

LeadDesk

Laaja raportti

09/06/2020

Kohti skaalautuvan kasvun vaihetta

Toistamme LeadDeskin lisää-suosituksen ja tarkistamme osakkeen tavoitehinnan 11,50 euroon (aik. 9,0 euroa). LeadDeskin sijoitustarina on edennyt arviomme mukaan sijoittajan kannalta houkuttelevaan vaiheeseen, jossa kansainväliseen liiketoimintaan ja tuotekehitykseen tehdyt panostukset alkavat maksamaan itseään takaisin laajentuvan markkinapotentiaalini ja skaalautuvan kasvun muodossa. Odotamme yhtiön operatiivisen tuloskasvun yltävän lähivuosina noin 40 %:iin vuosittain, mihin suhteutettuna osakkeen arvostustaso on edelleen kohtuullinen.

Pohjoismaiden johtava SaaS-pohjaisten contact center -ohjelmistojen toimittaja

LeadDesk on Pohjoismaiden johtava toimija omalla erikoistumisalueellaan, pilvipalveluna tarjottavissa suuren volyymin contact center -ohjelmistoratkaisuissa. Yhtiöllä on toimistot 7 maassa ja ohjelmistolla käyttäjinä yli 700 asiakasyritystä. Yhtiön ratkaisun kilpailuetuja ovat nopea ja hyvin kustannustehokas käyttöönotto, korkea skaalautuvuus, luotettavuus, helppo integroitavuus ja konfiguroitavuus sekä kilpailukykyinen hinnoittelumalli. LeadDeskin kilpailukyky on sekä ydinkohderyhmänsä SaaS-kilpailijoita että erityisesti perinteisiä ohjelmistoyhtiöitä vastaan vahva. Yhtiö on kaupallistanut ja todentanut pilvipalvelunsa kilpailukykyyn jo onnistuneesti Suomessa ja laajentanut liiketoimintaansa kannattavaan mittakaavaan viidellä kansainvälisellä markkinalla (ulkomaat yli 50 % liikevaihdosta), mikä todistaa yhtiön kansainvälistymisstrategian toimivuutta.

Toimialan kasvunäkymät erinomaiset ja alan konsolidaatio on käynnistynyt

Pilvipohjaisten contact center -ohjelmistojen markkina kasvaa globaalisti noin 24 % vuosittain. Markkinan kasvua tukee toimialan voimakas siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin, sillä tutkimusten mukaan vielä jopa 2/3 alan työpisteistä käyttää perinteisiä ohjelmistoratkaisuja. Pilviratkaisujen suosiota ajaa niiden joustavuus, parempi käyttökokemus, tehokkuus sekä matalampi käyttöönoton kynnys ja kustannus. Myös koronakriisi tulee arviomme mukaan kiihdyttämään alan siirtymää pilvipalveluihin. Contact center -ohjelmistojen markkina vaatii tyypillisesti vahvaa paikallistuntemusta ja läsnäoloa ja teknisesti alalle tulon kynnys on ollut matala, mikä on johtanut toimialan pirstaloitumiseen. SaaS-mallin yleistymisen ja merkittävät skaalaedut ovat kuitenkin käynnistäneet markkinaosuuksien keskittymisen ja konsolidaation markkinalla, ja LeadDeskin tavoitteena on toimia edelläkävijyyden sekä vahvan taseensa turvin johtava osapuolena toimialan kehityksessä.

Arvostus on edelleen kohtuullinen vahva tuloskasvupotentiaali huomioiden

Ennustamme kansainvälisten liiketoimintojen vedolla LeadDeskin vuosien 2019-2022 vertailukelpoisen liikevaihdon kasvuksi keskimäärin noin 16 %, käyttökatteen 30 % ja liikevoiton noin 40 % vuodessa. Useaan eri arvonmääritysmenetelmään perustuen arviomme LeadDeskin osakkeen käyväksi arvoksi 11,50 euroa, mikä vastaa vuodelle 2021 noin 3x EV/S-kerrointa 34x EV/EBIT-kerrointa. Osakkeen arvostus on siten tulospohjaisesti vielä erittäin vaativa, mutta näkemyksemme mukaan perusteltavissa vahvalla tuloskasvunäkymällä sekä toistuviin tuottoihin nojaavan liiketoimintamallin ennustettavuudella. Vaikka yhtiön riskitaso on madaltunut vuonna 2019 tehtyjen yritysjärjestelyjen ja kansainvälisten toimintojen vahvan kasvun myötä selvästi, huomautamme että sijoittajien täytyy kantaa edelleen yhtiön pieneen mittakaavaan, toimialan kehitysvaiheeseen ja kilpailudynamiikkaan sekä sektorin arvostustasojen kestävyteen liittyviä riskejä.

Analytytikot



Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



11,50 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi: 10,70 EUR

Potentiaali: 7,5 %

Avainluvut

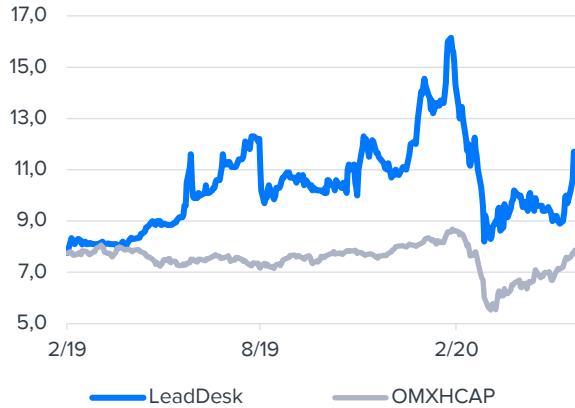
	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto *	10,7	12,3	14,3	16,7
kasvu-%	14 %	15 %	17 %	17 %
EBITDA oik. *	1,5	1,8	2,4	3,1
- EBITDA-% oik.	14,3 %	14,7 %	16,5 %	18,3 %
Nettotulos	0,8	0,7	1,2	1,8
EPS (oik.)	0,05	0,14	0,26	0,36

P/E (oik.)	>100	74,2	40,9	29,5
P/B	6,7	6,1	5,3	4,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,9 %
EV/EBIT (oik.)	65,9	58,6	34,2	23,0
EV/EBITDA	25,6	24,1	18,0	14,1
EV/Liikevaihto	3,7	3,6	3,0	2,6

Lähde: Inderes

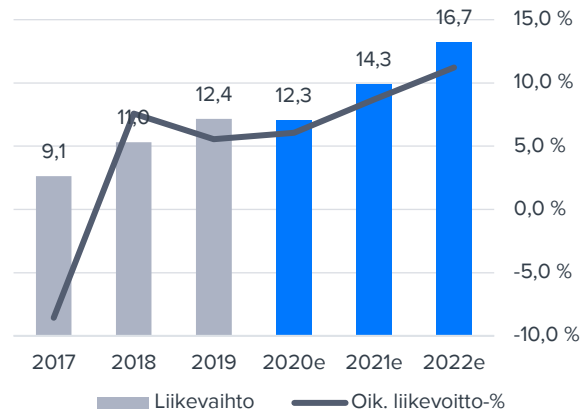
* Jatkuvat liiketoiminnot

Osakekurssi



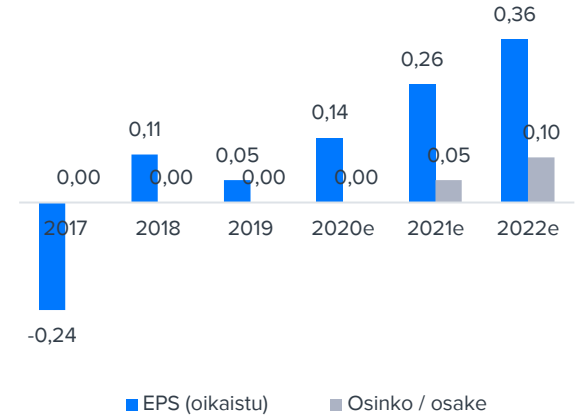
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Voimakkaasti kasvavat kohdemarkkinat ja merkittävä markkinapotentiaali
- Vahva kilpailukyky suhteessa kohdemarkkinoiden pienimpiin ja paikallisiin toimijoihin
- Skaalautuva liiketoimintamalli ja kustannusrakenne
- Asiakkuuksien laajentaminen uusiin ratkaisuihin ja lisäarvopalveluihin
- Uudet markkina-alueet
- Yrityskaupat

Riskitekijät

- Rajallinen näkyvyys uusmyynnin onnistumiseen
- Kilpailutilanteen muutokset
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Yrityssostot ja uudet markkinat
- Koronakriisi ja suhdannevaihtelut voivat kasvattaa asiakaspoistuvuutta

Arvostus

- Arvostustasossa nousupotentiaalia käyttämämme viiteryhmien (SaaS-yhtiöt, pohjoismaiset ohjelmisto- ja IT-yhtiöt, DCF, toimialaverrokki) indikoimaan arvostukseen pohjautuen
- Vahva tuloskasvu laskee kertoimia nopeasti
- Osakkeen vaihdettavuus on heikko, mikä nostaa tuottovaadetta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Strategia	15-17
Markkinat	18-19
Kilpailukenttä	20-21
Historiallinen kehitys	22-23
Ennusteet	24-27
Sijoitusprofiili ja liiketoiminnan riskiprofiili	28-29
Arvonmääritys	30-36
Yhteenvetotaulukko, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37-41

LeadDesk lyhyesti

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

2010

Toiminnan käynnistysvuosi

>700 / 7

Asiakkaita / toimintamaiden lukumäärä

12,4 / 10,7 MEUR (+13 % vs. 2018)

Liikevaihto / Jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto, 2019

+40 % 2012-2019

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

1,9 / 0,7 MEUR (15,3 % / 5,5 % lv:sta)

Käyttökate oik. / Liikevoitto oik. 2019

82

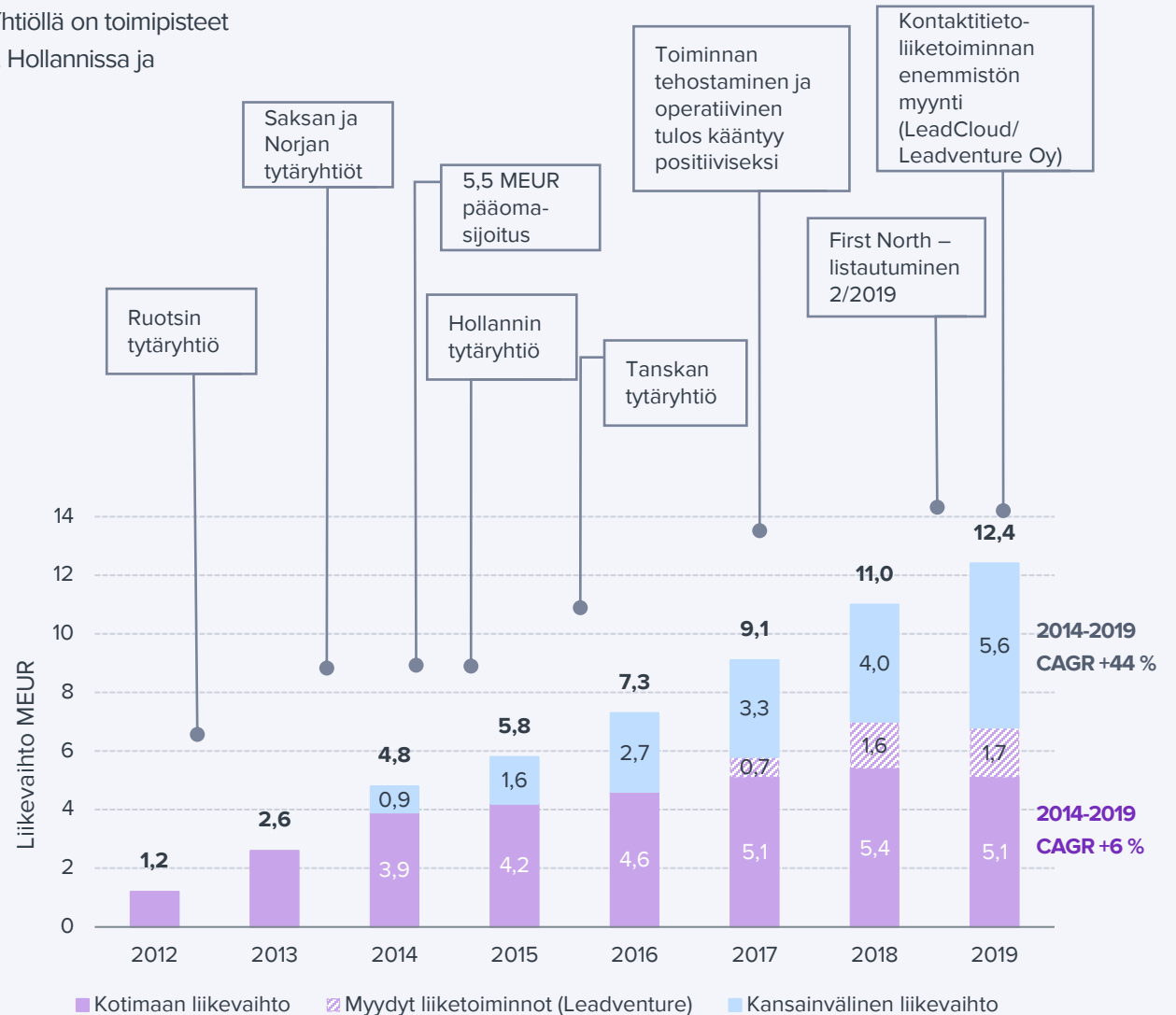
Henkilöstö 2019 lopussa

n. 77 % *

Toistuvan liikevaihdon osuus jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdosta vuonna 2019 *

52 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdosta vuonna 2019



Lähde: LeadDesk / Inderes

* LeadDesk-pilvipalveluiden toistuvat tuotot (ml. Telepalvelut)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

LeadDeskin tausta ja historia

LeadDesk tarjoaa pilvipohjaista contact center -ohjelmistoa suuren kontaktimäärän asiakaspalvelun ja myynnin tarpeisiin. Yhtiö perustettiin vuonna 2009 ja sen toiminta käynnistyi vuonna 2010. Perustajat ovat entisiä liikkeenjohdon konsultteja, jotka näkivät ohjelmistojen pilvisiirtymän luovan contact center -ohjelmistojen markkinalle kasvumahdollisuuden. Ajoitus perustamiselle oli hyvä, sillä LeadDeskin toimialalla teknologia alkoi vasta 2010-luvun taitteessa kypsyä siinä määrin, jotta ohjelmistojen siirtymä pilviaikakaudelle alalla saattoi käynnistyä.

Yhtiön perustamisen jälkeisen nopean kasvun jälkeen yrittäjät siirsivät LeadDeskin operatiivisen johtamisen vastuun vuonna 2013 uudistetulle johtoryhmälle, jolloin yhtiön nykyinen toimitusjohtaja Olli Nokso-Koivisto aloitti tehtävässään. Yhtiötä lähdettiin vuonna 2013 kansainvälistämään voimakkaasti, kun tuotteen kilpailukyky oli todennettu ensin Suomen markkinalla. Alkuun kokeiltu etämyyntimalli ei kuitenkaan toiminut odotetusti ulkomaille laajentumisessa, minkä takia kansainvälistymisstrategiaa muutettiin paikalliseen läsnäoloon ja myyntimalliin perustuvaksi. Vuosina 2013-2014 yhtiö avasi tytäryhtiöt Ruotsiin, Norjaan ja Saksaan.

Toimintamallin uudistuksen kautta uudet markkinat lähtivät tavoiteltuun kasvuun, ja kun kansainvälistymisen toimivuudesta oli saatu riittävästi näyttöjä, yhtiö keräsi vuonna 2015 SaaS-yhtiöihin erikoistuneelta sijoitusyhtiö Dawn Capitalilta sekä Teollisuussijoitukselta 5,5

miljoonan euron rahoituksen. Rahoituksen avulla LeadDesk lähti aggressiivisesti kiihdyttämään kansainvälistä kasvuaan ja yhtiön tulos painui strategian mukaisten kasvupanostusten myötä selvästi tappiolle (EBITDA 2015-2016 -20-30 %). Vuosina 2015-2016 yhtiö avasi toimipisteet Hollantiin ja Tanskaan sekä investoi ohjelmiston taustainfrastruktuuriin, jotta ratkaisun skaalautuvuus parantuisi.

Vuonna 2017 LeadDesk käynnisti strategisen siirtymän tappiollisesta start-upista kannattavan kasvun yhtiöksi ja alkoi kehittämään liiketoiminnan tehokkuutta. Yhtiö leikkasi aggressiivisimpia kasvupanostuksia ja tehosti toimintojaan, minkä seurauksena liikevaihdon kasvu hidastui noin 10-20 %:iin, mutta vastaavasti kannattavuus nousi nopeasti selvästi positiiviseksi (2018-2019 oik. EBITDA-% >15 %). Arviomme mukaan vuosina 2013-2016 avatut kansainväliset markkinat ovat tänä päivänä nousseet volyymitasolle, jolla ne ovat kannattavia ja kassavirtapositiivisia. Siten LeadDeskillä voi todeta olevan jo hyvät näytöt onnistuneesta kansainvälistymisestä niin kasvun kuin kannattavuuden osalta. Vuonna 2019 LeadDesk jatkoi kansainvälistä laajentumistaan avaamalla maayhtiön Espanjan markkinalle.

