

LeadDesk

Seurannan aloitus

18/02/2019

Seurannan aloitus: Vahva SaaS-kasvutarina

Aloitamme LeadDeskin seurannan lisää-suosituksella ja 8,5 euron tavoitehinnalla. LeadDesk tarjoaa pilvipohjaista contact center -ohjelmistoa suuren volyymin asiakaspalvelun ja myynnin tarpeisiin. Yhtiöllä on vahvat näytöt nopeasta ja kannattavasta kasvusta Suomessa ja kansainvälisesti, sekä kilpailukykyinen ja skaalautuva SaaS-liiketoimintamalli. LeadDeskin kohdemarkkina on iso ja pilvitransformaation myötä voimakkaassa kasvussa, mikä yhdistettynä pirstaloituneeseen kilpailukenttään tarjoaa yhtiölle mahdollisuuksia sekä vahvaan orgaaniseen kasvuun että yritysjärjestelyihin. Listautumisella yhtiö haki lisää taloudellisia resursseja ja vahvempaa yrityskuvaa kannattavan kasvun strategian tueksi.

Pohjoismaiden johtava SaaS-pohjaisten contact center -ohjelmistojen toimittaja

LeadDesk on Pohjoismaiden johtava toimija omalla erikoistumisalueellaan. Yhtiöllä on toimistot 6 maassa ja ohjelmistolla käyttäjinä yli 700 asiakasyritystä. Yhtiön liikevaihto oli 11 MEUR vuonna 2018 ja se työllisti vuoden lopussa 73 henkilöä, joista 22 ulkomailla. 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 5 maassa (ulkomaat lähes 40 % liikevaihdosta), mikä todistaa yhtiön kansainvälistymisstrategian toimivuutta.

Toimialan kasvunäkymät erinomaiset ja alan konsolidaatio on käynnistynyt

Pilvipohjaisten contact center -ohjelmistojen markkina on globaalisti noin 6,7 mrd. USD arvoinen ja kasvaa noin 24 % vuosittain. Markkinan kasvua tukee toimialan voimakas siirtymä pilvipohjaisiin ratkaisuihin, sillä vielä noin 2/3-osaa alan työpisteistä käyttää perinteisiä ohjelmistoratkaisuja. Pilviratkaisujen suosiota ajaa niiden joustavuus, parempi käyttökokemus, tehokkuus sekä matalampi käyttöönoton kynnys ja kustannus. Lisäksi perinteiset ohjelmistot ovat jäämässä monilla ohjelmistotoimittajilla ylläpitotilaan ja sektorin investoinnit sekä tuotekehitys keskittyvät pilveen. 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 konsolidaation markkinalla ja LeadDeskin tavoitteena on toimia aktiivisena osapuolena tässä kehityksessä.

Näemme LeadDeskin arvostuksen maltillisena voimakkaaseen ja kannattavaan kasvuun suhteutettuna

LeadDesk kääntyi nopeasti voitolle, kun yhtiö teki vuonna 2017 päätöksen siirtyä investointivaiheesta kannattavan kasvun vaiheeseen. Ennustamme LeadDeskin vuosien 2019-2021 liikevaihdon kasvuksi keskimäärin noin 20 % ja käyttökatteen noin 25 % vuodessa. Eri arvonnäytösten menetelmiin perustuen annamme LeadDeskin osakkeen tavoitehinnaksi 8,5 euroa, mikä vastaa vuodelle 2019 noin 2,7x EV/S-kerrointa ja 15x EV/EBITDA-kerrointa. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän arvostuksella (7,75 EUR) LeadDeskin 2019e EV/S-kertoimet ovat 2,4x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin 13,5x. Yhtiön riskitaso on kannattavaan kasvuun edenneen strategisen kehitysvaiheen ja toistuviin tuottoihin (n. 90 %) perustuvan liiketoimintamallin myötä maltillinen, mutta yhtiön pieneen kokoon, kilpailuaseman muutoksiin ja kannattavan kasvun jatkumiseen liittyy riskejä.

Analytiikot



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



Mikael Rautanen
+358 50 3460 321
mikael.rautanen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(-)



8,50 EUR

(aik. Ei tavoitehintaa)

Osakekurssi: 7,75 EUR

Potentiaali: 10 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	11,0	13,3	15,8	18,7
kasvu-%	21 %	20 %	19 %	18 %
EBITDA oik.	1,8	2,3	2,9	3,6
- EBITDA-% oik.	16,6 %	17,6 %	18,1 %	19,2 %
Nettotulos	0,3	0,4	1,7	2,4
EPS (oik.)	0,10	0,21	0,36	0,50

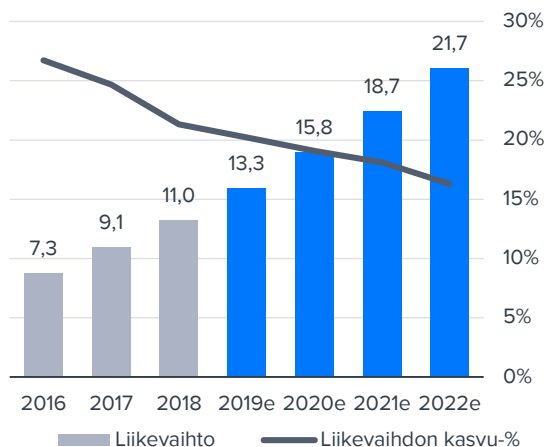
P/E (oik.)	76,0	37,2	21,4	15,4
P/B	50,8	5,4	4,3	3,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	45,5	23,9	16,0	10,7
EV/EBITDA	20,7	13,5	10,4	7,5
EV/Liikevaihto	3,4	2,4	1,9	1,4

