistot	4,0	4,8	5,0	5,3	5,7	6,1	6,4	6,8	7,1	7,4	6,9	5,5	5,6	5,6	
- Maksetut verot	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,7	-1,1	-1,5	-1,9	-2,1	-2,5	-2,8	-2,8	-2,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,1	-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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	3,6	-0,3	-0,4	0,0	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	6,6	2,8	3,7	5,8	7,9	9,7	11,7	13,5	15,2	16,4	17,4	17,1	16,9	17,1	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-24,6	-4,9	-3,4	-4,0	-4,4	-4,7	-5,1	-5,4	-5,6	-5,6	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-17,9	-2,1	0,3	1,8	3,5	5,0	6,5	8,1	9,6	10,8	11,7	11,4	11,2	11,4	
+/- Muut	3,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-14,9	-0,6	0,3	1,8	3,5	5,0	6,5	8,1	9,6	10,8	11,7	11,4	11,2	11,4	150
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,6	0,2	1,5	2,6	3,4	4,0	4,5	4,9	4,9	4,9	4,3	3,8	3,6	44,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		86,3	86,8	86,6	85,1	82,5	79,1	75,1	70,6	65,7	60,8	55,9	51,6	47,7	44,2
Velaton arvo DCF		86,3													
- Korolliset velat		-9,3													
+ Rahavarat		6,4													
-Vähemmistöosuus		0,0													
-Osinko/pääomapalautus		0,0													
Oman pääoman arvo DCF		84,2													
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,4													

Rahavirran jakauma jaksoittain



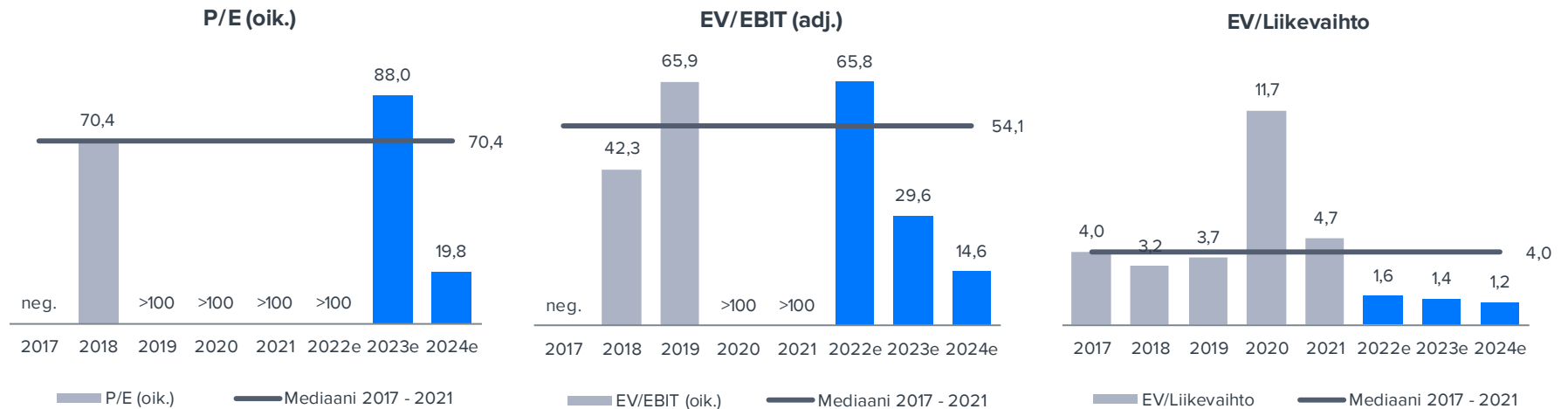
Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,50	7,50	11,0	35,0	21,0	7,44	7,44	7,44	7,44
Osakemäärä, milj. kpl	4,54	4,54	4,43	4,67	5,39	5,46	5,48	5,49	5,51
Markkina-arvo	34	34	51	166	113	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)	36	35	45	161	115	44	44	43	39
P/E (oik.)	neg.	70,4	>100	>100	>100	>100	88,0	19,8	12,6
P/E	neg.	>100	64,3	>100	neg.	neg.	neg.	>100	29,1
P/Kassavirta	neg.	18,7	6,4	neg.	neg.	neg.	>100	22,5	11,6
P/B	90,5	47,0	6,7	17,9	6,0	2,2	2,4	2,4	2,2
P/S	3,7	3,1	4,1	12,0	4,6	1,5	1,3	1,2	1,0
EV/Liikevaihto	4,0	3,2	3,7	11,7	4,7	1,6	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	>100	19,3	25,6	94,0	37,7	13,7	10,3	7,1	5,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	42,3	65,9	>100	>100	65,8	29,6	14,6	9,3
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	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	6,9	27,4	27,5	25,9	24,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	6,0	26,5	26,6	25,0	23,7
Käyttöomaisuus	0,1	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	6,2	10,1	6,5	6,9	7,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	1,3	3,6	3,6	3,7	4,2
Likvidit varat	4,8	6,4	2,8	3,1	3,5
Taseen loppusumma	13,1	37,5	34,0	32,8	32,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	9,3	18,9	18,4	17,1	17,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-3,9	-5,1	-7,1	-8,5	-8,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	13,1	24,0	25,5	25,5	25,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,2	8,0	3,1	2,1	1,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	7,9	3,0	2,0	1,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,7	10,6	12,6	13,7	13,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	1,4	3,6	5,1	4,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,3	9,2	9,0	8,6	9,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	13,1	37,5	34,0	32,8	32,4