LeadDesk tänään

LeadDesk kertoo olevansa nykyisin Pohjoismaiden johtava pilvipalveluna tarjottavien suurivolyymisten myynti- ja asiakaspalveluohjelmistojen toimittaja. Yhtiöllä on maayhtiöt seitsemässä maassa ja yli 700 asiakasyritystä. Yhtiön jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto oli 10,7 MEUR vuonna 2019 ja se työllisti vuoden lopussa 82 henkilöä, joista on arviomme mukaan 1/3-osaa ulkomailla.

LeadDesk operoi hajautetulla organisaatiomallilla. Yhtiön pääkonttori on keskitetty Suomeen Helsinkiin ja tuotekehitys Lappeenrantaan. Myynti- ja asiakaspalveluhenkilöstö toimii lähellä asiakkaita suhteellisen itsenäisesti toimivissa maayhtiöissä.

LeadDesk toteutti onnistuneesti listautumisen First North -markkinapaikalle helmikuussa 2019. Listautuminen ei ollut yhtiön omistajien exit-reitti, vaan yhtiölle työkalu strategian seuraavan vaiheen toteutukseen. Listautumisella yhtiö sai pääomia kasvustrategian seuraavaan vaiheeseen sekä oman osakkeen maksuvälineeksi mahdollisiin yrityskauppoihin ja henkilöstön sitouttamiseen, joilla on keskeinen rooli yhtiön nykyisessä strategiavaiheessa. Lisäksi listautumisella tavoiteltiin yhtiön tunnettuuden ja uskottavuuden vahvistamista asiakkaiden keskuudessa ja työnantajana. Yhtiö keräsi listautumisannilla noin 5,2 miljoonan euron nettovarot. LeadDeskin suurimpia omistajia ovat yhtiön perustajat Olli Sirkiä (23 %) ja Lauri Pukkinen (23 %). Muita suuria omistajia ovat kasvuvaiheen rahoittajat Dawn Capital (omistus >10 % ja Teollisuussijoitus (11 %) sekä toimitusjohtaja Olli Nokso-Koivisto (6 %).

Vuoden 2019 aikana yhtiö toteutti myös toisen merkittävän strategisen askeleen, kun se myi enemmistön (85 %) Suomen markkinalla toimivasta, kontaktitietoja jalostavasta Leadventure Oy:stä pääomasijoittajalle. Yhtiö sai liiketoimintakaupasta 2,1 MEUR, josta maksettiin käteisenä 1,3 MEUR ja uuden yhtiön osakkeilla (0,8 MEUR). Liiketoimintakaupan logiikkana oli vahvistaa yhtiön fokusta ja resursseja SaaS-ohjelmistopalveluiden kasvustrategian toteuttamiseen, sekä madaltaa liiketoiminnan riskitasoa.

Kumppanit ja integraatio



Operaattori-integraatiot telepalveluita varten



Rajapinnat asiakkaan ERP/CRM -järjestelmiin

Toiminnot

Tuotekehitys



Asiakastuki ja Customer Success



Hallinto



Paikallinen myyntitoimisto ja tuki



Resurssit

Oma ohjelmisto paikallisella kielellä



Sertifiointit, toimiala- ja asiakastuntemus



LeadApp - lisätoiminnallisuudet



Infrastruktuuri ja integraatiot



Liiketoimintaidea

Älykäs SaaS-ratkaisu suurten kontaktimäärien myyntiin ja asiakaspalveluun.



- Kokonaisvaltainen pilvipohjainen SaaS-ohjelmisto contact centerille
- Mahdollistaa tehokkaan myynti- ja asiakaskontaktien käsittelyn
- Ennakoiva ja älykäs soittojärjestelmä
- Helppo ja nopea käyttöönotto
- Korkea luotettavuus ja toimintavarmuus

Myyntikanavat



Online-myynti/markkinointi



Suora-myynti

Kilpailu

Paikalliset toimijat



Steam



Kansainväliset toimijat



Ratkaisut

Outbound-myynti



Inbound-myynti

Asiakaspalvelu



Alihankkijoiden hallinta

Kustannusrakenne



Materiaalit ja palvelut (22 % liikevaihdosta)



Henkilöstökulut (39 %)



Liiketoiminnan muut kulut (26 %)



Poistot (10 %)

83 hlö (2019)
-11,9 m€ (2019)

Liikevaihdon jakauma (jatkuvat liiketoiminnot)

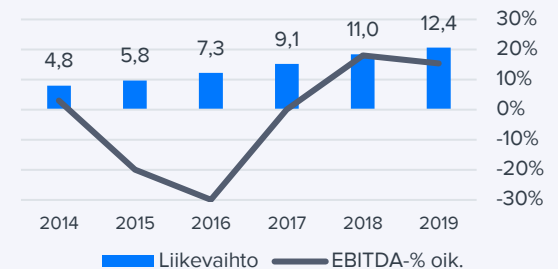
SaaS-ohjelmistotuotot 69 %

Telepalvelut 28 %

Asiantuntijatyö 3 %

Tulovirrat

Liikevaihto 12,4 m€ (2019)
EBITDA oik. 1,9 m€



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintamalli

Tuote ja asiakkaat

LeadDeskin Software as a Service -mallilla (SaaS) toimitettavan selainpohjaisen ohjelmiston avulla myynti- ja asiakaspalveluhenkilöstö pystyy työskentelemään tehokkaasti kontaktoinnissa (myynnissä) sekä asiakaskontaktien vastaanotossa. Ratkaisun avulla asiakas saa contact center -toiminnan prosesseihin tehokkuutta yhdistämällä oikean henkilön, kanavan ja ratkaisun oikeaan aikaan.

Pilvipohjaisuus tuo asiakkaalle joustavuutta ja skaalautuvuutta sekä kustannussäästöjä. Ohjelmisto sisältää lukuisia contact center -toiminnan edellyttämiä perustoiminnallisuksia, minkä lisäksi yhtiö kehittää erillisiä LeadApp -lisäarvosovelluksia täydentämään tarjoamaa.

Yhtiön ohjelmisto on suunniteltu alunperin erityisesti ulospäin suuntautuvan (outbound) myynnin tarpeisiin, mutta ohjelmistoa on laajennettu kattamaan myös sisäänpäin kohdistuvan (inbound) myynnin sekä asiakaspalvelun tarpeet. Ohjelmiston käyttöönotto on nopea ja se ei vaadi merkittävää räätälöintiä tai integrointia, mikä tekee LeadDeskin myynti- ja käyttöönottosyklistä huomattavasti kevyemmän ja nopeamman verrattuna moniin muihin yritysohjelmistoihin ja kilpailijoihin. LeadDeskin tuote voidaan myös integroida mm. yleisimpiin CRM-järjestelmiin valmiiden rajapintojen kautta.

Ratkaisun ydinkohderyhmää ovat pienet ja keskisuuret contact center -yritykset sekä organisaatioiden sisäiset, tyypillisesti alle 50 henkilön myynti- ja asiakaspalvelutiimit, jotka

käsittelevät suuria volyymejä myynti- ja asiakaspalvelukontakteja. Contact center -yritykset toimivat usein ohuilla marginaaleilla ja kovan kilpailun alaisena, minkä takia ohjelmiston tarjoama prosessien tehokkuus, palvelun luotettavuus ja joustavuus ovat kriittisiä ominaisuuksia. Muita asiakastoimialoja ovat esimerkiksi media, turvallisuuspalvelut, energia-ala, tietoliikenne, talouspalvelut, markkinatutkimus ja julkinen sektori. Asiakkaat toimivat tyypillisesti yhdellä kielialueella / maassa, mikä edellyttää LeadDeskilta läsnäoloa lähellä asiakkaita.

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 kymmenessä eri sijainnissa ympäri Eurooppaa. Yhtiö ostaa operaattoreilta tukkupalveluna tietoliikennekapasiteettia, jota jälleenmyydään osana LeadDeskin ratkaisua asiakkaille. Telepalvelut ovat yhtiölle arviomme mukaan hyvän marginaalitason, toistuvaa myyntiä ja ne vastaavat noin 1/3-osaa yhtiön liikevaihdosta.

Myynti ja asiakkaan elinkaari

LeadDesk toimii tällä hetkellä puhtaasti oman myyntiorganisaation kautta. Toisin kuin monessa muussa ohjelmistoratkaisussa, LeadDeskin kohdemarkkinassa kevyen ratkaisun ansiosta ohjelmistotoimittajan ja asiakkaan väliin ei tarvita integraattoria. Yhtiö tavoittaa asiakkaita oman outbound-myyntin sekä online-myyntin kautta. Asiakkaalla ostopäätöksen tekijä on tyypillisesti käyttäjäorganisaation esimies (contact center) ja

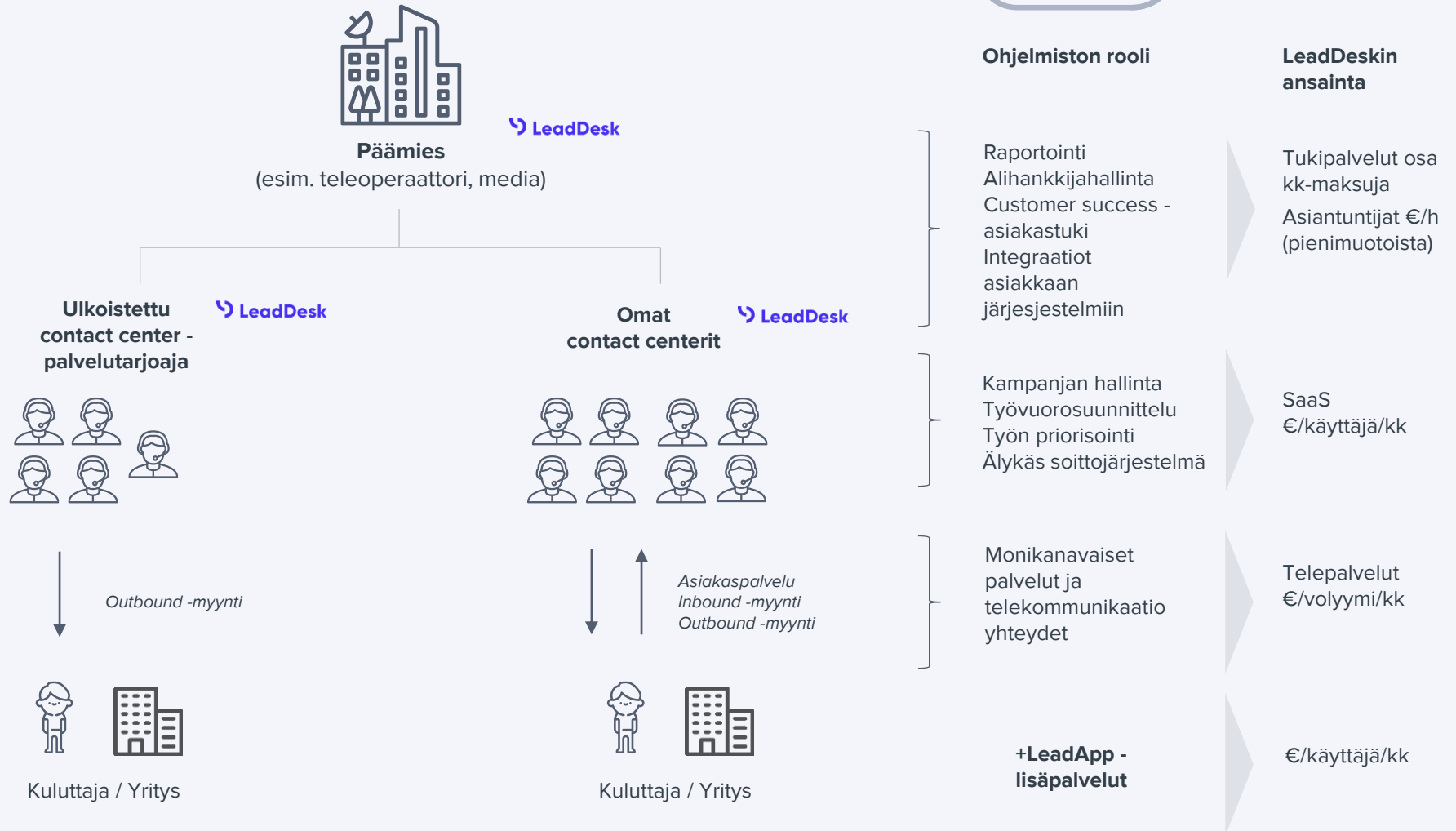
asiakkaan IT-osasto on harvoin hankinnassa mukana, mikä nopeuttaa myynti- ja käyttöönottosykliä merkittävästi.

Outbound-myyntiä tekevässä asiakasorganisaatiossa ohjelmiston käyttöönotto tapahtuu nopeimmillaan muutamissa kuukausissa ja usein hyvin tulosohtautuvat myyntiorganisaatiot (outbound) ovat ripeitä tekemään päätöksiä. Asiakas pystyy tekemään tuotteen käyttöönoton pääasiassa itse ja LeadDeskin tarjoamat asiantuntijapalvelut ovat vain tukevassa roolissa. Asiakkaan inbound-myyntin ja asiakaspalvelun hankkiessa ratkaisua käyttöönotto on vaativampi ja myyntiprosessi pidempi. Siten LeadDesk etenee myynnissään tyypillisesti ensin asiakkaan outbound-myyntiä tekevän osaston kautta.

Kun asiakas on ottanut ohjelmiston käyttöön käynnistyvät kuukausittain laskutettavat käyttöpaikkojen määrään (lisensseihin) ja ratkaisun laajuuteen pohjautuvat käyttömaksut. Sopimukset ovat tyypillisesti voimassa noin vuoden kerrallaan. Asiakkaalla on sopimuksesta riippuen tukena asiakaspalvelu sekä customer success -tiimi, jonka tehtävä on asiakasta menestymään liiketoiminnassaan. LeadDeskin perustason (2-5 lisenssiä) ns. "Instant"-lisenssin hinta on 89 euroa käyttöpaikkaa kohden kuukaudessa ja ns. advanced-lisenssin (>5 lisenssiä) 129 euroa kuukaudessa, mutta suuren käyttäjämäärän asiakkaissa hinnat ovat arviomme mukaan alempia, noin 70-80 euroa/kk/lisenssi. Yhtiön asiakkaan keskikoko on arviomme mukaan reilut 1200 euroa kuukaudessa. Tuotteen selkeänä vahvuutena on sen kyky skaalautua muutaman hengen contact centeristä myös suuren yrityksen tarpeisiin.

LeadDeskin liiketoimintamalli

Havainnollistava esimerkki LeadDeskin ratkaisujen käytöstä contact center -ekosysteemissä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

LeadDeskin kasvu nykyasiakkaissa tulee pääasiassa asiakkaiden käytön laajentumisesta eli käyttäjämäärän ja telepalveluiden käytön kasvusta sekä laajentumisesta useille sovellusalueille (esim. asiakaspalveluun). Myös käyttöä helpottavien ja tukevien LeadApp-lisäarvopalveluiden avulla asiakkuuksien arvoa pyritään kasvattamaan pitkässä juoksussa, mutta tällä hetkellä niiden osuus yhtiön liikevaihdosta on vielä matala.

Asiakaspysyvyyttä yhtiölle turvaa se, että ratkaisu on tyypillisesti hyvin kriittinen osa asiakkaan liiketoimintaprosesseja. Palvelun toimintavarmuus, tehokkuus ja luotettavuus korostuvat tällöin kilpailutekijöinä. Lisäksi pilvipohjaisuus on yhtiölle keskeinen kilpailuetu, sillä asiakkaat ovat pääasiassa siirtymässä perinteisistä ratkaisuista puhtaisiin pilviohjelmistoihin, missä LeadDeskin kilpailuasema on hyvä. LeadDeskin ratkaisun nopean myytävyyden kääntöpuolena on asiakaskunnan korkeahko vaihtuvuus, sillä varsinkin outbound-myyntiä tekevät contact centerit ovat usein pieniä toimijoita, joiden luontainen poistuma on suurta. Lisäksi vaihtuvuus on usein suurempaa asiakkuuden ensimmäisen puolen vuoden aikana, jolloin asiakkaat tyypillisesti vielä kartoittavat ratkaisun soveltuvuutta.

Alihankkijaverkoston hallintaominaisuus tuo verkostovaikutuksia liiketoimintaan

SaaS-yritysohjelmistot sisältävät harvoin alustayhtiöille tyypillisiä verkostovaikutuksia, mutta LeadDeskin tapauksessa liiketoimintamalli tarjoaa tiettyjä yhtiön markkina-aseman vahvistuessa voimistuvia verkostovaikutuksia. Tämä perustuu

siihen, että myytävän tuotteen tai asiakkaan omistava päämies (kuten teleoperaattori) saama hyöty ohjelmistosta kasvaa sitä suuremmaksi, mitä enemmän sen call center -alihankkijoita käyttää samaa ohjelmistoa. Tätä kautta päämies pystyy seuraamaan ja ohjaamaan outbound-myyntiin aktiviteetteja sekä kilpailuttamaan alihankkijoitaan LeadDeskin avulla helposti. Tämä antaa päämiehille myös voimakkaan kannusteen aktivoida niiden ekosysteemissä olevia alihankkijoita siirtymään LeadDeskin ohjelmiston käyttöön. Käsityksemme mukaan Suomen markkinalla tämä LeadDeskin ympärille syntyvä ekosysteemi on yhtiölle selkeä kilpailuetu, joka tuo vallihautaa liiketoimintamalliin.