Lähde: Inderes

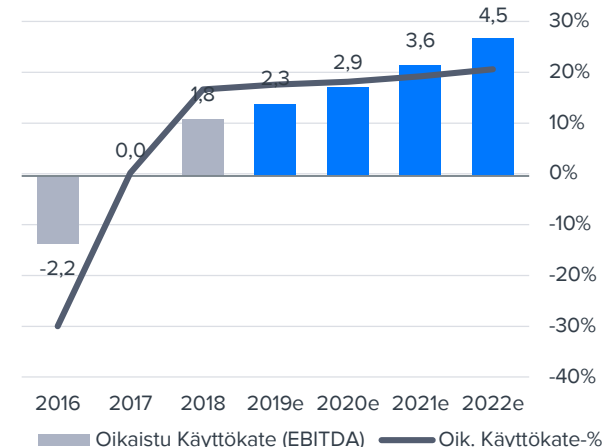
Arvostusmenetelmien yhteenveto

Menetelmä/arvostuskerroin		Kerroin 2019e	Ennuste 2019e	Arvo
SaaS-yhtiöt	EV/S	3,9x	13,3	52
Nordic ohjelmistoyhtiöt	EV/S	2,8x	13,3	37
Nordic IT-palveluyhtiöt	EV/EBITDA	8,1x	2,3	18
Toimiala & yrityskaupat	EV/S	2,7x	13,3	36
Kassavirtalaskelma (DCF)	NPV			38
Keskiarvo	MEUR			36
Nettokassa 2018 (annin jälkeen)	MEUR			4,0
Osakekannan arvo (Inderes)	MEUR			40
Osakekannan arvo / osake (Inderes)	EUR			8,5
Osakekurssi 15.2.2019	EUR			7,75
Potentiaali-% vrt. Inderesin tavoitehintaa				+10 %

Liikevaihto ja kasvu-%



EBITDA ja EBITDA-%



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 tietoturva- ja regulaatoriskit
- Yrityssostot ja uudet markkinat
- Osakkeen likviditeetin heikkous



Arvostus

- Liikevaihtopohjainen arvostus houkutteleva, mutta myös tulospohjainen arvostus antaa tukea arvonmuodostukselle
- Verrokkeihin nähden maltillinen hinnoittelu tukee arvostusta
- Vahvaa liikevaihdon ja tuloksen kasvua
- Osakkeen vaihdettavuus voi olla heikko, mikä nostaa tuottovaadetta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Strategia	15-17
Markkinat	18-19
Kilpailukenttä	20-21
Historiallinen kehitys	22-23
Ennusteet	24-28
Sijoitusprofiili	29-31
Arvonmääritys	32-39
Yhteenvedotaulukko, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40-41

LeadDesk lyhyesti

LeadDesk tarjoaa SaaS-pohjaista pilvipalvelua suurivolyymisen myynnin ja asiakaspalvelun tarpeisiin.

2010

Toiminnan käynnistysvuosi

>700

Asiakasta

6

Toimintamaata

11 MEUR (+21 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

+46 % 2012-2018

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

1,9 / 0,9 MEUR (17,4 % / 8,2 % lv:sta)