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	12,4	13,8	24,6	28,0	30,7	EPS (raportoitu)	0,17	0,04	-0,24	-0,37	-0,25
Käyttökate	3,4	1,7	3,1	3,2	4,3	EPS (oikaistu)	0,05	0,07	0,08	0,03	0,08
Liikevoitto	2,2	0,3	-1,0	-1,6	-0,8	Operat. kassavirta / osake	0,68	0,55	1,23	0,51	0,68
Voitto ennen veroja	0,9	0,3	-1,2	-1,9	-1,2	Vapaa kassavirta / osake	1,79	-0,37	-2,76	-0,10	0,05
Nettovoitto	0,8	0,2	-1,3	-2,0	-1,4	Omapääoma / osake	1,70	1,99	3,51	3,38	3,11
Kertaluontoiset erät	1,5	-0,1	-2,1	-2,3	-2,3	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	10,5	13,1	37,5	34,0	32,8	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	78 %	14 %	10 %
Oma pääoma	7,6	9,3	18,9	18,4	17,1	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	-3 %	78 %	4 %	34 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	-35 %	155 %	-41 %	124 %
Nettovelat	-4,8	-4,3	2,9	3,8	4,0	EPS oik. kasvu-%	-53 %	36 %	13 %	-66 %	226 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	14,3 %	12,4 %	12,4 %	11,4 %	13,9 %
Käyttökate	3,4	1,7	3,1	3,2	4,3	Oik. Liikevoitto-%	5,5 %	3,2 %	4,6 %	2,4 %	4,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	1,0	3,6	-0,3	-0,4	Liikevoitto-%	17,9 %	2,2 %	-4,0 %	-5,7 %	-2,5 %
Operatiivinen kassavirta	3,0	2,6	6,6	2,8	3,7	ROE-%	18,3 %	2,4 %	-9,1 %	-10,8 %	-7,8 %
Investoinnit	-1,0	-4,6	-24,6	-4,9	-3,4	ROI-%	40,2 %	3,3 %	-5,2 %	-6,0 %	-3,1 %
Vapaa kassavirta	8,0	-1,7	-14,9	-0,6	0,3	Omavaraisuusaste	72,2 %	70,8 %	50,4 %	54,2 %	52,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-63,9 %	-46,4 %	15,4 %	20,6 %	23,6 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,7	11,7	4,7	1,6	1,4						
EV/EBITDA (oik.)	25,6	94,0	37,7	13,7	10,3						
EV/EBIT (oik.)	65,9	>100	>100	65,8	29,6						
P/E (oik.)	>100	>100	>100	>100	88,0						
P/B	6,7	17,9	6,0	2,2	2,4						
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 suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa 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
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 €
05/01/2022	Lisää	24,00 €	21,00 €
25/02/2022	Lisää	16,00 €	14,00 €
29/04/2022	Osta	14,00 €	11,50 €
26/08/2022	Osta	10,00 €	7,00 €
28/10/2022	Osta	10,00 €	6,20 €
21/12/2022	Osta	10,00 €	7,44 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**