Tuotekehitys

LeadDeskin tuotekehityksessä työskentelee noin 20 % yhtiön henkilöstöstä ja tuotekehityskulut vastaavat arviomme mukaan noin 15 % yhtiön liikevaihdosta (2019).

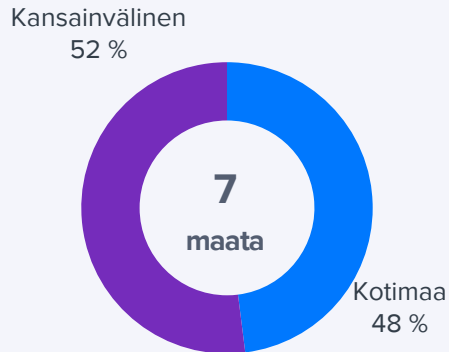
Yhtiön tuote on kypsä, kilpailukykyinen ja helposti monistettavissa uusille markkinoille, joten yhtiöllä ei ole arvioimme mukaan merkittäviä tuotekehitysinvestointien kiihdyttämisen tarpeita edessään, mikä on sijoittajan kannalta positiivista.

Tuotekehitys jakautuu normaaliin operatiiviseen pienkehitykseen, strategiseen ohjelmiston kilpailukykyä vahvistavaan tuotekehitykseen sekä taktiseen tuotekehitykseen, jonka kautta tavoitellaan uutta myyntiä esimerkiksi tietyllä toimialalla tai markkina-alueella.

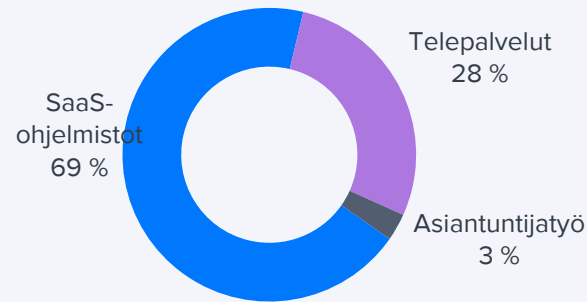
LeadDeskin liikevaihdon muodostuminen

Jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto 2019 10,7 MEUR

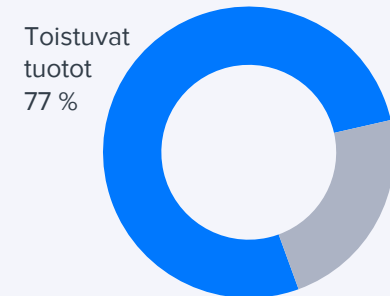
Maantieteellinen 2019



Tuottolajittain 2019

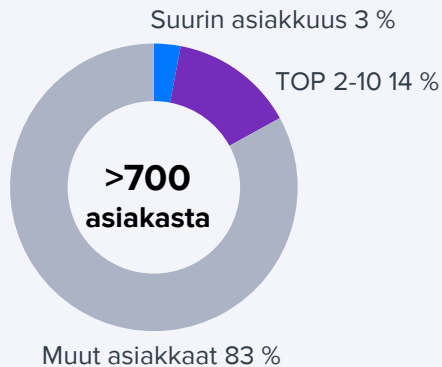


Toistuvat tuotot 2019 *



* LeadDesk-pilvipalveluiden toistuvat tuotot (ARR, 12/2019)

Asiakaskunta (LeadDesk pilvipalvelut)



Liikevaihtotyypit

SaaS-ohjelmistotuotot (toistuvia)

SaaS-ohjelmistotuotot koostuvat jatkuvista pilvipalveluina tarjottavien LeadDesk-ohjelmistoratkaisujen lisenssimaksuista.

Telepalvelut (luonteeltaan toistuvia)

Telepalvelut-liikevaihtoerän tuotot muodostuvat LeadDeskin palvelinverkoston kautta kulkevan VoIP-liikenteen käyttömaksuista.

Asiantuntijatyö (kertaluonteista)

LeadDeskin ohjelmistoratkaisujen käyttöönottoa ja integrointia tukevat palvelut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Skaalautuvuus

LeadDeskin SaaS-/Cloud-malliin perustuva liiketoimintamalli on ohjelmistoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan perusteiltaan hyvin skaalautuvaa. Tämä tarkoittaa sitä, että liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa tietyllä tasolle lähes kaikkien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon ja kiihdyttämään tuloskasvun liikevaihdon kasvua nopeammaksi.

SaaS-mallilla toimivien yhtiöiden elinkaaren alkuvaiheessa ja erityisesti nopean kasvun vaiheessa skaalautuvuus ei kuitenkaan tyypillisesti heijastu vielä täysimääräisesti SaaS-yhtiöiden suhteelliseen kustannustasoon ja tuloskehitykseen, mikä selittyy 1) SaaS-tuottojen ja kassavirran kertymisellä tasaisesti yli ajan, 2) kasvuun, palveluiden kehitykseen ja ylläpitoon liittyvien panostusten voimakkaalla etupainoisuudella, ja 3) vanhojen asiakkaiden tyypillisesti hitaasti yli ajan tapahtuvalla kasvulla ja laajentumisella.

Kuluerittäin katsottuna suurin skaalautumispotentiaali liittyy SaaS-yhtiöillä tyypillisesti myynnin ja markkinoinnin kuluihin sekä T&K-kuluihin, mutta myös liikevaihdon muuttuvien kulujen ja hallinnon kulujen skaalautumisessa on merkittävää potentiaalia. LeadDesk ei tee skaalautumisen suhteen kokonaisuutena merkittävää poikkeusta tyypilliseen SaaS-yhtiöön verrattuna.

LeadDeskin materiaalit ja palvelut -kulujen suhde suhteessa yhtiön liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina noin 20-30 %:n tasolla, eli yhtiön

myyntikate-% on ollut noin 70-80 %. Arviomme mukaan yhtiön SaaS-ohjelmistotuottojen myyntikate-% on yli 90 %, mutta ulkopuolisiin palveluihin (teleoperaattoreihin) nojaavien Telepalveluiden myyntikate-% on noin 30-50 %:n tasolla. Arviomme mukaan LeadDeskin myyntikate-%:ssa voi olla skaalautumispotentiaalia, kun pilvipalvelin-kapasiteetin ja telepalveluiden yksikkökustannukset laskevat volyymin kasvun mukana.

LeadDeskin T&K-kulujen suhde suhteessa yhtiön liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina noin 10-20 %:n tasolla. LeadDeskillä on tällä hetkellä jo melko kypsä ja kaupallisesti toimivaksi todennettu tuote, joka on monistettavissa ja laajettavissa kansainvälisesti. Myös tuotepäivityksiin liittyvät kustannukset skaalautuvat asiakasmäärän kasvun myötä voimakkaasti, koska SaaS-mallissa niiden kustannukset voidaan jakaa ennakoitavasti koko asiakasmassan kesken. Arvioimme, että T&K-kulujen suhde suhteessa liikevaihtoon pystytään pitämään myös lähivuodet noin 10-20 %:n välillä suhteessa liikevaihtoon. Pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön pystyvän skaalamaan näitä kuluja noin 10-15 %:iin liikevaihdosta.

LeadDeskin liiketoiminnan skaalautuvuuden rajoittavana tekijänä on ollut nopean kasvun vaiheessa ja tulee olemaan myös keskipitkällä aikavälillä myyntikanavan kattavuus ja asiakashankinnan resurssit, joiden rakentaminen vaatii edelleen merkittäviä, osin etupainotteisia kulupanostuksia muun muassa henkilöstöön, toimipisteisiin, myyntiin ja markkinointiin. Arviomme, että LeadDeskin myynti- ja markkinointikulujen suhde suhteessa yhtiön

liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina noin 35-45 %:n tasolla ja odotamme niiden säilyvän tällä tasolla myös lähivuodet. Pitkällä aikavälillä myös myynnin ja markkinoinnin kulujen pitäisi skaalautua merkittävästi, kun myynnin tehokkuus kasvaa asteittain skaalan myötä, asiakkaiden tukeen liittyvät palvelut monistuvat, ja vanhojen asiakkaiden laajentuminen vaatii uusasiakkaisiin nähden vähemmän myyntipanostuksia. Arviomme, että skaalautumisvaiheessa (2023-) LeadDeskin myyntipanostusten suhde voisi laskea 25-35 %:iin liikevaihdosta.

Tuottojen näkyvyys ja jatkuvuus

Jatkuvien ohjelmistopalveluiden (SaaS) ja cloud-tuottojen kertyminen seuraa tyypillisesti pienellä viiveellä myyntipanostusten kasvua, mutta tyypillisesti noin vuoden mittaisten toistuvien sopimusten (noin 80 % liikevaihdosta) tarjoaman näkyvyyden vuoksi myyntipanostusten takaisin saamiseen liittyy vain LeadDeskin tapauksessa nähdäksemme vain vähän riskejä.

LeadDeskin ratkaisut kohdistuvat asiakkaiden liiketoimintakriittisiin osiin, mikä nostaa kynnystä lopettaa palvelun käyttö tai vaihtaa palveluntarjoajaa toiseen.

LeadDeskin liiketoimintamallissa jatkuvuutta luo osaltaan myös useita call centeriä käyttävien päämiesten määrän lisääntyminen, joka nostaa päämiesten saamia verkostohyötyjä, sekä asiakasmäärän kasvun myötä kasvavien toimialakohtaisten lisäarvopalveluiden hyötyjen kasvu.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

SaaS-malli

LeadDesk on puhdas SaaS-yhtiö

Siirtymä pilviaikakaudelle on aiheuttanut ohjelmistoteollisuudessa useilla alueilla kilpailukentän uusjaon, eikä LeadDeskin toimiala ole poikkeus. LeadDeskin markkinalla tietoliikenneinfrastruktuurin ja teknologian kypsyi vasta 2010-luvulla riittävän pitkälle, jotta sektorin pilvimurros saattoi käynnistyä.

LeadDesk on ns. ”pilviaikakaudelle syntynyt” yhtiö, jolla ei ole vanhaa paikallisesti asennettavaa teknologiaa rasitteenaan, mikä on tärkeä vahvuus. Siirtymä SaaS-malliin on ollut monelle ohjelmistoyhtiölle kivulias, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi kulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan ja liikevaihdon tuloutumiseen.

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

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

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti kaikissa ohjelmistosegmenteissä. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 15 % vuodessa vuoteen 2022 mennessä ja ylittävän perinteisten kertalisenssi-ohjelmistoratkaisujen markkinakasvun, jonka odotetaan olevan vain muutamia prosentteja. SaaS-markkinoiden kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle. LeadDeskin markkinoilla tietoliikenneinfrastruktuurin tehokkuuden kehittyminen on ollut keskeinen pilvisiirtymää mahdollistava tekijä, sillä ohjelmistolta edellytetään korkeaa toimintavarmuutta ja kykyä skaalautua suuriin volyymeihin.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

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

SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- Suurempi osuus ohjelmistoratkaisun arvoketjusta ja liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä ohjelmistoratkaisua korkeammaksi.
- Kuukausimaksut tuovat liikevaihtoon ja kassavirtaan jatkuvuutta ja ennustettavuutta.
- Kustannusrakenne skaalautuu asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.
- Mahdollisuus myydä kustannustehokkaasti uusia toiminnallisuuksia olemassa olevaan asiakaskuntaan.
- Tuotekehityssykli ja ohjelmistotuotanto nopeutuvat pienentäen asiakaspoistuvuuden riskiä, sillä ohjelmistosukupolven vaihtuminen ei muodosta epäjatkuvuuskohtaa asiakkuuteen.

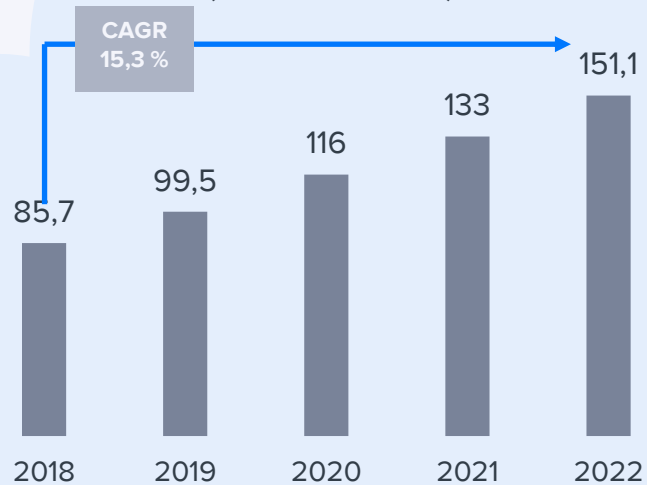
SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

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

SaaS-mallin suosion ajureita

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina

(mrd USD, Gartner, 2019)



Lähde: Inderes, Gartner

Asiakas

- Nopea ja kustannustehokkaampi käyttöönotto
 - Tasaisesti ja ennustettavasti kertyvät kulut
 - Ratkaisu skaalautuu tarpeen mukaan
 - Ei erillisiä järjestelmän ylläpito- ja päivityskustannuksia
 - Jatkuvasti ajantasainen ja päivitetty ohjelmisto
- **Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)**

Sijoittaja

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

Ohjelmistotoimittaja

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

Strategia 1/2

Kannattavan kasvun vaiheessa

LeadDesk on edennyt strategiassaan kannattavan ja vakaamman kasvun vaiheeseen, sillä yhtiö on saavuttanut tuotteen ja teknologian osalta kypsän kehitysvaiheen sekä onnistunut skaalaamaan vuosina 2015-2016 kansainvälisille markkinoille tehdyt mittavat myynti-investoinnit kannattaviksi.

Strategian painopisteen siirtymä kasvusta kannattavuuteen ja kassavirtaan on tuonut yhtiöön vahvempaa tehokkuuden kulttuuria ja ajattelua, sekä korostanut liiketoimintamallin skaalautuvuutta. Lisäksi vahvistunut operatiivinen kehitys ja onnistunut kansainvälinen laajentuminen on kasvattanut yhtiö uskottavuutta suurissa asiakkuuksissa ja julkisella sektorilla, jotka arvioivat ohjelmistotoimittajavalintojaan kriittisesti sekä laadun että jatkuvuuden näkökulmasta.

Pitkälle edelleen kansainvälistymisen (yli 50 % liikevaihdosta) takia sijoittajien ei myöskään tarvitse kantaa enää korkeaa riskiä epävarmojen kansainvälistymispanostusten onnistumisesta. Lisäksi yhtiö on kasvun sekä listautumisen ja rakennejärjestelyjen myötä vahvistuneen taseen myötä entistä valmiimpi strategisten yritysostojen toteuttamiseen.

Kansainvälistyminen

LeadDeskin asiakkaat ovat tyypillisesti pienehköjä paikallisia toimijoita, jotka arvostavat läheisyyttä ohjelmistotoimittajaan. Siten kansainvälistyminen edellyttää yhtiöltä paikallista läsnäoloa lähellä asiakkaita. Ohjelmisto on sopeutettava aina paikallisen lainsäädännön, kielen ja paikallisten käytäntöjen mukaiseksi. Käytännössä ydintuote kuitenkin skaalautuu hyvin yli maiden rajojen, eikä

ohjelmisto vaadi merkittävää maakohtaista paikallista räätälöintiä.

LeadDeskillä on hyvää kokemusta jo kuuden uuden kansainvälisen markkinan avaamisesta, mikä on tarjonnut yhtiölle kokemusta tulevaisuutta ja kilpailuasemaa ajatellen. 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. Tämän jälkeen yhtiö pyrkii haastavampiin suurempiin asiakkaisiin ja inbound-puolelle, missä kompleksisuus on suurempaa. Valittu myyntistrategia tekee uuden markkinan avaamisesta nopeampaa, eikä yhtiön kasvun onnistuminen ole niin riippuvaista asiakkaiden pitkistä päätöksentekosykleistä ja ohjelmistojen käyttöönottoprojekteista.

Arviomme mukaan uuden toimintamaan avaaminen maksaa kuluina LeadDeskillä 0,5-1 MEUR riippuen valitun strategian aggressiivisuudesta. Käsityksemme mukaan yhtiö on nopeimmillaan saanut uuden markkinan voitolliseksi kahdessa vuodessa.

Uusilla markkinoilla yhtiö kohtaa voimakasta kilpailua pääasiassa pieniltä paikallisilta, usein hieman jo vanhentunutta ohjelmistosukupolvea edustavilta toimijoilta, joiden on kuitenkin jatkuvasti vaikeampaa kilpailla moderneja pilvipohjaisia ratkaisua vastaan.

Kasvun kulmakivet

LeadDeskin kasvustrategian kulmakiviä ovat 1) kasvu nykyisissä markkinoissa, 2) vahva

orgaaninen kasvu, 3) tarjoaman laajentaminen, sekä 4) kasvu vahvistavat yritysostot.