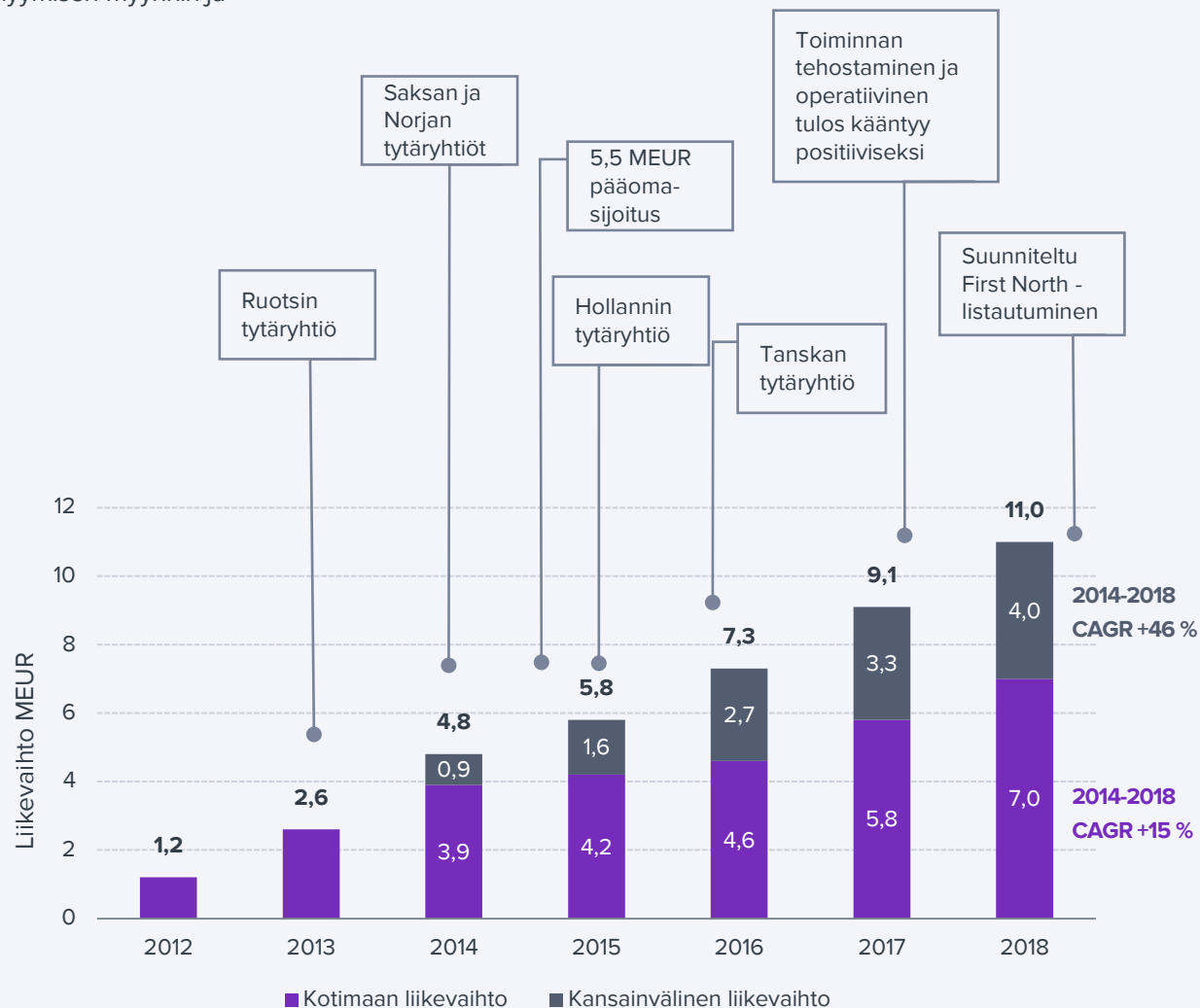
EBITDA / EBIT 2018

73

Henkilöstö 2018 lopussa

n. 90 %

Toistuvan liikevaihdon osuus liikevaihdesta 2018 *



Lähde: LeadDesk / Inderes

* LeadDesk-pilvipalveluiden toistuvat tuotot (ml. Telepalvelut) + LeadCloud toistuvat tuotot

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

LeadDeskin tausta ja historia

LeadDesk tarjoaa pilvipohjaista contact center -ohjelmistoa suuren volyymin myynnin ja asiakaspalvelun tarpeisiin. Yhtiö perustettiin vuonna 2009 ja sen varsinainen toiminta käynnistyi vuonna 2010. Perustajat Lauri Pukkinen ja Olli Sirkiä ovat entisiä liikkeenjohdon konsultteja, jotka näkivät contact center -ohjelmistojen pilvisiirtymän luovan markkinalle kasvumahdollisuuden. Ajoitus perustamiselle oli hyvä, sillä LeadDeskin toimialalla teknologia alkanut viime vuosikymmenen lopulla kypsyä riittävässä määrin, jotta ohjelmistojen siirtymä pilviaikakaudelle alalla saattoi käynnistyä.

Yhtiön perustamisen jälkeisen nopean kasvun jälkeen yrittäjät päättivät hankkia LeadDeskille operatiivisen toimitusjohtajan vuonna 2013, jolloin yhtiön nykyinen toimitusjohtaja Olli Nokso-Koivisto aloitti tehtävässään. Yhtiötä lähdettiin vuonna 2013 kansainvälistämään nopeasti, kun tuotteen kilpailukyky oli todennettu Suomen markkinalla. Ensin kokeiltu etämyyntimalli ei kuitenkaan toiminut ulkomaille laajentumisessa, minkä takia kansainvälistymisstrategiaa muutettiin paikalliseen läsnäoloon ja myyntimalliin perustuvaksi. Vuosina 2013-2014 yhtiö avasi tytäryhtiöt Ruotsiin, Norjaan ja Saksaan.

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

saatuaan 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.

Vuodesta 2017 alkaen LeadDesk käynnisti strategisen siirtymän tappiollisesta start-upista kasvuyhtiöksi ja alkoi kehittämään liiketoiminnan tehokkuutta. Yhtiö leikkasi aggressiivisimpia kasvupanostuksia ja ylimääräisiä toimintoja, minkä seurauksena kasvu hidastui noin 20 %:iin, mutta kannattavuus nousi nopeasti selvästi positiiviseksi (2018 EBITDA-% 17 %). Arviomme mukaan kansainvälisistä markkinoista kaikki maat ovat nyt nousseet volyymitasolle, jolla ne ovat kassavirtapositiivisia. Siten yhtiöllä voidaan todeta olevan jo hyvät näytöt onnistuneesta kansainvälistymisestä niin kasvun kuin kannattavuuden osalta.

LeadDesk tänään

LeadDesk kertoo olevansa nyt Pohjoismaiden johtava pilvipalveluna tarjottavien suurivolyymisten myynti- ja asiakaspalveluohjelmistojen toimittaja. Yhtiöllä on toimistot kuudessa maassa ja yli 700 asiakasyritystä. Yhtiön liikevaihto oli 11 MEUR vuonna 2018 ja se työllisti vuoden lopussa 73 henkilöä, joista 22 ulkomailta.

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

LeadDeskin suurimpia omistajia ovat yhtiön perustajat Olli Sirkiä (30 %) ja Lauri Pukkinen (30 %). Muita omistajia ovat rahoittajat Dawn Capital (23 %) ja Teollisuussijoitus (9 %) sekä yhtiön toimitusjohtaja Olli Nokso-Koivisto (8 %). Listautumisannin myötä perustajien ja pääomasijoittajien omistus laskisi alle 50 %:iin ja mahdollisten yritysostojen jälkeen edelleen pienemmäksi.