LeadDesk operoi tällä hetkellä paikallisesti 7 markkinalla, joissa kaikissa on arviomme mukaan edelleen tilaa laajentumiselle 1) ydinkohderyhmän markkinaosuuden kasvun kautta, 2) uusiin asiakassegmentteihin laajentamalla (esim. suuret yhtiöt, asiakaspalveluorganisaatiot ja julkinen sektori) ja 3) pilvipalveluiden käytön yleistymisen kautta. Yhtiön on tarjonnut tähän saakka tuotettaan pääasiassa pienille ja keskisuurille organisaatiolle, joten erityisesti suurissa asiakkuuksissa ja julkisella sektorilla on yhtiöllä paljon hyödyntämätöntä kasvupotentiaalia. Suomessa siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin on LeadDeskin markkinoista pisimmällä, mutta muissa toimintamaissa on myös tässä suhteessa merkittävää potentiaalia.

Tarjoaman laajentamisen osalta yhtiö on parantanut tuoteportfoliotaan erityisesti integraatioiden ja asiakaspalveluun suunnattujen käyttöympäristöjen osalta, mikä luo edellytyksiä nykyisten asiakkuuksien laajentamiseen ja nopeampaan asiakkuuksien ylösajoon. Yhtiö on myös ottanut käyttöön luottokorttimaksamisen, joka mahdollistaa asiakkaille palvelun käyttöönottamisen myös maissa, joissa LeadDeskillä ei ole omaa maayhtiöitä.

Arviomme, että kehitysvaiheeltaan kypsemmillä markkinoilla (Suomi, Pohjoismaat) yhtiö pystyy kasvamaan orgaanisesti lähivuosina 5-10 %:n vauhtia ja tuoreemmillä markkinoilla (Keski- ja Etelä-Eurooppa) orgaaninen kasvu yltää nykyisillä kasvupanostuksilla yli 20 %:iin vuodessa.

Strategia 2/2

Yrityskaupat

Yritysstotot ovat keskeinen osa LeadDeskin kasvustrategiaa, joskin yhtiö on tehnyt historiassaan tähän mennessä vain kaksi pienekköä yritysostoa/liiketoimintakauppaa. Tavoitellut yrityskaupat voidaan jakaa asiakkuuksien hankintaan sekä teknologian hankintaan. Ostokohteita yhtiö kartoittaa niin kotimaasta kuin ulkomailta. Pirstaloitunut pienistä paikallisista toimijoista muodostuva markkina antaa yhtiölle hyvät edellytykset edistää markkinan konsolidaatiota käyttäen myös omaa osaketta yrityskauppojen maksuvälineenä.

Mikäli yritysoston kohteena on vanhaa ohjelmistoa käyttävä kilpailija, tavoittelee LeadDesk yritysostolla ensisijaisesti nopeampaa asiakaskunnan hankintaa korvaamalla ostokohteen teknologian LeadDeskillä. Tällöin yrityskauppojen arvostustasojen pitäisi olla hyvin maltillisia. Pelkkiä asiakkaita hankittaessa yritysostojen riskit ovat myös koholla, sillä ostokohteen teknologian vaihtaminen voi olla haastavaa ja johtaa asiakkaiden ja osaajien menetyksiin. Pienikokoisiin ostokohteisiin keskittyminen pienentää näitä riskejä.

LeadDesk tarkastelee myös potentiaalisia yritysostokohteita, joiden kautta yhtiö voisi hankkia uusia täydentäviä ominaisuuksia tai ohjelmistoja omaan tarjoomaansa. Tällöin yritysosto toimii osin vaihtoehtona omalle tuotekehitykselle.

Strategiassa seurattavat asiat

Arviomme mukaan sijoittajan kannalta LeadDeskin strategiassa olennaista on seurata lähivuosien aikana seuraavia asioita:

- **Kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä.** Tämä on yhtiön strategian etenemisen ja omistaja-arvon luonnin kannalta tärkein mittari. Peukalosääntönä kasvu-%:n ja EBIT-%:n noin 25-35 %:n yhdistelmää voidaan pitää hyvänä tasona.
- **Yritystostojen onnistuminen.** Yhtiön tavoitteena on kiihdyttää kasvua yrityskaupoin, mutta yhtiöllä on rajallisesti näyttöjä tämän laajentumisstrategian toimivuudesta. Pirstaleinen ja murroksessa oleva markkina tarjoaa kuitenkin todennäköisesti pitkällä aikavälillä hyviä mahdollisuuksia arvonluontiin.
- **Uusien markkinoiden avaaminen ja kansainvälinen kasvu.** LeadDeskin kasvu on hidastunut kotimaassa selvästi viime vuosina, joten voimakkaan kasvun jatkuminen edellyttää onnistumisia erityisesti kansainvälisellä puolella. Odotamme yhtiön sekä pyrkivän kasvattamaan nykyisiä markkinoita lisäämällä kasvupanostuksia sekä avaavan lähivuosina uusia toimintamaita, millä oletamme olevan yhtiön kannattavuuden skaalautuvuutta keskipitkällä aikavälillä lievästi dilutoiva vaikutus.

Taloudelliset tavoitteet

LeadDesk ei ole julkistanut tarkkoja taloudellisia tavoitteita, vaan yhtiön tavoitteena on tällä hetkellä ylläpitää vahvaa vertailukelpoista liikevaihdon kasvua ja jatkaa kannattavaa liiketoimintaa. Lisäksi yhtiö on kertonut tavoitteekseen jakaa osinkoa keskipitkällä aikavälillä.

LeadDeskin strategia

Inderesin arvio yhtiön strategian vaiheista

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto *	5,8 MEUR	7,3 MEUR	8,4 MEUR / +15 % v/v	9,4 MEUR / +12 % v/v	10,7 MEUR / + 14 % v/v	↗	↗
EBIT (oik.)	-1,5 MEUR / -25 %	-2,8 MEUR / -38 %	-0,8 MEUR / -9,2 %	0,8 MEUR / 7,0 %	0,7 MEUR / 5,5 %	→	→
Keskeiset investoinnit /kulut	Uusien markkinoiden avaaminen	Uusien markkinoiden avaaminen	Uusien markkinoiden ylösajo	Uusien markkinoiden ylösajo	IPO, orgaaninen kasvu ja uudet markkinat	Orgaaninen kasvu ja yritysostot	Orgaaninen kasvu, yritysostot ja uudet markkinat
Investointien rahoitus	2015 Pääomasijoitus	2015 Pääomasijoitus	2015 Pääomasijoitus	Operatiivinen kassavirta	IPO, oma osake, & operat.kassavirta	IPO, oma osake, & operat.kassavirta	IPO, oma osake, & operat.kassavirta

* 2017-2019 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto



Voimakkaat kasvuinvestoinnit pääomasijoittajan rahoituksella

- Norjan, Saksan, Hollannin ja Tanskan markkinoiden avaaminen
- 5,5 MEUR rahoitus vuonna 2015
- Tulos selvästi tappiolle johtuen valituista kasvuinvestoinneista
- Investoinnit alkavat kantaa hedelmää

Siirtymä tulo-rahoitteiseksi kasvuyhtiöksi, listautuminen ja fokuosoituminen SaaS-palveluihin

- Kasvuinvestointien rauhoittaminen, fokus tehokkuuteen ja kannattavuuteen
- Kansainväliset toiminnot saavuttaneet Espanjaa lukuun ottamatta break-even -tason volyymin (Inderes arvio)
- Tulos nousi voitolliseksi
- Listautuminen First North -markkinapaikalle
- Leadventure Oy:n liiketoiminnan enemmistön myynti ja fokuosoituminen SaaS-palveluihin

Vahvan kasvun jatkaminen positiivista kannattavuutta ylläpitäen

- Listautumisen ja yritysmyynnin tuomien resurssien hyödyntäminen kasvustrategiassa
- Yritysostot omalla osakkeella ja taseella
- Uusien markkinoiden avaaminen Euroopassa
- Optimaalisen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän tavoittelu
- Kasvun painopiste kansainvälisillä markkinoilla

Lähde: Inderes, LeadDesk

Markkinat

Contact center -ohjelmistojen markkina

Globaalisti tarkasteltuna pilvipohjaisten contact center -ohjelmistojen markkinan on arvioitu olevan kooltaan noin 6,7 miljardia dollaria ja kasvavan 24 % vuosivauhtia vuosina 2017-2022 (DMG Consulting). LeadDesk toimii Euroopan contact center -ohjelmistojen markkinalla keskittyen pääasiassa pienten ja keskisuurten organisaatioiden asiakkaisiin, mikä rajaa yhtiön markkinan huomattavasti pienemmäksi.

LeadDeskin markkinat Euroopan sisällä ovat tyypillisesti hyvin paikallisia ja maakohtaisia, mikä vaikeuttaa LeadDeskin kohdemarkkinan tarkkaa määrittelyä. Outbound call center -työntekijöiden määrän Euroopassa on arvioitu olevan noin miljoona henkillä (lähde: ECCB). Tätä kautta outbound-myynnissä LeadDeskin potentiaalisen kohdemarkkinan (olettaen 100 % penetraatio pilveen) voidaan arvioida olevan karkeasti 900 miljoonaa euroa vuodessa (olettaen 75 euron keskihinta/kk käyttäjää kohden). Inbound- ja asiakaspalveluratkaisut huomioiden on markkinapotentiaali moninkertainen. Altitude Softwaren teettämän tutkimuksen mukaan Euroopan contact center -toimiala työllisti kokonaisuudessaan 3,7 miljoonaa ihmistä (2013) ja luvun arvioidaan kasvavan 4,4 %:n vuosivauhtia.

Markkina siirtyy pilvipohjaisiin ratkaisuihin

Contact center -ohjelmistojen siirtymän pilviaikakaudelle voidaan sanoa käynnistyneen LeadDeskin perustamisen aikoihin 2010-luvun alussa. Murroksen käynnistyttyä perinteisten on-premise ratkaisujen kasvu (5 %) on ollut selvästi pilviratkaisuja hitaampaa (28 %) vuosina 2010-2016 (DMG Consulting). Pilvipohjaisten ratkaisujen

penetraatio globaalisti on noussut 3 %:sta vuonna 2010 yli 18 %:iin viime vuonna. Vuonna 2022 arvion mukaan vasta 31 % kaikista työpisteistä on siirtynyt pilvipohjaisiin ratkaisuihin (DMG Consulting). Siten isossa kuvassa toimialan siirtyminen pilviratkaisuihin on vielä hyvin alkuvaiheessa. Outbound-myynnin contact centereissä penetraatio pilveen on todennäköisesti huomattavasti keskimääräistä korkeampi johtuen markkinadynamiikasta.

Pilviratkaisujen kehittyessä edelleen voidaan niiden olettaa jatkavan markkinan voittamista perinteisten on-premise -ratkaisujen kilpailukyvn heikentyessä. Pilviratkaisujen suosiota ajaa niiden joustavuus, parempi käyttökokemus sekä matalampi käyttöönoton kynnys ja kustannus. Lisäksi on-premise -ratkaisut ovat jäämässä ohjelmistotoimittajilla ylläpitotilaan ja sektorin investoinnit keskittyvät pilveen. Tulevaisuudessa contact center -toimijat hakevat näillä ratkaisuilla entistä enemmän kilpailukykyä esimerkiksi analytiikkaa ja tekoälyä hyödyntävistä sovelluksista, minkä pilviympäristöön siirtymä mahdollistaa.

Pilvipohjaisten contact center -ohjelmistojen käyttöönotto kasvaa nopeiten pienissä organisaatioissa, joille pilvipohjainen järjestelmä on alhaisten kustannusten ja käyttöönoton yksinkertaisuuden ansiosta usein paras ratkaisu. Tätä kautta myyntisyklit LeadDeskin ensisijaisessa kohderyhmässä ovat melko nopeita ja yhtiö asemoituu markkinassa nopeimmin kehittyvään segmenttiin.

Markkinan sykliisyys

LeadDeskin jatkuviin sopimuksiin perustuva

liiketoimintamalli tuo yhtiölle tärkeää puskuria sykliisyyttä vastaan. Lisäksi markkinan pilvimurroksen eteneminen toimii merkittävänä markkinaa ajavana vastavoimana mahdollista talouden heikentymistä vastaan. Koronasta johtuva taantuma todennäköisesti kuitenkin heijastuu yhtiön uusasiakashankintaan selkeänä hidastumisena sekä asiakaskunnan suurempana poistumana, kun pieniä contact center -toimijoita todennäköisesti poistuu markkinoilta.

Contact center -markkinan trendit

Contact center -toimialan näkymät ovat eri arvioiden mukaan kokonaisuutena melko vakaat, mutta uusien tehokkaampien pilvipohjaisten ohjelmistoratkaisujen ja osin ihmiskontaktia korvaavien teknologioiden (itsepalveluportaalit, chatbotit, automaatio) myötä alan työpisteiden kokonaismäärä on kääntymässä loivaan laskuun.

Puhelinmyynnin toimialalla on verrattain heikko maine johtuen muun muassa huonosta asiakaskokemuksesta. Contact center -ohjelmistoilla pyritään parantamaan asiakaskokemusta ja myynnin tehokkuutta, joten ohjelmistoilla osaltaan ratkotaan tätä ongelmaa. Yksi toimialan pitkän aikavälin riski (outbound-myynnissä) on puhelinmyyntiin liittyvän lainsäädännön kiristyminen ja automatisoitujen asiakaspalvelukanavien käytön lisääntyminen.

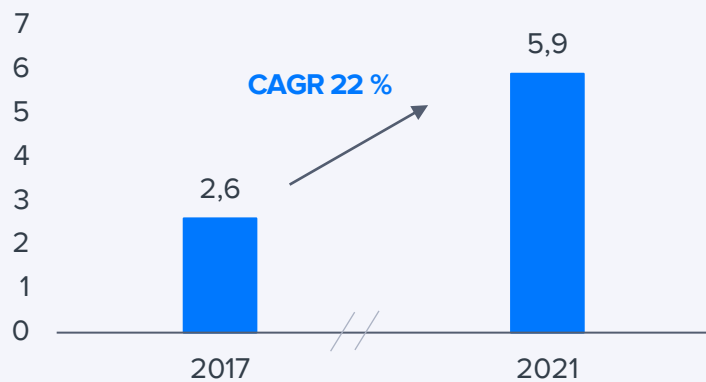
Arviomme mukaan automaatio ja tekoäly eivät ainakaan lähitulevaisuudessa uhkaa contact center -palveluiden tarjoamaa ihmiskontaktia, mutta ne ovat tärkeässä roolissa contact center -toimintojen tehokkuuden parantamisessa ja asiakaskokemuksen kehittämisessä.

Markkinat

Globaali pilvipohjaisten contact center -ohjelmistojen markkina



Globaali pilvipohjaisten contact center -työpisteiden määrä



Markkinoiden trendit

Pilvipalveluiden kysynnän voimakas kasvu

Joustavuus, skaalautuvuus	Kustannus-tehokkuus	Automaatiot ja integraatiot
Jatkuva kehitys	Analytiikka ja AI-sovellukset	Telepalveluiden teknologinen kehitys

Contact center -työpisteiden kokonaismäärä laskee

Uudet kommunikointi-kanavat	Itsepalvelut yleistyvät	Sääntely kiristyy
-----------------------------	-------------------------	-------------------

Kilpailukenttä

Kilpailukenttä

Kilpailijat

LeadDesk jakaa kilpailukenttensä nykyisin kahteen pääryhmään, jotka ovat 1) globaalit pilvipalveluyhtiöt ja 2) paikalliset ohjelmistotalot.

LeadDeskin pääkilpailijoita ovat tällä hetkellä pääasiassa paikallisesti toimivat ohjelmistoyhtiöt kuten ruotsalainen Loxyssoft, saksalainen 4com sekä hollantilainen CCL. Lisäksi pienissä asiakkuuksissa sekä epäsuorasti LeadDeskin kanssa kilpailee joukko muita pieniä paikallisia ohjelmistoyhtiöitä, kuten suomalainen Provad.

Suurten, globaalien toimijoiden puolella kilpailu koostuu pääosin suurista pilvipalveluja tarjoavista yhdysvaltalaisista yhtiöistä, joista LeadDeskin kohdemarkkinoilla toimii tällä hetkellä pääasiassa Genesys PureCloud. Muut alan suuret toimijat, kuten 8x8, Cisco ja Avaya, toimivat tyypillisesti vielä eri kohdemarkkinoilla kuin LeadDesk (USA, UK, suuret organisaatiot ja monimutkaiset räätälöidyt ratkaisut) ja selvästi korkeammassa hintakategoriassa.

Toimialalle on kehittynyt viimeisten vuosien aikana myös useita ns. ekosysteemeistä riippuvaisia toimijoita, jotka toimivat tarjoavat pitkälle tiettyyn palveluun (kuten Salesforce, ServiceNow, Amazon) integroitua ohjelmistopalveluita. Ekosysteemistä riippuvaiset toimijat, kuten NewVoiceMedia (Vonage), TalkDesk ja Five9 ovat LeadDeskin mukaan vahvoja toimijoita globaalilla tasolla ja ne kilpailevat vastaavilla markkinoilla kuin LeadDesk, mutta usein eri maantieteellisillä markkina-alueilla.

LeadDeskin kilpailija ranskalainen Vocalcom, joka

on LeadDeskin tapaan monikansallisesti pk-sektorin asiakkaita palveleva ohjelmistoyhtiö, on ollut aiemmin LeadDeskin vahva kilpailija keski- ja itä-Euroopassa. Vocalcomilla on yli 20 vuoden historia toimialalta ja sitä kautta se on saavuttanut vahvan markkina-aseman monilla markkinoilla länsi-Euroopassa. Käsityksemme mukaan yhtiö on myös onnistunut tekemään transformaation pilvipalveluiden tarjoajaksi. LeadDeskin johdon mukaan Vocalcom tulee kuitenkin tällä hetkellä vain harvoin vastaan kilpailussa uusista asiakkuuksista.

Markkina-asema

LeadDesk on liikevaihdolla mitattuna globaalisti hyvin pieni toimija CCaaS (call center software as a service) markkinalla. Pohjoismaissa yhtiö kertoo kuitenkin olevansa pilvipohjaisissa CCaaS-ratkaisuissa markkinajohtaja, mikä johtuu arviomme mukaan erityisesti Suomen kohdemarkkinalla saavutetusta merkittävästä markkinaosuudesta. Myös Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa LeadDeskin markkina-asema on arviomme mukaan kohtalaisen hyvä. Saksassa ja Hollannissa yhtiöllä on toistaiseksi markkinoiden kokoon suhteutettuna (noin 3-6 kertaa Suomea suurempia markkinoita) vielä vähän liikevaihtoa, vaikka yhtiö on toiminut näillä markkinoilla jo useiden vuosien ajan ja yhtiöllä on hyviä referenssejä. LeadDeskin referenssiasiakkuuksia ovat mm. perintäyhtiö Intrum Justitia, henkilöstövuokrausyhtiö Manpower, energiayhtiö Fjordkraft ja varainhankintakonsultti 4DMC.

LeadDesk kilpailukenttä

Gloaali



Paikallinen



Lähde: LeadDesk

Kilpailukenttä

Kilpailutekijät

LeadDesk mainitsee keskeisiksi kilpailueduikseen

- 1) ratkaisun kattavuuden ja käyttökokemuksen,
- 2) tehokkaan käyttöönoton ja käytön,
- 3) paikallisen infran sekä tuki- ja asiakaspalvelut,
- 4) ratkaisun skaalautuvuuden eri tarpeisiin ja asiakaskokoon,
- 5) laadun, tietoturvallisuuden ja toimintavarmuuden, sekä
- 6) erikoistumisen suurivolyymisiin asiakasratkaisuihin.

Toimialan SaaS-murroksen ja koronan kiihdyttämän etätyötrendin vuoksi monet asiakkaat ovat nyt aiempia valmiimpia vaihtamaan ohjelmistojaan ja tekevät ostopäätökset vahvemmin liiketoimintayksiköiden tasolla (aiemmin usein IT-toiminto), mikä on luonut kilpailuetua LeadDeskin kaltaisille ketterille, puhtaasti SaaS-ratkaisuja tarjoaville yhtiöille. LeadDeskin mukaan tämä näkyy siten, että aiemman sukupolven tuotteiden toimittajat eivät pysty välttämättä tarjoamaan raskaista ja monimutkaisista projekteista johtuen kilpailukykyiseen hintaan vanhojen paikallisasenteisten ratkaisujen päivittämistä pilvipohjaiseksi.

LeadDeskin mukaan yhtiön ohjelmistoratkaisun kokonaiskustannukset ovat selvästi suurempia kilpailijoita alemmat, koska yhtiön tuotteen käyttöönotto- ja konfigurointikustannukset ovat hyvin matalat ja käyttöönotto vie verrattain vähän

aikaa. LeadDeskin mukaan sen ohjelmisto on kuitenkin ominaisuuksiltaan ja laajuudeltaan hyvin kattava, skaalattavissa eri kokoihin asiakkuuksiin ja toimialoille, ja sen lisenssimaksut ovat hintaskaalan keskitasolla.

Yhtiön kokoluokka on vielä pieni suhteessa globaaleihin markkinajohtajiin

Pidämme LeadDeskin keskeisenä kilpailuhaittana yhtiön pienestä koosta ja markkina-asetmasta aiheutuvaa suhteellisen heikkoa kansainvälistä tunnettavuutta, pienempiä resursseja ja kilpailukykyä erityisesti kaikkein suurimmissa kansainvälisissä asiakkuuksissa. Kokoluokkansa vuoksi LeadDeskin tuotteita ei esimerkiksi ole toistaiseksi luokiteltu toimialan tuotteita läpikäyvässä analyysissä. Kansainvälisiin markkinoihin verrattuna LeadDeskin asema on kuitenkin Suomessa vahvempi lukuisten referenssiasiakkuuksien ansiosta.

Pienemmän toiminnan volyymin takia LeadDesk ei myöskään pysty panostamaan tuotekehitykseen ja myyntiin- ja markkinointiin vastaavia summia kuin suurimmat kilpailijat, minkä takia LeadDesk ei välttämättä ole kilpailukykyisin suurimmissa ja komplekseissa asiakkuuksissa tai esim. tekoälyyn pohjautuvissa ratkaisuissa.

Yhtiö pyrkii käsityksemme mukaan minimoimaan kilpailuhaittaa keskittymällä asiakas-segmentteihin, jotka eivät ole suurimpien kilpailijoiden fokus- tai vahvuusalueilla, tuotteen helppokäyttöisyydellä ja konfiguroitavuudella, kattavilla integraatioilla sekä lisäarvopalveluilla.

LeadDesk kilpailutekijät

- + Puhdas, eri asiakasvaatimuksiin skaalautuva SaaS-ratkaisu
- + Paikallisia ohjelmistotoimittajia kattavampi ja helppokäyttöisempi ratkaisu
- + Laatu, tietoturvallisuus ja toimintavarmuus korkealla tasolla verrattuna paikallisiin toimijoihin
- + Kokonaiskustannuksiltaan selvästi suuria ohjelmistotoimittajia edullisempi ja nopeampi käyttöönottaa
- Selvästi suurempia kilpailijoita pienemmät T&K- ja myyntiresurssit
- Suhteellisen heikko tunnettavuus CCaaS-markkinan suurimmilla markkina-alueilla
- Ei pysty välttämättä tarjoamaan komplekseimmille suurille asiakkuuksille vaadittavia palvelukokonaisuuksia tai integraatioita

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Kasvu- ja kannattavuuskehitys

LeadDeskin liikevaihto on kasvanut viimeisen 7 vuoden aikana voimakkaasti, kun yhtiön tuotteen kilpailukyky on vahvistunut ja yhtiö on laajentunut onnistuneesti uusille markkina-alueille. LeadDeskin liikevaihto kasvoi vuoden 2012 1,2 MEUR:sta 12,4 MEUR:oon vuonna 2019. Keskimäärin yhtiön liikevaihto kasvoi vuosina 2012-2019 40 %, tasoittuen jakson loppua kohden noin 12 %:iin. Suhteellisesti katsoen kasvu on ollut kovinta kansainvälisillä markkinoilla (2014-2019 kasvu-% 44 % vuodessa), mutta euromääräisesti laskettuna Suomen liikevaihto on kasvanut myös vahvasti. Suomessa kasvua on viime vuosina tukenut lähes yksinomaan LeadCloud-liiketoiminnan kasvu, mutta yhtiö irtautui tästä liiketoiminnasta vuoden 2019 lopulla. LeadDeskin kasvu on ollut käytännössä lähes kokonaan orgaanista, sillä yhtiö on tehnyt jaksolla ainoastaan kaksi pientä liiketoimintakauppaa.

Yhtiön tulos- ja kannattavuuskehitys olivat kiivaimman kansainvälistymisvaiheen ajan (2015-2016) negatiivisia (käyttökate-% -20-30 %). Kannattavuus kääntyi selvään kasvuun ja tulos voitolliseksi vuonna 2017 toteutettujen toiminnan tehostus- ja uudelleenorganisointitoimien myötä, jotka laskivat erityisesti henkilöstökulujen suhteellista osuutta liikevaihdosta ja vähensivät ulkopuolisten palveluiden kuluja. Lisäksi yhtiön myyntikatemarginaali nousi skaalautumisen ja hinnoittelumuutosten myötä merkittävästi. Vuonna 2019 yhtiön oikaistu käyttökate-marginaali oli noin +14 % (2018: 17 %) ja liikevoittomarginaali +6 % (2018: +8 %). Liiketulosta painaa tuotekehityskulujen aktivointien poistot.

Yhtiö rahoitti vuosien 2012-2019 kasvun pääasiassa osakeantien ja vieraan pääoman rahoituksen kautta. Oman pääomanehtoinen 5,5 MEUR:n rahoituskierrös tehtiin vuonna 2015, jolloin yhtiön merkittäviksi osakkeenomistajiksi tulivat englantilainen fintech- ja ohjelmistoyhtiöihin keskittynyt pääomasijoitusyhtiö Dawn Capital sekä Suomen valtion omistama pääomasijoitusyhtiö Tesi. Vuoden 2019 listautumisannissa yhtiö keräsi nettona noin 5,2 MEUR:n lisärahoituksen.

Kustannusrakenne

LeadDesk myy ja tuottaa palvelunsa telepalveluita lukuun ottamatta pääosin omin resurssein, joten yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on suhteellisen matalalla, noin 20 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon ja muodostaa hieman yli 20 % yhtiön kokonaiskuluista. Materiaali- ja palvelukulut olivat vuonna 2019 2,7 MEUR.

LeadDeskin kokonaiskuluista valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista. Henkilöstökulut olivat vuonna 2019 4,9 MEUR, vastaten noin 39 % liikevaihdosta. Yhtiön henkilöstökulut ovat pysyneet tehokkuuden kasvun myötä viime vuosina euromääräisesti kohtuullisen vakaina, mikä on laskenut niiden osuutta suhteessa liikevaihtoon merkittävästi (2016: 63 %, 2017: 51 % ja 2018 41 %).

Liiketoiminnan muut kulut ovat LeadDeskin toiseksi suurin kuluerä. Liiketoiminnan muut kulut ovat viime vuosina kasvaneet noin 2,3 MEUR:sta noin 3,2 MEUR:oon, mutta suhteessa liikevaihtoon niiden osuus on ollut melko vakaasti noin 25 %. Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat tilavuokrista, markkinointikuluista, hallinnon ja

kirjanpidon kuluista, joten ne ovat luonteeltaan melko kiinteitä.

Tase ja rahoitusasema

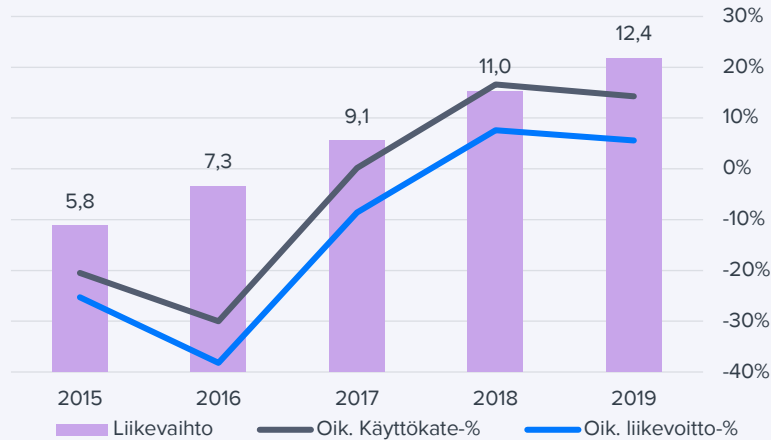
LeadDeskin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Vuoden 2019 lopussa taseen loppusumma oli noin 10,5 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (1,2 MEUR), rahavaroista (5,5 MEUR), pääasiassa aktivoituista tuotekehitysmenoista syntyneistä aineettomista hyödykkeistä (2,9 MEUR), sekä 0,8 MEUR:n omistuksesta osakkuusyhtiössä.

Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin edellisten tilikausien tappioista ja SVOP-rahastosta. Näiden summana yhtiön oma pääoma oli 7,6 MEUR. Ennakkomaksuista sekä osto- ja siirtovelosta johtuen yhtiön korottomat velat olivat 2,3 MEUR. Näin ollen yhtiön nettokäyttöpääoma on selvästi negatiivinen (-1,0 MEUR) ja rahoittaa osin yhtiön kasvua.

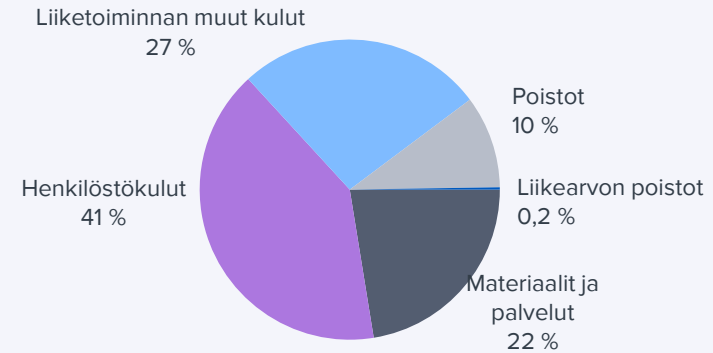
Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2019 lopussa 72 % ja nettovelkaantumisaste -64 % (nettovelka - 4,8 MEUR). Listautumisannissa kerätty rahoitus ja Leadventure Oy -yritysjärjestelystä saatu käteismaksu (1,1 MEUR) on kasvattanut siten huomattavasti LeadDeskin rahoituksellista liikkumavaraa, omavaraisuusastetta ja riskinkantokykyä.

Taloudellinen tilanne

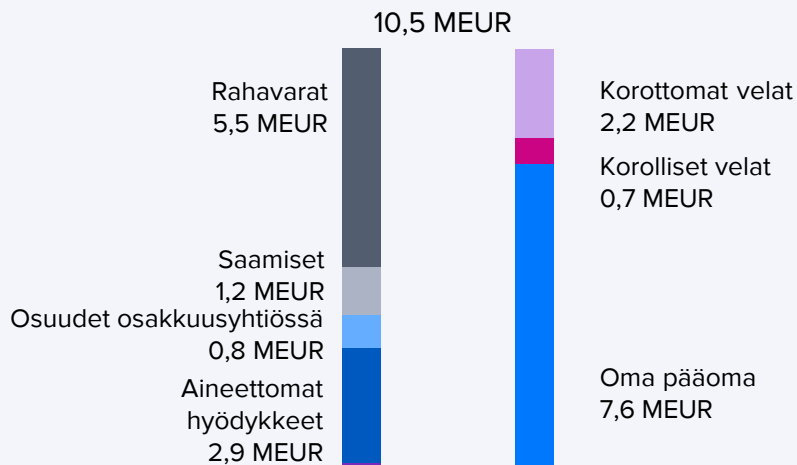
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



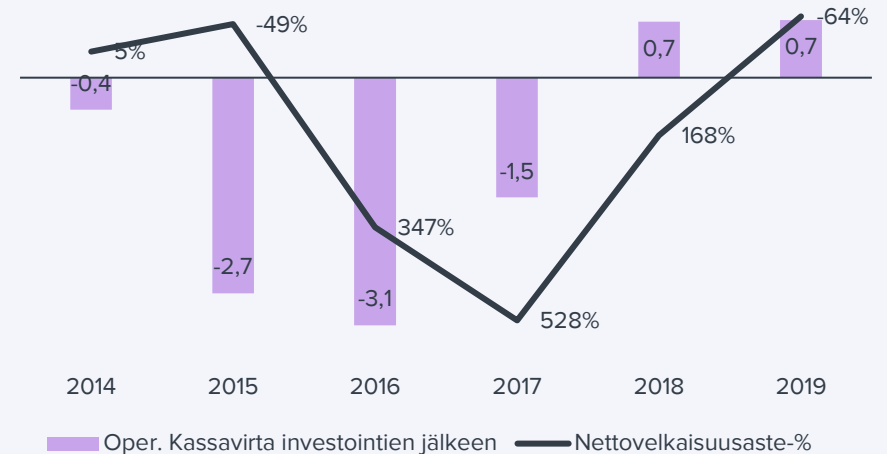
Kulurakenne 2019



Taserakenne, 2019



Operatiivinen kassavirta ja nettovelkaisuus-%



Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemalli

Oletamme ennustemallissamme, että LeadDesk-pilvipalveluiden liikevaihdon kehitystä ohjaa pääasiassa SaaS-tuottojen liikevaihdon kehitys, sillä muiden LeadDesk-pilvipalveluihin sisältyvien liikevaihtoerien (Telepalvelut ja Asiantuntijatyö) kasvu on arvioimme mukaan pitkälti sidoksissa SaaS-tuottojen kehitykseen.

Ennustamme edellä mainittujen ydintoimintojen liikevaihdon kehitystä pääasiassa:

1. Konsernin henkilöstön määrän arvioimamme kasvun kautta, joka ennakoii arviomme mukaan uusmyynnin ja liikevaihdon kasvua.
2. Arvioimamme keskimääräisen myynnin per työntekijä avulla, joka määrittää tehokkuutta, jolla kasvupanostukset muuntuvat liikevaihdoksi.
3. Vanhan sopimuskannan arvioimamme nettokasvun kautta (laajennukset, hinnankorotukset, asiakaspoistuma).