First North -listautuminen

Arviomme mukaan LeadDeskiä on määrätietoisesti valmisteltu listautumiseen vuodesta 2017 alkaen. Listautuminen ei ole yhtiön omistajien exit-reitti, vaan yhtiölle työkalu strategian seuraavan vaiheen toteutukseen.

LeadDesk toteutti onnistuneesti listautumisen First North -markkinapaikalle helmikuussa 2019. Listautumisella yhtiö sai pääomia kasvustrategian toteutukseen sekä oman osakkeen maksuvälineeksi yrityskauppoihin, millä on keskeinen rooli yhtiön uudessa strategiavaiheessa. Lisäksi listautumisella tavoitellaan yhtiön tunnettuuden ja uskottavuuden vahvistamista asiakkaiden keskuudessa.

Yhtiö keräsi listautumisannilla noin 5,2 miljoonan euron nettovarot. Listautumisannin ankkurisijoittajina olivat Aktia Varainhoito Oy, tietyt OP Rahastoyhtiön hallinnoimat rahastot, Tesi ja G2Invest Oy (Petri Niemi, hpi).

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



Sertifioinnit, 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



Kansainväliset toimijat



Ekosysteemitomijat (esim. Salesforce)



Ratkaisut

Outbound-myynti

Inbound-myynti

Asiakaspalvelu



Alihankkijoiden hallinta



LeadCloud yritys- ja kuluttajadatatapalvelut (spinn-off -yhtiö)



Kustannusrakenne



Materiaalit ja palvelut (21 % liikevaihdosta)



Henkilöstökulut (41 %)



Liiketoiminnan muut kulut (23 %)



Poistot (9 %)

73 hlö (2018)
-10,4 m€ (2018)

SaaS-ohjelmistotuotot **56 %**

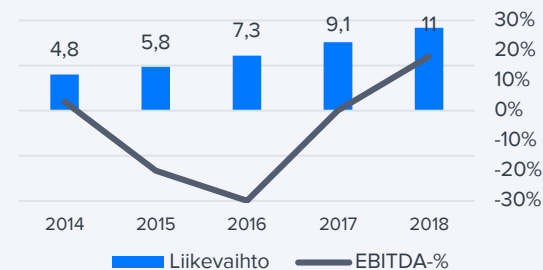
Telepalvelut **23 %**

Asiantuntijatyö **3 %**

LeadCloud-tuotot **18 %**

Tulovirrat

Liikevaihto 11 m€ (2018)
EBITDA 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 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 perustoiminnallisuuksia, minkä lisäksi yhtiö kehittää erillisiä LeadApp -lisäarvosovelluksia täydentämään tarjoamaa.

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

Ratkaisun ydinkohderyhmää ovat pienet ja keskiuuret 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 niiden liiketoiminnan elinehtona. Muita asiakastoimialoja ovat esimerkiksi media, turvallisuuspalvelut, energia-ala, tietoliikenne, talouspalvelut ja markkinatutkimus. Asiakkaat toimivat tyypillisesti paikallisesti, mikä edellyttää LeadDeskilta paikallista läsnäoloa lähellä asiakkaita.

Osana ratkaisua LeadDeskin asiakkaat saavat ohjelmiston kautta 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 23 % yhtiön liikevaihdesta.

Myynti ja asiakkaan elinkaari

LeadDesk toimii puhtaasti oman myyntiorganisaation kautta. Toisin kuin suuryritysegmentissä, 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

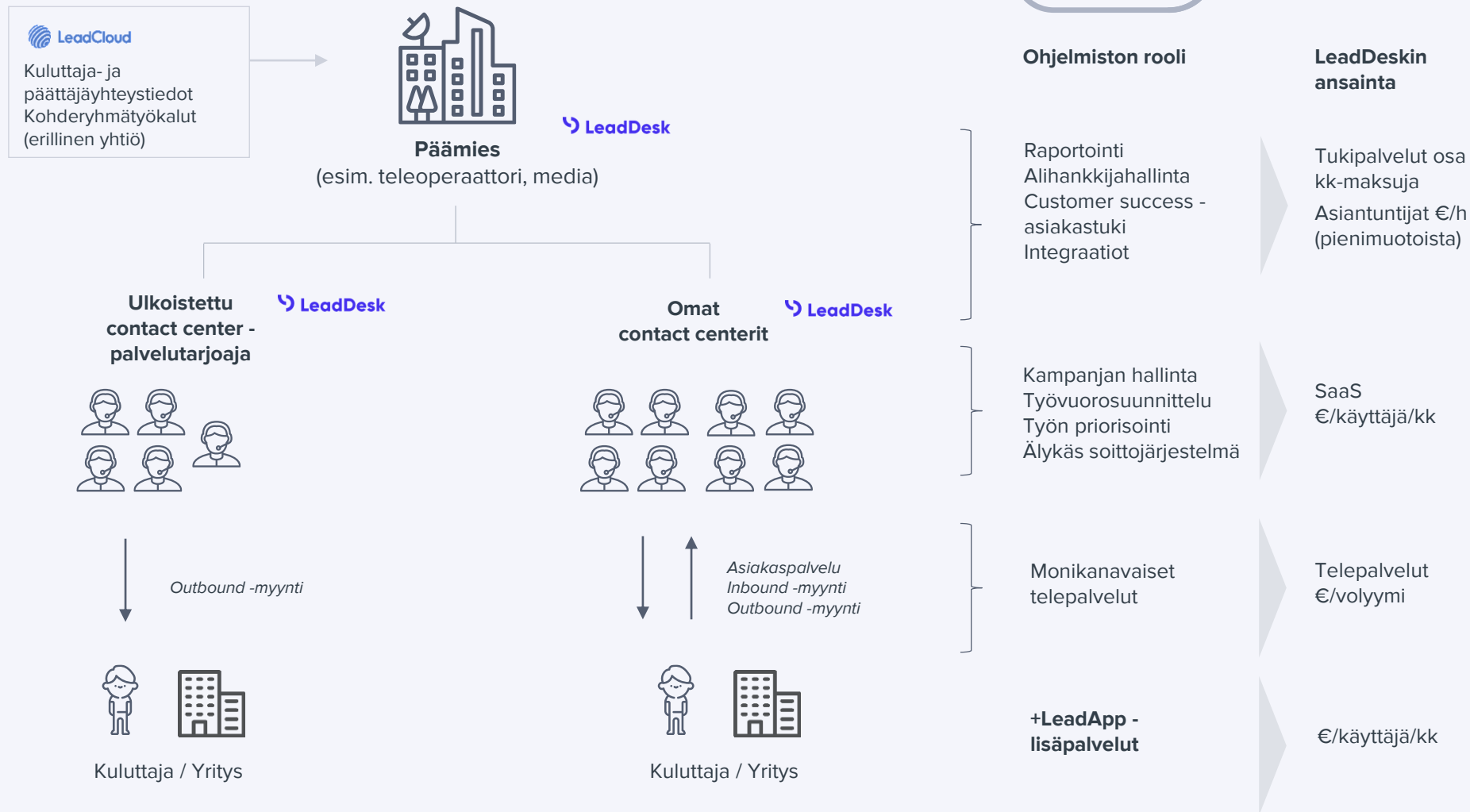
hankintaprosessissa mukana, mikä nopeuttaa myynti- ja käyttöönottosykliä merkittävästi.