Näkyvyys LeadDeskin liikevaihtoon on lyhyellä aikavälillä kokonaisuutena kohtuullisen hyvä, sillä yhtiön liikevaihto koostuu pääosin hyvin ennakoitavista toistuvista tuotoista. Liikevaihdon kasvunopeuden ennakoiminen on sen sijaan haasteellisempaa mallintaa, koska se on hyvin riippuvainen yhtiön tekemien kasvupanostuksista ja myynnin tehokkuuden kehittymisestä. Vuonna 2020 liikevaihdon kehitykseen vaikuttaa lisäksi koronaviruksen talouteen aiheuttamat häiriöt, jonka myötä todennäköisesti LeadDeskin

asiakkaiden tarve telepalveluille pienentyy, luontainen asiakaspoistuma kasvaa ja uusmyynnin kasvu vahvistuu. Näkemyksemme mukaan toimialan vahva pitkän aikavälin kysynnän kasvunäkymä, yhtiön vahvat historialliset näytöt kasvusta ja pitkälle edennyt kansainvälinen laajentuminen antavat LeadDeskille hyvät lähtökohdat voimakkaan kasvun jatkumiselle keskipitkällä aikavälillä.

Kasvun jakautumisen osalta mallimme sisään rakentuu myös oletus LeadDesk-pilvipalveluiden suhteellisen kasvun painottumisesta pääasiassa kansainvälisiin toimintoihin. Oletamme mallissamme että LeadDeskin nykyiset kuusi ulkomaan markkinaa kasvavat liikevaihdon osalta keskimäärin saman kokoisiksi kuin Suomen liikevaihto ennustejakson lopulla (vuonna 2028). LeadDesk-pilvipalveluiden Suomen liikevaihto on tällä hetkellä noin 5 MEUR.

LeadDeskin kannattavuutta ja tuloskasvua määrittää mallissamme käytännössä myyntikate-%:n ja kiinteiden kulujen (henkilöstö ja muut kulut) kehitys suhteessa liikevaihtoon. Ennustamme mallissamme LeadDeskin pystyvän ylläpitämään myyntikate-%:n jatkossakin vuonna 2019 toteutuneella noin 80 %:n tasolla. Arviomme mukaan LeadDeskin myyntikate-%:n tasoa määrittää pitkälti se, miten ulkopuolisia ostoja tekevien Telepalveluiden myyntikate-% ja osuus kokonaisliikevaihdosta kehittyi. SaaS-ohjelmistotuottojen myyntikate-%:n oletamme olevan korkean (yli 90 %) ja kasvavan loivasti ajan myötä, samalla kun infrastruktuurin kustannukset skaalautuvat.

Oletamme mallissamme LeadDeskin investoivan keskipitkällä aikavälillä vielä merkittävästi kasvuun ja palveluidensa jatkokehittämiseen, minkä johdosta arvioimme, että henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta säilyy lähivuosina suhteellisesti melko vakaana (noin 40 % lv:sta) ja kannattavuuden parantuminen nojaa pääasiassa liiketoiminnan muiden kuluerien laskuun suhteessa liikevaihtoon. Sekä käyttökate-% ja liikevoitto-% säilyvät siten ennustemallissamme selvästi positiivisina ja asteittaisessa kasvussa yli ajan.

Ennusteet 2/3

Vuosi 2020: Yritysjärjestely ja korona ohjaavat tuloskasvu-uraa

LeadDesk ei ole antanut liikevaihdon tai tuloksen osalta numeerista ohjeistusta vuodelle 2020. Yhtiö on kuitenkin kertonut taloudelliseksi tavoitteekseen ylläpitää vahvaa vertailukelpoista kasvua ja jatkaa kannattavaa liiketoimintaa.

Ennustamme vuoden 2020 raportoidun liikevaihdon jäävän Leadventure-liiketoiminnan myynnistä johtuen vertailukauden tasolle 12,3 MEUR:oon, mutta vertailukelpoisesti odotamme liikevaihdon kasvavan 15 % (2019: 10,7 MEUR). Ennusteessamme vertailukelpoisen liikevaihdon kasvua tukee erityisesti kansainvälisten markkinoiden uusmyynnin kasvu, SMS-liiketoiminnan osto sekä Leadventurelle toimitettavien ekosysteemipalveluiden tuotot.

Arviomme mukaan koronapandemia tulee hidastamaan vuoden 2020 aikana jossain määrin LeadDeskin liikevaihdon kehitystä, sillä asiakkaiden tarve telepalveluille voi vähentyä ja luonnollinen poistuma voi kasvaa. Toisaalta yhtiö on indikoinut uusmyynnin kehityksen olevan vahvaa ja koronan lisänsen kiinnostusta LeadDeskin kaltaisia pilvipalveluja kohtaan. Lisäksi kasvua tukee investoinnit asiakaspalvelu- ja julkishallinnon ratkaisujen kehitykseen.

Ennustamme vertailukelpoisen ja kertaeristä oikaistun käyttökateen kasvavan vuonna 2020 noin 20 % 1,8 MEUR:oon (2019: 1,5 MEUR) ja vastaavasti liikevoiton noin 100 % 0,75 MEUR:oon (2019: 0,4 MEUR). Oikaistu käyttökate-% on ennusteellamme 14,7 % (2019: 14,2 %) ja liikevoitto-% 6,1 % (2019: 3,5 %).

Olemme oikaisseet vuoden 2019 operatiivisesta tuloksesta listautumiseen liittyneitä henkilöstökuluja 0,2 MEUR ja Leadventuren myynnistä saadun 1,7 MEUR:n myyntivoiton. Vuodelle 2020 emme ennusta tässä vaiheessa kertaeriä, joten raportoitu liikevoitto laskee sen myötä selvästi vertailukaudesta (2019 EBIT 2,2 MEUR vrt. 2020e 0,7 MEUR).

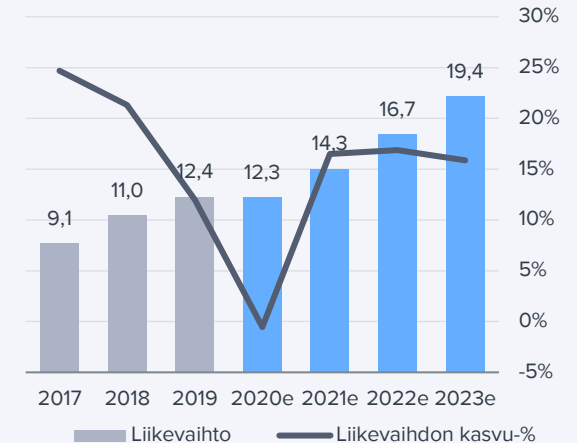
Odotamme nettorahoituskulujen laskevan vuonna 2020 noin -0,1 MEUR:oon (2019: -1,4 MEUR), sillä vuoden 2019 tulosta rasitti kertaluonteiset listautumis- ja rahoituskulut. Nettotuloksen ennustamme olevan 0,7 MEUR, eli 5,5 % liikevaihdosta ja 0,14 euroa osakkeelta (2019 oik. 0,05 euroa/osake ja raportoitu 0,17 euroa/osake).

Vuodet 2021-2023: Kansainväliset toiminnot kasvun päämoottorina

Vuosina 2021-2023 odotamme LeadDesk-pilvipalveluiden liikevaihdon kasvun jatkuvan voimakkaana erityisesti kansainvälisten markkinoiden osalta (>20 %). Suomessa ennustamme LeadDeskin kasvun jäävän orgaanisesti alle 5 %:iin. Ennusteellamme Suomen liiketoimintojen osuus LeadDeskin kokonaisliikevaihdosta laskisi noin 30 %:iin vuonna 2023 (2019: 48 %).

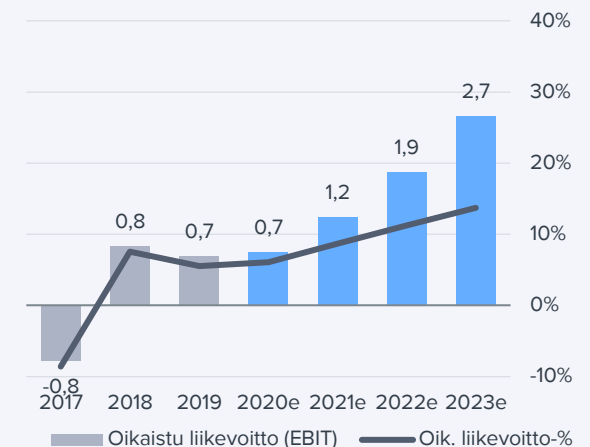
Ennustamme LeadDeskin liikevaihdon kasvavan vuosina 2021-2023 keskimäärin 16 % vuodessa 19,8 MEUR:oon. Vuoden 2021 liikevaihdon kasvuksi ennustamme +17 %, vuoden 2022 +17 % ja vuoden 2023 16 %.

Liikevaihto ja kasvu-%



Lähde: Inderes

Operatiivinen tulos ja kannattavuus



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Kasvupanostuksista ja uusien markkinoiden avaamisesta huolimatta odotamme LeadDeskin kannattavuuden skaalautuvan vuosina 2021-2023 asteittain ja käyttökate-%:n nousevan vuoden 2019 14 %:n tasolta 20 %:iin vuonna 2023 ja liikevoitto-%:n 4 %:sta 14 %:iin. Euroissa käyttökate ja liikevoitto nousevat ennusteessamme vuonna 2023 3,9 MEUR ja 2,7 MEUR tasolle, mikä tarkoittaa vuoden 2020 ennusteeseen verrattuna keskimäärin noin 33 %:n kasvua käyttökatteeseen ja noin 50 %:n kasvua liikevoittoon. Matalan efektiivisen veroasteen ja rahoituskulujen myötä nettotulos kasvaa ennusteessamme 2021-2023 keskimäärin 50 % vuodessa.

Pitkän aikavälin tulosenusteet

Vuoden 2023 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain keskimäärin noin 12 %:iin vuosina 2024-2028, ikuisuuskasvun ollessa 2,5 % vuodesta 2029 lähtien. Kasvua hidastaa ennusteessamme uusmyynnin kasvun hidastuminen nykyisillä markkina-alueilla, kiristynvä kilpailu ja oletettu asiakasvaihtuvuuden kasvu.

Liikevoitto-% asettuu ennusteessamme noin 23 %:n tasolle 2028 eteenpäin. Kannattavuutta nostaa ennusteessamme kiinteiden kulujen skaalautuminen ja suhteessa liikevaihtoon pienentyvät kasvupanostukset. Myyntikate-%:n oletamme säilyvän pitkällä aikavälillä vakaana 80 %:n tasolla.

Osinkoennusteet

LeadDesk virallisena tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä luoda arvoa

osakkeenomistajilleen käyttämällä yhtiön varat kasvutavoitteiden saavuttamiseen, mutta yhtiö näkee osinkomaksun lisäarvoa tuottavana vaihtoehtona keskipitkällä aikavälillä.

Tulkitsemme ohjeistusta siten, että yhtiö ei tule maksamaan osinkoa vielä vuonna 2020, mutta oletamme mallissamme ensimmäisen osingonmaksun tapahtuvan vuoden 2021 tuloksesta keväällä 2022.

Kokonaisuutena osingon merkitys yhtiön sijoitusprofiilissa on pitkälle tulevaisuuteen pieni, sillä yhtiö maksimoi arviomme mukaan parhaiten omistaja-arvoa liikevaihdon kasvun kautta.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin kasvu ja kannattavuus

Liikevaihdon kasvu: CAGR 2024-2031 = +12 %
Liikevaihdon ikuisuuskasvu (2031-) = 2,5 %
Käyttökateen kasvu: CAGR 2024-2031 = +16 %
Käyttökate-% / liikevoitto-% 2031 = 28 % / 23 %

Tulosennusteet

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	5,2	5,9	11,0	6,1	6,2	12,4	6,0	6,3	12,3	14,3	16,7	19,4
Käyttökate	0,4	1,4	1,8	0,7	2,6	3,4	0,7	1,1	1,8	2,4	3,1	3,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,6	-1,1	-0,6	-0,5	-1,1	-0,5	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,1	0,9	0,8	0,3	0,4	0,7	0,2	0,6	0,7	1,2	1,9	2,7
Liikevoitto	-0,1	0,8	0,8	0,1	2,1	2,2	0,2	0,6	0,7	1,2	1,9	2,7
Konserni	-0,1	0,8	0,8	0,1	2,1	2,2	0,2	0,6	0,7	1,2	1,9	2,7
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,3	-1,2	-0,2	-1,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-0,2	0,6	0,4	-1,1	1,9	0,9	0,1	0,6	0,7	1,3	2,0	2,8
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4
Nettotulos	-0,3	0,6	0,3	-1,1	1,9	0,8	0,1	0,6	0,7	1,2	1,8	2,4
EPS (oikaistu)	-0,07	0,17	0,11	0,02	0,03	0,05	0,02	0,12	0,14	0,26	0,36	0,49
EPS (raportoitu)	-0,07	0,14	0,07	-0,26	0,42	0,17	0,02	0,12	0,14	0,26	0,36	0,49

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%		-35,4 %	21,3 %	18,7 %	6,1 %	12,0 %	-2,0 %	0,9 %	-0,5 %	16,5 %	16,9 %	15,9 %
Käyttökate-%	8,3 %	23,9 %	16,6 %	11,7 %	42,3 %	27,1 %	11,4 %	18,0 %	14,7 %	16,5 %	18,3 %	20,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,4 %	15,5 %	7,6 %	5,2 %	5,9 %	5,5 %	2,5 %	9,5 %	6,1 %	8,7 %	11,2 %	13,7 %
Nettotulos-%	-5,8 %	10,8 %	3,0 %	-18,2 %	30,0 %	6,1 %	1,5 %	9,2 %	5,5 %	8,5 %	10,5 %	12,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	12,2	12,3	1 %	14,0	14,3	2 %	16,6	16,7	1 %
Käyttökate	1,7	1,8	8 %	2,4	2,4	-3 %	3,5	3,1	-13 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,5	0,7	50 %	1,4	1,2	-14 %	2,5	1,9	-25 %
Liikevoitto	0,5	0,7	50 %	1,4	1,2	-14 %	2,5	1,9	-25 %
Tulos ennen veroja	0,5	0,7	36 %	1,6	1,3	-16 %	2,7	2,0	-25 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,11	0,14	29 %	0,32	0,26	-18 %	0,48	0,36	-25 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,05		0,00	0,10	

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvupotentiaali markkinakasvun ja laajentumisen kautta

2.

Skaalautuva, jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoimintamalli

3.

Riskitaso maltillinen: Kansainvälistyminen pitkällä, tuote kypsässä kehitysvaiheessa ja kilpailukykyinen

4.

Listautuminen ja yritysmyynti tuonut lisää liikkumavaraa yritysostoihin ja orgaaniseen kasvuun

5.

Osakkeen vaihdettavuus heikohko, yritysostoista ei track-recordia, arvostus herkkä muutoksille kasvuodotuksissa

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
- Uudet markkina-alueet
- Yrityskaupat

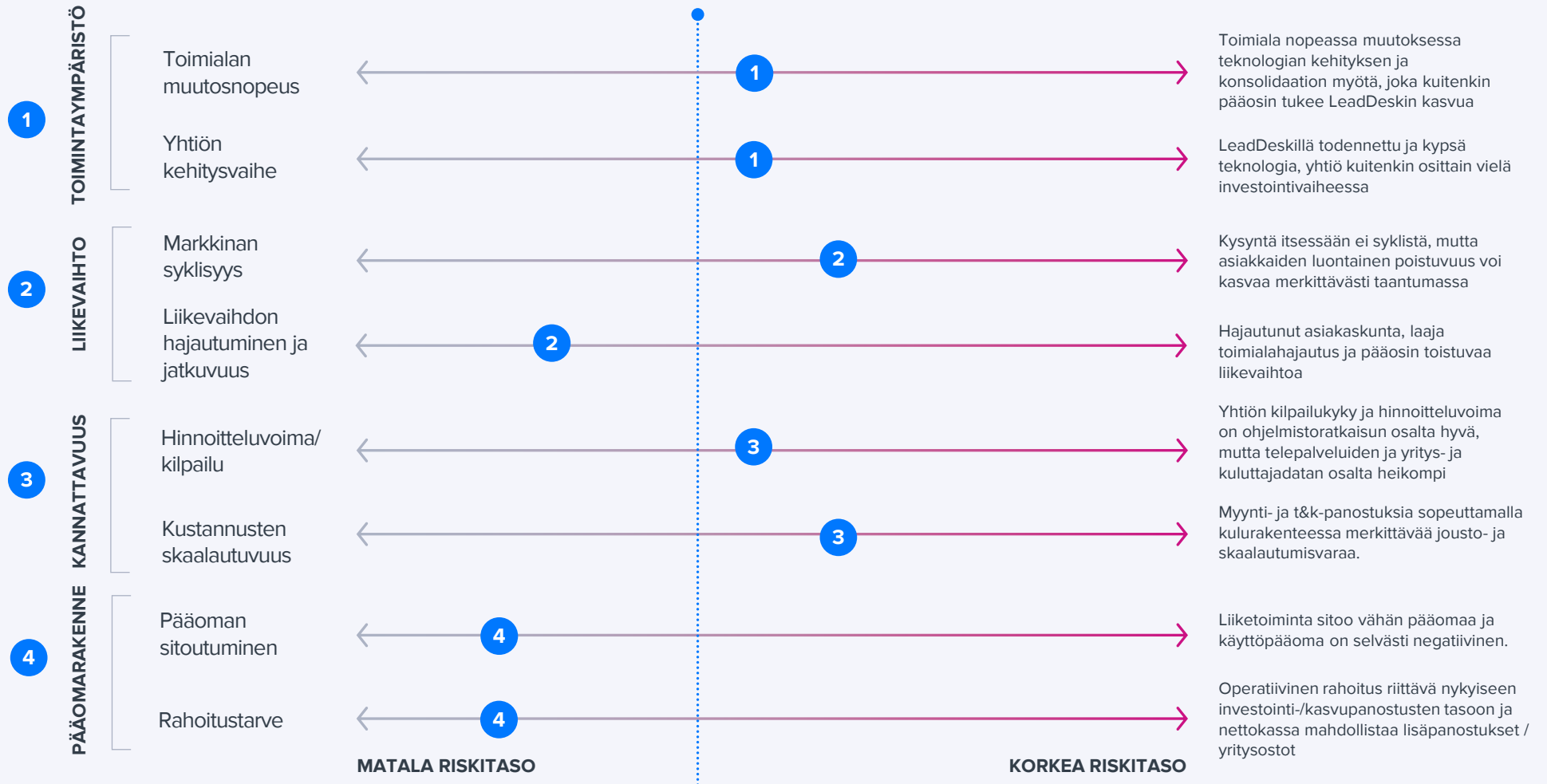
Riskit



- Heikko näkyvyys myynnin onnistumiseen
- Kilpailutilanteen muutokset
- Teknologia- ja tietoturva- ja regulaatoriskit
- Yritysostot ja uudet markkinat
- Osakkeen likviditeetin heikkous

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio LeadDeskin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen yhteenveto

Olemme tarkastelleet LeadDeskin arvon muodostumista useasta eri näkökulmasta ja usealla arvonmääritysmenetelmällä.

Näkemyksemme mukaan LeadDeskin merkittävin arvoajuri keskipitkällä aikavälillä on yhä liikevaihdon kasvunopeus, sillä se luo edellytykset kannattavuuden asteittaiselle skaalautumiselle. LeadDesk on pystynyt kasvamaan vahvasti läpi koko historiansa ja yhtiöllä on näyttöjä onnistuneesta kansainvälistymisestä ja laajentumisesta uusille markkinoille, joten odotamme yhtiön kykenevän ylläpitämään noin 15 %:n kasvua lähivuodet. Yhtiö on myös osoittanut pystyvän optimoimaan kannattavuutta liiketoiminnan skaalan kasvun mukana, joten oletuksemme on, että liikevaihdon kasvu heijastuu jatkossa myös tulosriville voimakkaana kasvuna (2019-2022e keskimääräinen EBIT:n vuosikasvu-% 40 %). SaaS-liiketoimintamalli tarjoaa merkittäviä skaalaetuja ja mitä suuremmaksi yhtiö kasvaa keskipitkällä aikavälillä, sen korkeammaksi pitkän aikavälin tulospotentiaali muodostuu.

Pidämme yhtiön riskiprofiilia kokonaisuutena melko maltillisena ja suurimmat riskit liittyvät näkemyksemme mukaan yhtiön pieneen kokoon, toimialan, kilpailutilanteen tai regulaation ennakoimattomiin muutoksiin sekä teknologisiin riskeihin. Vaikka yhtiö on osoittanut sen kykenevän vahvaan kasvuun ja kansainvälistymiseen, liittyy uusiin markkinoille laajentumiseen ja erityisesti yritysostoihin aina omat riskiä kohottavat elementit, joilla voi olla merkittävä vaikutus yhtiön arvoon. Merkittävän

riskin osakkeelle luo myös toimialan ja yhtiön suhteellisen korkealle nousseet arvostuskertoimet ja niihin liittyvät kovat tuloskasvuodotukset. Mahdollinen heilunta toimialan arvostustasoissa tai tulospettymykset voivat siten aiheuttaa merkittävää laskupainetta sekä LeadDeskin ennusteisiin että arvostuskertoimiin.

Eri arvonmääritysmenetelmillä laskettuna yritysarvon arvohaarukka (EV) on 46-86 MEUR. Annamme arvonmäärityksessämme suurimman painoarvon pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden arvostuskertoimille ja kassavirtalaskelmalle, joten arvioimme LeadDeskin käypä arvo poikkeaa hieman arvohaarukan keskiarvosta. Arvonmääritysmenetelmien painotetun keskiarvoon perustuen arvioimme LeadDeskin käyväksi arvoksi tällä hetkellä noin 53 MEUR ja osakekannan arvoksi noin 59 MEUR, mikä vastaa 10 %:n tuottovaateella 11,5 euron nykyarvoa osakkeelta.

Käyttämämme arvostusmenetelmät ovat:

- 1) Globaalien SaaS-yhtiöiden kasvun ja operatiivisen kannattavuuden yhdistelmään suhteutettu EV/S-pohjainen arvostus (sovellettuna 40 % alennuksella pienestä koosta johtuen). Tämä heijastelee skenaariota, jossa osakemarkkina suhtautuisi LeadDeskin hinnoittelussa hyvin optimistisesti yhtiön kasvupotentiaaliin ja arvostuksen ensisijainen vertailukohta tulisi globaaleista SaaS-verrokeista.
- 2) Pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden tulos pohjaiseen (EV/EBIT) arvostukseen suhteutettu arvostus.

LeadDeskin arvostusmenetelmien yhteenveto

Menetelmä/arvostuskerroin		Kerroin Ennuste		Paino	Arvo
		2021e	2021e		
Globaalit SaaS-yhtiöt	EV/S	6,0x	14,3	15 %	86
Nordic ohjelmistoyhtiöt	EV/EBIT	36,8x	1,2	35 %	46
Toimiala & yrityskaupat	EV/S	3,5x	14,3	15 %	50
Kassavirtalaskelma (DCF)	NPV			35 %	48
Painotettu arvo	MEUR				53
Nettovelka 2020e	MEUR				-5,3
Osakekannan arvo	MEUR				59
Osakekannan nykyarvo / osake (10 % tuottovaade)	EUR				11,5

Arvonmääritys 2/4

- 3) Toimialan listattujen verrokkien arvostuskertoimiin ja viimeisimpiin yrityskauppoihin suhteutettu arvostus.
- 4) Kassavirtalaskelmaan (DCF) pohjautuva arvostus.

Arvostuskertoimet haastavat, mutta perusteltavissa voimakkaalla tuloskasvulla

Mielestämme LeadDeskin vahvat kasvunäkymät, skaalautuva liiketoimintamalli sekä vahva taloudellinen asema perustelevat yhtiölle nykyiset korkeat arvostuskertoimet. Odotamme lähivuosien vertailukelpoisen operatiivisen tuloskasvun olevan noin 40 % vuodessa, mikä tarkoittaa toteutuessaan voimakasta arvonmuodostusta osakkaille.

2020e oik. P/E 74x antaa osakkeelle seuraavan 3 vuoden osakekohtaisen tuloksen kasvulla (CAGR EPS, 2019-2023 50 %) mitattuna varsin korkeahkon PEG-luvun 1,5x, mikä voidaan kuitenkin juuri ja juuri perustella voimakkaasti arvoa luovalle yhtiölle. Pidemmällä aikavälillä (2023-) tuloskasvun voi kuitenkin odottaa tasaantuvan noin 20 %:iin ja kestävämpi taso P/E-kertoimelle on mielestämme silloin yhtiön skaalautuva kannattavuus ja vahva kassavirta huomioiden noin 20-25x tasolla (2023e P/E 22x). P/E -ja PEG-kertoimia tarkasteltaessa on kuitenkin hyvä huomata, että pienetkin ennustemuutokset aiheuttavat vielä suuria heilahteluja kyseisiin kertoimiin.

Hyväksymme LeadDeskille tavoitehinnallamme (11,5 EUR) oik. P/E-kertoimen 80x ja EV/EBIT-kertoimen 59x vuoden 2020 ennusteilla, joihin luottamuksemme on koronan aiheuttamasta

epävarmuudesta huolimatta suhteellisen vahva. Vuoden 2021e oik. P/E laskee tuloskasvun myötä tavoitehinnallamme jo kohtuullisemmalle 44x ja EV/EBIT 37x tasolle, mutta näkyvyys vuoden 2021 kasvuun on vielä rajallinen.

Liikevaihtopohjaisesti tarkasteltuna (EV/S) LeadDeskin arvostus näyttää mielestämme kohtuulliselta (2021e: 3,0x). Huomioiden LeadDeskin ennustettu kasvu- ja kannattavuusprofiili sekä liiketoiminnan tuottojen toistuvuus, voidaan yhtiölle näkemyksemme mukaan hyväksyä 3-4x EV/S-kerroin.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2019	2020e	2021e
Osakekurssi	11,0	10,7	10,7
Osakemäärä, milj. kpl	4,43	4,66	4,66
Markkina-arvo	51	50	50
Yritysarvo (EV)	45	44	43
P/E (oik.)	>100	74,2	40,9
P/E	64,3	74,2	40,9
P/Kassavirta	6,4	61,8	45,9
P/B	6,7	6,1	5,3
P/S	4,1	4,1	3,5
EV/Liikevaihto	3,7	3,6	3,0
EV/EBITDA (oik.)	25,6	24,1	18,0
EV/EBIT (oik.)	65,9	58,6	34,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	19,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Verrokkianalyysi globaalit SaaS-yhtiöt (liikevaihtopohjainen)

Laajan, globaaleista SaaS-yhtiöstä koostuvan verrokkiryhmän arvostustasot antavat mielestämme hyvän mittatikun positiiviselle arvostusskenaariolle, jossa LeadDeskin arvostustaso pohjautuu voimakkaaseen kasvuun ja skaalautumisen myötä korkeaksi nousevaan kannattavuuteen.

Korostamme kuitenkin, että LeadDeskin arvostusta ei voi tällä hetkellä peilata vielä täysin suoraviivaisesti globaalien SaaS-yhtiöiden arvostustasoihin, koska 1) LeadDeskin liiketoiminnan kokoluokka ja skaalaedut ovat huomattavasti verrokkeja pienempiä, 2) usean verrokkiryhmän yhtiöiden liikevaihdosta kertyy keskimäärin suurempi osa SaaS-lisenssituotoista, kuin LeadDeskillä, ja 3) LeadDeskin osakkeen riskitaso (esim. likviditeetti) on selvästi verrokkeja korkeampi. Mittakaavaeron, kehitysvaiheen ja muiden riskien huomioimiseksi sovellammekin LeadDeskin SaaS-verrokkien keskimääräisiin arvostuskertoimiin arvonmäärityksessä 40 %:n alennusta.

SaaS-verrokkianalyysiä tehdessä mielestämme keskeisin arvostuskerroin on liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin, sillä useimmat listatut SaaS-yhtiöt (ja LeadDesk) ovat vielä voimakkaan kasvun vaiheessa, eikä niiden kannattavuus ole skaalautunut vielä potentiaaliselle tasolle tai ne ovat tappiollisia.

Käytämme arvonmääritykseen verrokkiryhmän ennustetun kasvun ja operatiivisen kannattavuuden yhdistelmän (2021e liikevaihdon

kasvu-% + 2021e EBIT-%) sekä eteenpäin katsovan EV/S-kertoimen korrelaatioon perustuvaa arvostusta. Painotamme SaaS-verrokkiryhmän arvostuksessa kasvun ja kannattavuuden yhdistävää arvostusmenetelmää, sillä se huomioi mielestämme puhdasta liikevaihdon kasvuun pohjautuvaa vertailua paremmin erot yhtiöiden skaalautumisessa ja tehokkuudessa.

Olemme laskelmassa olettaneet LeadDeskin kasvuparametriksi vuoden 2021 ennustetun liikevaihdon kasvuvauhdin (2021e +16 %) sekä yhtiön oikaistun liikevoittomarginaalin (2021e: +9 %).

SaaS-verrokkien keskimääräiseen arvostustasoon perustuen LeadDeskille voitaisiin hyväksyä ennusteillamme noin 10x EV/S -kerroin, mikä antaa 40 %:n alennuksella laskettuna LeadDeskin liiketoiminnan hyväksyttäväksi EV/S-kertoimeksi 6x, yritysarvoksi (EV) noin 86 MEUR ja osakekannan nykyarvoksi osakkeelta noin 18 euroa.

Verrokkianalyysi pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt (tulospohjainen)

Vertaamme LeadDeskin kokonaisliikevaihtoon suhteutettua arvostusta myös pohjoismaisiin yritysohjelmistoja tarjoavien listayhtiöiden arvostuskertoimiin, sillä ne heijastelevat hyvin pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden kasvuodotuksia ja nämä yhtiöt ovat skaalaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan selvästi lähempänä LeadDeskiä, kuin kansainväliset SaaS-verrokkit. Näitä yhtiöitä ovat mm. Admicom, Basware, Efecte, Heeros, F-Secure ja Talenom.

Tämän vertailuryhmän vuoden 2021

keskimääräinen EV/EBIT -kerroin on noin 37x, mikä indikoi LeadDeskin liiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 46 MEUR ja osakekannan nykyarvoksi osakkeelta noin 10 euroa.

Vertailun vuoksi todettakoon lisäksi, että pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden mediaani EV/S-kerroin vuodelle 2021 on 4,3x tasolla, mikä vastaa LeadDeskille hyväksymämme EV/S-kertoimen haarukan ylälaitaa ja indikoi noin 13 euron arvostusta LeadDeskin osakkeelle.

Toimialan verrokkiyhtiöt ja merkittävät yrityskaupat

LeadDeskin laajasti määriteltäiltä kilpailukentältä löytyy muutamia yhdysvaltalaisia listattuja verrokkiyhtiöitä (Vonace, RingCentral, 8x8, Five9 ja osin Twilio ja Zendesk). Viime vuosien aikana myös useampi yhtiön liiketoiminnalle relevantti verrokki on ollut yrityskaupan kohteena ja neljästä näistä kaupoista on saatavilla arvostuskertoimet.

Toimialan listatut verrokkiyhtiöt ja yrityskauppojen kohteet ovat skaalaltaan merkittävästi LeadDeskiä suurempia, joten sovellamme myös tämän verrokkiryhmän arvostuskertoimiin 40 %:n alennusta arvonmäärityksessä.

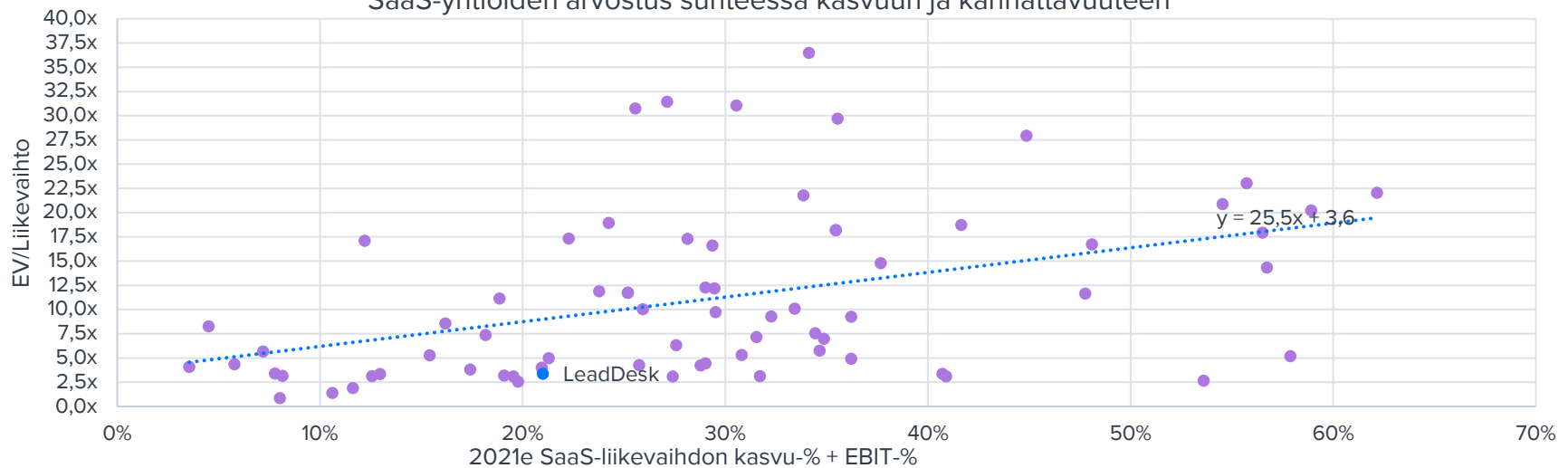
Toimialan verrokkien keskimääräiseen arvostustasoon perustuen LeadDeskille voitaisiin hyväksyä noin 6x EV/S -kerroin, mikä antaa vuoden 2021 liikevaihtoennusteillamme ja 40 %:n alennuksella laskettuna LeadDeskin liiketoiminnan hyväksyttäväksi EV/S-kertoimeksi 3,5x, yritysarvoksi (EV) noin 50 ja osakekannan nykyarvoksi osakkeelta noin 11 euroa

SaaS-yhtiöiden arvostustaso

SaaS-yhtiöiden FW 12kk EV/S-arvostuskerroin



SaaS-yhtiöiden arvostus suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



Arvonmääritys 4/4

Kassavirtalaskelma (DCF)

Nykyennusteidemme pohjalta kassavirtalaskelmamme velaton arvo LeadDeskille on noin 48 MEUR ja osakekannan arvo 54 MEUR, eli 11,6 euroa osakkeelta.