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 pienimuotoisessa roolissa. Asiakkaan inbound-myyntin ja asiakaspalvelun hankkiessa ratkaisua käyttöönotto on kompleksimpi ja myyntiprosessi pidempi. Siten LeadDesk etenee myynnissään tyypillisesti ensisijaisesti organisaation outbound-myyntiä tekevän osaston kautta.

Kun asiakas on ottanut ohjelmiston käyttöön käynnistyvät kuukausittain laskutettavat käyttöpaikkoihin pohjautuvat käyttömaksut. Sopimukset ovat tyypillisesti voimassa noin vuoden kerrallaan. Asiakkaalla on tukena asiakaspalvelu sekä customer success -tiimi, jonka tehtävä on auttaa asiakasta menestymään liiketoiminnassaan. Yhtiön verkkosivujen mukaan perustason ns. "Instant"-lisenssin hinta on 85 euroa käyttöpaikkaa kohden kuukaudessa, mutta suuren käyttäjämäärän asiakkaissa hinnan voi olettaa olevan alempi, noin 70-75 euroa/kk. Yhtiön asiakkaan keskikoko on laskelmiemme mukaan reilu tuhat 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 kasvusta. LeadApp-lisäarvopalveluiden avulla asiakkuuksien arvoa pyritään kasvattamaan pitkässä juoksussa, mutta tällä hetkellä niiden osuus yhtiön liikevaihdosta on matala.

Asiakaspysyvyyttä yhtiölle turvaa se, että ratkaisu on 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 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-myyntin aktiviteetteja sekä kilpailuttamaan alihankkijoitaan LeadDeskin avulla helposti. Tämä antaa päämiehille myös voimakkaan kannusteen aktivoida niiden ekosysteemeissä olevia alihankkijoita siirtymään LeadDeskin ohjelmiston käyttöön. Käsityksemme mukaan Suomen markkinalla tämä LeadDeskin ympärille syntyvä ekosysteemi on yhtiölle jo selkeä kilpailuetu, joka tuo tärkeää vallihautaa liiketoimintamalliin.

Tuotekehitys

LeadDeskin tuotekehityksessä työskentelee 14 henkilöä. Tuotekehityskulut vastasivat noin 10 % yhtiön liikevaihdosta (2018).

Yhtiön tuote on kypsä, kilpailukykyinen ja helposti monistettavissa uusille markkinoille, joten yhtiöllä ei ole arviomme mukaan merkittäviä tuotekehitysinvestointeja 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.

LeadCloud-liiketoiminta

LeadDeskin tytäryhtiö Leadventure Oy tarjoaa kuluttaja- ja päättäjäyhteystietoja suoramarkkinoinnin tarpeisiin LeadCloud-palveluna. Palvelu tehostaa suoramarkkinoinnin tuloksia tuomalla asiakkaille laadukkaampia ja helpommin hyödynnettäviä myyntikontakteja.

LeadCloud -liiketoiminta tarjoaa luontaisia synergioita LeadDeskille yhtiöiden yhtenäisen asiakaskunnan ansiosta, mutta arviomme mukaan LeadCloudin kasvu perustuu nykyisin entistä vahvemmin konsernin ulkopuolisiin asiakkuuksiin.

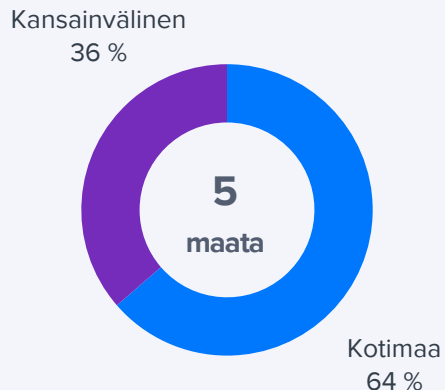
LeadCloud ei ole itsessään rekisterinylläpitäjä, joten sen liiketoiminta perustuu asiakas- ja yritystietorekisterijöiden haltijoiden omistaman datan jalostamisen tuottamaan lisäarvoon. Lisäarvo perustuu muun muassa koneoppimisen hyödyntämiseen myyntikontaktien luokittelussa ja järjestämisessä. LeadCloudin asiakas maksaa siten LeadCloudille sekä rekisterinhaltijan datasta että palvelun käytöstä. LeadCloudin liikevaihdosta muodostuu noin 2/3-osaa toistuvista sopimuksista ja noin 1/3-osaa pääasiassa kontaktien määrään perustuvasta laskutuksesta.

LeadCloudissa on huomioitava, että EU-tasolla käynnissä olevasta tietosuojan kokonaisuudistuksesta johtuen liiketoimintaan liittyy tietosuojaa koskevia epävarmuustekijöitä, jotka voivat vaikuttaa negatiivisesti LeadCloudin liiketoimintaan. LeadCloudin liikevaihto oli viime vuonna noin 1,9 miljoonaa euroa ja sitä tarjotaan pääasiassa Suomessa. LeadCloud työllistää 10 henkeä ja arviomme mukaan liiketoiminta on hyvin kannattavaa ja voimakkaassa kasvussa, minkä takia LeadCloudin toiminnan heikentymisellä voisi selkeitä olla negatiivisia vaikutuksia myös LeadDeskiin.

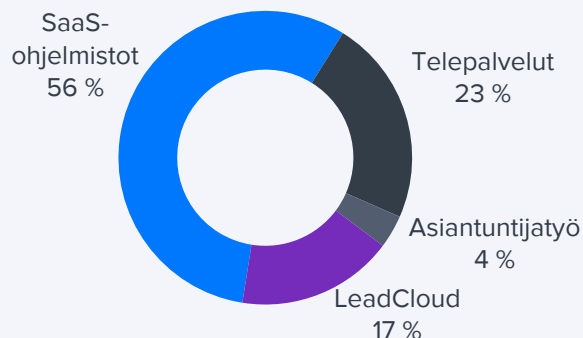
LeadDeskin liikevaihdon muodostuminen

Liikevaihto 2018
11 MEUR

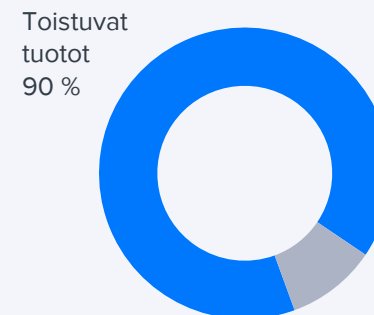
Maantieteellinen 2018



Tuottolajittain 2018

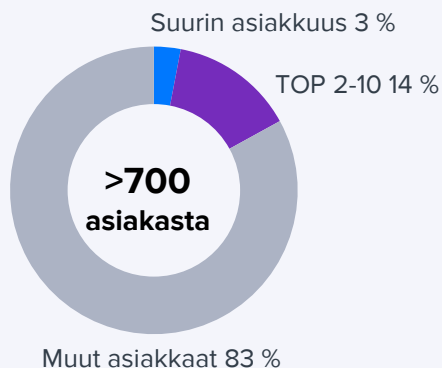


Toistuvat tuotot 2018 *



* LeadDesk-pilvipalveluiden toistuvat tuotot (ml. Telepalvelut) + LeadCloud toistuvat tuotot

Asiakaskunta (LeadDesk pilvipalvelut)



Liikevaihtotyypit

LeadDesk-pilvipalvelut

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

LeadCloud-palvelut

LeadCloud- toistuva liikevaihto

LeadCloud- toistuvat tuotot koostuvat jatkuviin sopimuksiin perustuvista käyttöoikeuksista LeadCloudin ylläpitämään kuluttaja- ja päättäjyhteystietojen luokittelupalveluun.

LeadCloud- muu liikevaihto (ei-toistuvaa)

LeadCloud- muut tuotot koostuvat kontaktien määrän mukaan määräytyvistä kertamaksuista.

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 ja palveluiden kehitykseen ja ylläpitoon liittyvien panostusten voimakkaalla etupainoisuudella ja 3) vanhojen asiakkuuksien tyypillisesti hitaasti yli ajan tapahtuvalla kasvulla ja laajentumisella.

Kuluerittäin katsottuna suurin skaalautumispotentiaali liittyy SaaS-yhtiöllä 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 %. Arvioimme mukaan yhtiön SaaS-ohjelmistotuottojen myyntikate-% on yli 90 %, mutta ulkopuolisiin palveluihin nojaavien Telepalveluiden ja LeadCloudin myyntikate-% on noin 50-60 %:n tasolla. Arvioimme mukaan LeadDeskin myyntikate-%:ssa voisi yhä olla lievää skaalautumispotentiaalia, kun pilvipalvelin-kapasiteetin, telepalveluiden ja rekisteritietojen 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 5-10 %:iin liikevaihdesta.

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, myyntiin ja markkinointiin. Arvioimme, 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 skaalan myötä, asiakkuuksien tukeen liittyvät palvelut monistuvat, ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen vaatii uusasiakkuuksiin nähden vähemmän myyntipanostuksia. Arvioimme, että skaalautumisvaiheessa (2023-) LeadDeskin myyntipanostusten suhde voisi laskea 25-30 %:iin liikevaihdesta.