Ennusteet olemme käyneet tarkemmin läpi ennustekappaleessa, mutta käymme seuraavassa läpi vielä pääoletuksemme. Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan keskipitkällä aikavälillä (2020-2023) keskimäärin noin 16 %:n tasolla ja hidastuvan sen jälkeen ennusteperiodin keskivaiheella keskimäärin noin 12 %:iin (2024-2027) ja terminaalikasvuna käytämme konservatiivista 2,5 %:n tasoa. Kannattavuuden osalta odotamme liikevoittomarginaalin nousevan asteittain skaalautumisen myötä noin +23 %:iin ennusteperiodin lopussa (2019: 4 %). Nettokäyttöpääoman oletamme säilyvän nykyisellä tasollaan suhteessa liikevaihtoon koko ennusteperiodin (-8 %) ajan ja lähinnä T&K-aktiivoinneista koostuvien investointien kasvavan keskimäärin noin 6 % vuodessa.

Oman pääoman tuottovaatimus on DCF-mallissamme 11 %. Velkavivun huomioiva pääoman painotettu kustannus (WACC) on myös 11 %, sillä yhtiö on oletuksissamme nettovelaton koko ennustejakson ajan. Tuottovaatimuksen taso on linjassa muiden pienten suomalaisten SaaS-verrokkien arvostuksessa käyttämiimme tasoihin (Admicom 9 %, Heeros 13 %, Efecte 12,7 %). Keskeinen näiden yhtiöiden tuottovaatimusta nostava tekijä on yhtiöiden pieni koko, kehitysvaihe ja osakkeiden matala likviditeetti.

Huomionarvoista kassavirtalaskelmassamme on

arvon painottuminen eri aikaperiodeille. Koska LeadDesk on nykyisessä kehitysvaiheessa jo selvästi kannattava ja kassavirrat positiiviset, niin sen arvosta noin 40 % syntyy jo ennen terminaalijaksoa (2020-2029). Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 60 %, joka on LeadDeskin kaltaiselle erittäin voimakkaan kasvun yhtiölle näkemyksemme mukaan kohtuullinen taso.

Suurimmat epävarmuustekijät kassavirtamallissamme kohdistuvat pitkän aikavälin kasvuodotuksiin ja yhtiön kannattavuuteen ennusteperiodin lopulla. Mielestämme oletuksemme ovat kuitenkin sekä kasvun että kannattavuuden osalta konservatiivisia, huomioiden yhtiön kohdemarkkinoiden vahvat kasvunäkymät, yhtiön kehitysvaihe, nykyinen kannattavuustaso sekä tuottojen toistuvuus.

Kassavirtalaskelman yhteenveto

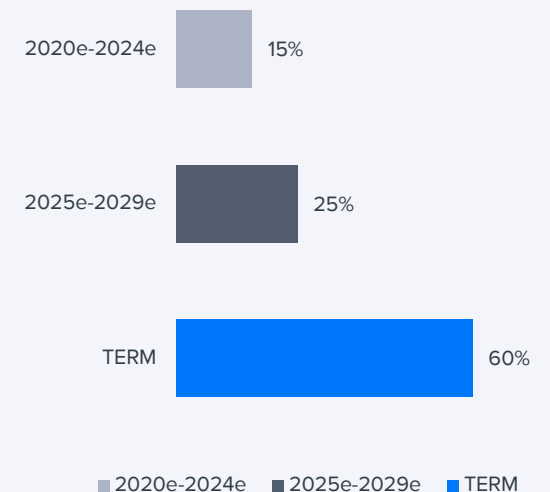
Velaton arvo DCF	48
Oman pääoman arvo DCF	54
Oman pääoman arvo DCF per osake	11,6

Pääoman kustannus (wacc)

Oman pääoman kustannus	10,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksottain



Pohjoismaisen verrokkiryhmän arvostus

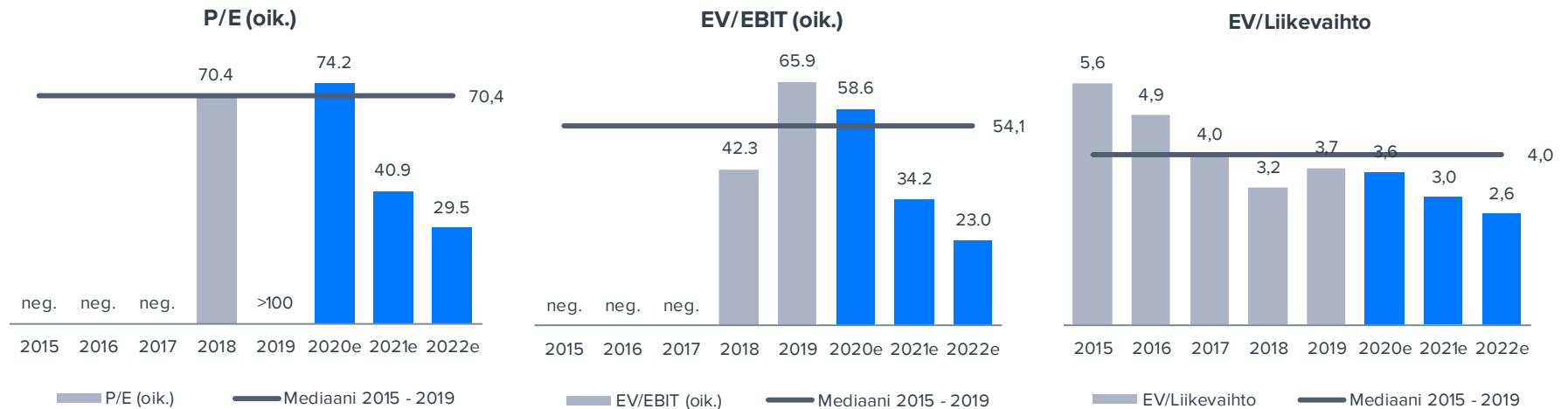
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Admicom Oyj	87,0	431	413	51,6	37,6	41,3	31,8	18,0	14,8
Artificial Solutions International AB	6,5	28	43					6,7	4,1
Basware Oyj	30,6	459	505	625,9	67,3	31,2	22,1	3,4	3,1
Briox AB	9,0	32	30					61,2	30,6
Efecte Oyj	4,9	30	26					1,9	1,5
Fortnox AB	272,0	1628	1619	69,2	54,0	57,5	46,3	23,8	18,6
FormPipe Software AB	24,5	130	126	27,0	23,6	13,3	12,2	3,3	3,1
F-Secure Oyj	3,1	497	508	46,1	32,7	19,9	16,2	2,3	2,2
Heeros Oyj	2,4	11	11			10,9	5,5	1,2	1,1
IAR Systems Group AB	132,6	172	175	19,7	14,0	12,7	9,5	4,5	3,8
Lime Technologies AB (publ)	216,5	285	292	47,5	36,8	29,9	25,2	9,1	7,8
Qt Group Oyj	25,50	612	604	90,5	39,7	65,6	33,3	8,4	6,8
Safeture AB	11,05	27	27					9,1	6,9
Simcorp A/S	683,50	3834	3908	36,2	27,2	32,1	24,9	8,6	7,7
Sinch AB (publ)	583,00	3406	3351	59,8	37,8	43,6	29,4	5,0	3,3
SSH Communications Security Oyj	1,59	63	53		105,3	52,7	21,1	3,8	3,2
Talenom Oyj	8,40	365	395	31,2	25,7	17,9	15,0	5,9	5,1
Vitec Software Group AB (publ)	204,00	561	602	37,4	29,2	15,5	13,4	4,9	4,5
LeadDesk (Inderes)	10,70	50	44	34,2	23,0	18,0	14,1	3,6	3,0
Keskiarvo				95,2	40,8	31,7	21,9	10,1	7,1
Mediaani				46,8	36,8	30,5	21,6	5,4	4,3
Erotus-% vrt. mediaani				-27%	-37%	-41%	-34%	-34%	-31%

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,50	7,50	7,50	7,50	11,0	10,7	10,7	10,7	10,7
Osakemäärä, milj. kpl	4,54	4,54	4,54	4,54	4,43	4,66	4,66	4,86	4,86
Markkina-arvo	34	34	34	34	51	50	50	52	52
Yritysarvo (EV)	32	36	36	35	45	44	43	43	41
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	70,4	>100	74,2	40,9	29,5	21,8
P/E	neg.	neg.	neg.	>100	64,3	74,2	40,9	29,5	21,8
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	18,7	6,4	61,8	45,9	16,7	23,6
P/B	10,2	77,2	90,5	47,0	6,7	6,1	5,3	4,7	4,0
P/S	5,9	4,7	3,7	3,1	4,1	4,1	3,5	3,1	2,7
EV/Liikevaihto	5,6	4,9	4,0	3,2	3,7	3,6	3,0	2,6	2,1
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	>100	19,3	25,6	24,1	18,0	14,1	10,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	42,3	65,9	58,6	34,2	23,0	15,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,1 %	27,6 %	30,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,9 %	1,4 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	5,2	5,9	11,0	6,1	6,2	12,4	6,0	6,3	12,3	14,3	16,7	19,4
Käyttökate	0,4	1,4	1,8	0,7	2,6	3,4	0,7	1,1	1,8	2,4	3,1	3,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,6	-1,1	-0,6	-0,5	-1,1	-0,5	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,1	0,9	0,8	0,3	0,4	0,7	0,2	0,6	0,7	1,2	1,9	2,7
Liikevoitto	-0,1	0,8	0,8	0,1	2,1	2,2	0,2	0,6	0,7	1,2	1,9	2,7
Konserni	-0,1	0,8	0,8	0,1	2,1	2,2	0,2	0,6	0,7	1,2	1,9	2,7
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,3	-1,2	-0,2	-1,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-0,2	0,6	0,4	-1,1	1,9	0,9	0,1	0,6	0,7	1,3	2,0	2,8
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,3	0,6	0,3	-1,1	1,9	0,8	0,1	0,6	0,7	1,2	1,8	2,4
EPS (oikaistu)	-0,07	0,17	0,11	0,02	0,03	0,05	0,02	0,12	0,14	0,26	0,36	0,49
EPS (raportoitu)	-0,07	0,14	0,07	-0,26	0,42	0,17	0,02	0,12	0,14	0,26	0,36	0,49

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%		-35,4 %	21,3 %	18,7 %	6,1 %	12,0 %	-2,0 %	0,9 %	-0,5 %	16,5 %	16,9 %	15,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-216,4 %	-207,0 %	-539,7 %	-59,8 %	-17,9 %	-53,3 %	63,4 %	8,8 %	66,9 %	50,9 %	41,6 %
Käyttökate-%	8,3 %	23,9 %	16,6 %	11,7 %	42,3 %	27,1 %	11,4 %	18,0 %	14,7 %	16,5 %	18,3 %	20,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,4 %	15,5 %	7,6 %	5,2 %	5,9 %	5,5 %	2,5 %	9,5 %	6,1 %	8,7 %	11,2 %	13,7 %
Nettotulos-%	-5,8 %	10,8 %	3,0 %	-18,2 %	30,0 %	6,1 %	1,5 %	9,2 %	5,5 %	8,5 %	10,5 %	12,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	3,0	3,8	3,9	4,1	4,3
Liikearvo	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	2,8	2,9	3,0	3,3	3,5
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	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	2,2	6,7	7,1	8,1	9,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,3	1,2	1,2	1,4	1,7
Likvidit varat	0,9	5,5	5,9	6,7	8,0
Taseen loppusumma	5,2	10,5	11,0	12,2	14,0

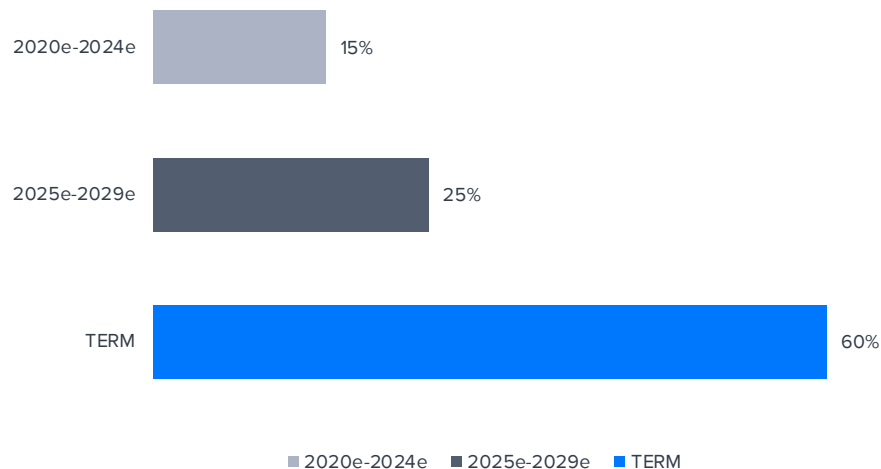
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	0,7	7,6	8,2	9,4	11,0
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-4,9	-4,1	-3,4	-2,2	-0,7
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	5,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,9	0,4	0,4	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,9	0,4	0,4	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,6	2,5	2,4	2,7	3,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	0,3	0,2	0,2	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,4	2,2	2,2	2,6	3,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,2	10,5	11,0	12,2	14,0

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	2,2	0,7	1,2	1,9	2,7	3,6	4,5	5,5	6,5	7,8	8,0	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-1,2	-1,5	-1,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,0	1,7	2,4	3,0	3,8	4,5	5,4	6,3	7,1	8,2	8,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,9	0,5	1,1	1,6	2,2	2,9	3,7	4,5	5,3	6,4	6,2	
+/- Muut	6,0	0,3	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,9	0,8	1,1	3,1	2,2	2,9	3,7	4,5	5,3	6,4	6,2	77,1
Diskontattu vapaa kassavirta		0,8	0,9	2,4	1,5	1,8	2,1	2,3	2,5	2,7	2,3	29,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		48,3	47,5	46,6	44,2	42,7	40,9	38,8	36,5	34,0	31,4	29,0
Velaton arvo DCF		48,3										
- Korolliset velat		-0,7										
+ Rahavarat		5,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		53,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	9,1	11,0	12,4	12,3	14,3	EPS (raportoitu)	-0,25	0,07	0,17	0,14	0,26
Käyttökate	0,0	1,8	3,4	1,8	2,4	EPS (oikaistu)	-0,24	0,11	0,05	0,14	0,26
Liikevoitto	-0,8	0,8	2,2	0,7	1,2	Operat. kassavirta / osake	-0,02	0,48	0,68	0,37	0,51
Voitto ennen veroja	-1,1	0,4	0,9	0,7	1,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,27	0,40	1,79	0,17	0,23
Nettovoitto	-1,1	1,0	0,8	0,7	1,2	Omapääoma / osake	0,08	0,16	1,70	1,77	2,03
Kertaluontoiset erät	-0,1	-0,1	1,5	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	5,5	5,2	10,5	11,0	12,2	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	21 %	12 %	-1 %	17 %
Oma pääoma	0,4	0,7	7,6	8,2	9,4	Käyttökateen kasvu-%	-101 %	12152 %	-4 %	3 %	30 %
Liikearvo	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-72 %	-207 %	-18 %	9 %	67 %
Nettovelat	2,0	1,2	-4,8	-5,3	-6,5	EPS oik. kasvu-%	-63 %	-145 %	-53 %	190 %	81 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	0,2 %	16,6 %	14,3 %	14,7 %	16,5 %
Käyttökate	0,0	1,8	3,4	1,8	2,4	Oik. Liikevoitto-%	-8,6 %	7,6 %	5,5 %	6,1 %	8,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,2	Liikevoitto-%	-9,2 %	7,0 %	17,9 %	6,1 %	8,7 %
Operatiivinen kassavirta	-0,1	2,2	3,0	1,7	2,4	ROE-%	-278,5 %	60,8 %	18,3 %	8,5 %	13,8 %
Investoinnit	-1,2	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	ROI-%	-28,2 %	24,6 %	40,2 %	10,0 %	14,8 %
Vapaa kassavirta	-1,2	1,8	7,9	0,8	1,1	Omavaraisuusaste	6,8 %	13,9 %	71,8 %	74,9 %	77,6 %
						Nettovelkaantumisaste	528,8 %	168,2 %	-63,9 %	-64,7 %	-68,9 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Olli Sirkiä	23,4 %	EV/Liikevaihto	4,0	3,2	3,7	3,6	3,0
Lauri Pukkinen	23,1 %	EV/EBITDA (oik.)	>100	19,3	25,6	24,1	18,0
SEB (hallintarekisteri)	16,9 %	EV/EBIT (oik.)	neg.	42,3	65,9	58,6	34,2
Suomen Teollisuussijoitus	11,4 %	P/E (oik.)	neg.	70,4	>100	74,2	40,9
Olli Nokso-Koivisto	6,4 %	P/B	90,5	47,0	6,7	6,1	5,3
Aktia Varainhoito	3,2 %	Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.2.2019	Lisää	8,90 €	7,70 €
16.8.2019	Vähennä	10,80 €	11,10 €
5.11.2019	Lisää	10,80 €	10,10 €
22.1.2020	Vähennä	13,10 €	13,80 €
17.2.2020	Vähennä	14,00 €	14,30 €
19.3.2020	Lisää	9,00 €	8,40 €
9.6.2020	Lisää	11,50 €	10,70 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**