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 70 % liikevaihdesta) 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 toimialaskohtaisten 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 viime vuosikymmenen lopulla 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 ohjelmistoyhtiölle kivulias, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi kulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan ja liikevaihdon tuloutumiseen.

SaaS-malli poikkeaa merkittävästi perinteisestä ohjelmistomyyntiin 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 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän perinteisten kertalisenssiohjelmistoratkaisujen 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 toiminta-varmuutta ja kykyä skaalautua suuriin volyymeihin.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

- Perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin verrattuna tyypillisesti matalampi käyttöönottokynnys 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.

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.
- Tuotekehityssykliä ja ohjelmistotuotanto nopeutuvat pienentäen asiakaspoistuvuuden riskiä, sillä ohjelmistosukupolven vaihtuminen ei muodosta epäjatkuvuuskohtaa asiakkuuteen.

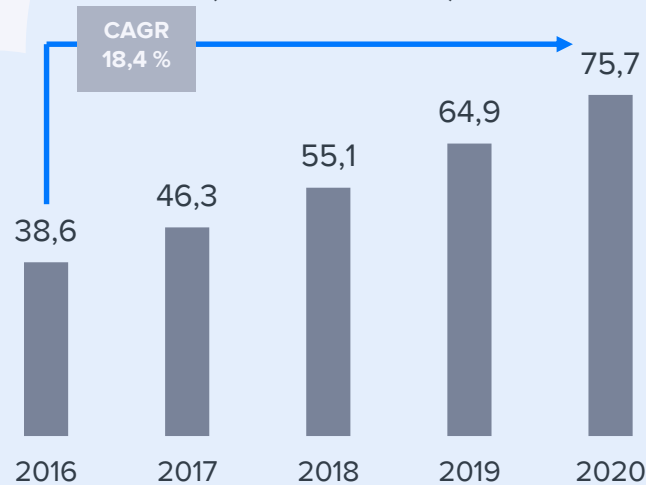
SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- 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-malli vaatii siten kertalisenssimalliin nähden sijoittajalta pidempää horisonttia ja erilaisten tehokkuus- ja arvostusmittareiden hallintaa.

SaaS-mallin suosion ajureita

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina

(mrd USD, Gartner, 2016)



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

Kasvustrategian vaihe

LeadDesk on yrityksenä mielenkiintoisessa kehitysvaiheessa, sillä yhtiö on saavuttanut tuotteen ja teknologian osalta kypsän vaiheen sekä onnistunut todistamaan tuotteeseen tehtävien myynti-investointien tuottavan tulosta. Yhtiö on vuonna 2015 tehdyn pääomasijoituksen turvin avannut useita uusia markkinoita aggressiivisilla investoinneilla ja kääntänyt kannattavuutensa positiiviseksi vuonna 2018. Kansainvälistymisen siemenet on kylvetty ja ne ovat todistetusti lähteneet itämään, minkä takia uusien sijoittajien ei tarvitse kantaa niin korkeaa riskiä epävarmojen kansainvälistymispanostusten onnistumisesta. Lisäksi yhtiön tuote on jo osittain happotestattu kansainvälisillä markkinoilla.

Kiinnostavasta strategisesta vaiheesta huolimatta kiinnitämme yhtiön strategisessa kehityksessä huomiota siihen, että yhtiössä on aggressiivisten kasvupanostusten (2015-2016) jälkeen kulurakenteen perusteella tehty kasvuinvestointeihin selkeä jarrutus vuosina 2017-2018. Tämä on heijastunut yhtiön kasvun hidastumisena ja yhtiössä toteutetut nopeat muutokset ovat voineet aiheuttaa epäjatkuvuutta organisaatioon. Sijoittajan kannalta tässä olisi riskinä se, että yhtiössä on viime vuosina optimoitu strategian kannalta liikaa kannattavuutta ja kustannusrakennetta listautumisen kynnyksellä.

Positiivisella puolella strategian painopisteen siirtyä kasvusta myös kannattavuuteen ja kassavirtaan on tuonut yhtiöön vahvaa tehokkuuden kulttuuria ja ajattelua. Kannattavuuden käänne on ollut nopea ja

todistanut yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuutta. Lisäksi nousu positiiviseen kannattavuuteen antaa yhtiölle uskottavuutta suurissa asiakkaissa, jotka arvioivat ohjelmistotoimittajavalintojaan kriittisesti. Yhtiön tuoreimpien jatkuvan laskutuksen lukujen (ARR 31.12.2018) perusteella myynnin kasvu ei ole hidastunut dramaattisesti kasvupanostusten jarruttamisesta huolimatta.

Listautumisen myötä LeadDesk on siirtymässä strategiassaan arviomme mukaan kannattavan kasvun vaiheeseen. Arvioimme yhtiön avaavan lähivuosina uusia toimintamaita sekä jatkavan vahvaa kasvua jo avatuissa viidessä kansainvälisessä markkinassa, jotka ovat vielä verrattain pienessä kokoluokassa. Yhtiön kansainväliset toiminnot tekevät arviomme mukaan noin 1 MEUR liikevaihtoa per maa, kun Suomessa liikevaihto on noin 5 MEUR tasolla (ilman LeadCloudia). Kasvua todennäköisesti kiihdytetään lähivuosina yritysostoilla, joihin listautuminen antaa työkalun.

Arviomme yhtiön pyrkivän ylläpitämään kohtalaista ja nousujohteista kannattavuutta lähivuosina, mutta strategian vaiheesta johtuen emme oleta yhtiön optimoivan kannattavuutta, vaan arvonluonti syntyy kannattavuuden ja kasvun oikeasta yhdistelmästä. LeadDeskin pitkän aikavälin tavoitteena on olla liikevaihdolla mitattuna Euroopan suurin suurivolyymisen myynnin ja asiakaspalvelun tarpeisiin keskittynyt SaaS-ohjelmistoyhtiö. Tavoitteen saavuttaminen edellyttää yhtiöltä luonnollisesti kasvua merkittävästi nykyistä suurempaan kokoluokkaan.

Kansainvälistyminen

LeadDeskin asiakkaat ovat pääosin pieniä 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 viiden uuden markkinan avaamisesta, mikä on tarjonnut yhtiölle kokemusta tulevaisuutta 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.

Strategia 2/2

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

Yrityskaupat

Yrityssostot ovat keskeinen osa LeadDeskin kasvustrategiaa. 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 omaa osaketta yrityskauppojen maksuvälineenä.

Mikäli yritysstoston kohteena on vanhaa ohjelmistoa käyttävä kilpailija, tavoittelee LeadDesk yritysstolla ensisijaisesti nopeampaa asiakaskunnan hankintaa korvaamalla ostokohteen teknologian LeadDeskillä. Tällöin yrityskauppojen arvostustasojen pitäisi olla hyvin maltillisia. Pelkkiä asiakkaita hankittaessa yritysstosten 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 yritysstokohteita, joiden kautta yhtiö voisi hankkia uusia täydentäviä ominaisuuksia tai ohjelmistoja omaan tarjoomaansa. Tällöin yritysstosto toimii osin vaihtoehtona omalle tuotekehitykselle.

Tuotekehitys

LeadDeskin ydinohjelmisto on kilpailukykyinen ja kypsä, eikä siinä ole käsityksemme mukaan ominaisuuksien osalta olennaisia puutteita, joiden takia yhtiön tuotekehitysmenoissa olisi merkittävää nousupainetta lähivuosina. Tuotteen kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaatii kuitenkin luonnollisesti jatkuvia panostuksia tuotekehitykseen. Lisäksi uusia ominaisuuksia kehittämällä (kuten pelillistäminen) yhtiö pyrkii saamaan lisämyyntiä olemassa olevaan asiakaskuntaan.

Strategiassa seurattavat asiat

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

- **Kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä.** Tämä on yhtiön strategian etenemisen ja omistaja-arvon luonnin kannalta tärkein mittari. Peukalosääntönä kasvu-%:n ja EBITDA-%:n noin 40 %:n yhdistelmää voidaan pitää erinomaisena tasona.
- **Yritysstosten onnistuminen.** Yhtiön tavoitteena on kiihdyttää kasvua yrityskaupoin, mutta yhtiöllä on rajallisesti näyttöjä tämän laajentumisstrategian toimivuudesta. Pirstaleinen markkina tarjoaa kuitenkin todennäköisesti hyviä mahdollisuuksia arvонуontiin.
- **Uusien markkinoiden avaaminen ja**

kansainvälinen kasvu. LeadDeskin kasvu on alkanut hidastua kotimaassa ja voimakkaan kasvun jatkuminen edellyttää onnistumisia kansainvälisellä puolella. Odotamme yhtiön sekä pyrkivän kasvattamaan nykyisiä markkinoita lisäämällä kasvupanostuksia sekä avaavan lähivuosina uusia toimintamaita, millä oletamme olevan yhtiön kannattavuuden skaalautuvuutta dilutoiva vaikutus.

LeadDeskin strategia

Inderesin arvio yhtiön strategian vaiheista

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	5,8 MEUR	7,3 MEUR	9,1 MEUR	11,0 MEUR	↗	↗	↗
Kulut	-7,3 MEUR	-10,2 MEUR	-10 MEUR	-10,6 MEUR	Kohtalainen kasvu	Kohtalainen kasvu	Kohtalainen kasvu
EBIT	-1,5 MEUR / -25 %	-2,8 MEUR / -38 %	-0,8 MEUR / -9,2 %	0,8 MEUR / 7,0 %	→	→	→
Keskeiset investoinnit /kulut	Uusien markkinoiden avaaminen	Uusien markkinoiden avaaminen	Uusien markkinoiden ylösajo	-	IPO, yritysostot ja uudet markkinat	Yritysostot ja uudet markkinat	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



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 määrittelemistä. Outbound call center -työntekijöiden määrän Euroopassa on arvioitu olevan noin miljoona henkillä (lähde: ECCB). Tätä kautta outbound-myyntissä 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 vuosikymmenen 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 siirtyä pilviratkaisuihin on vielä hyvin alkuvaiheessa. Outbound-myyntin contact centerissä penetraatio pilveen on todennäköisesti huomattavasti keskimääräistä korkeampi johtuen markkinadynamiikasta.

Pilviratkaisujen kehittyessä edelleen voidaan niiden olettaa jatkavan markkinan voittamista perinteisten on-premise -ratkaisujen kilpailukyvyyn 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 syklisyys

LeadDeskin jatkuviin sopimuksiin perustuva

liiketoimintamalli tuo yhtiölle tärkeää puskuria syklisyyttä vastaan. Lisäksi markkinan pilvimurroksen eteneminen toimii merkittävänä markkinaa ajavana vastavoimana mahdollista talouden heikentymistä vastaan. Taantuma todennäköisesti kuitenkin heijastuisi yhtiön uusasiakashankinnan hidastumisena sekä asiakaskunnan suurempana poistumana, kun pieniä contact center -toimijoita todennäköisesti poistuisi markkinoilta.

Contact center -markkinan näkymät

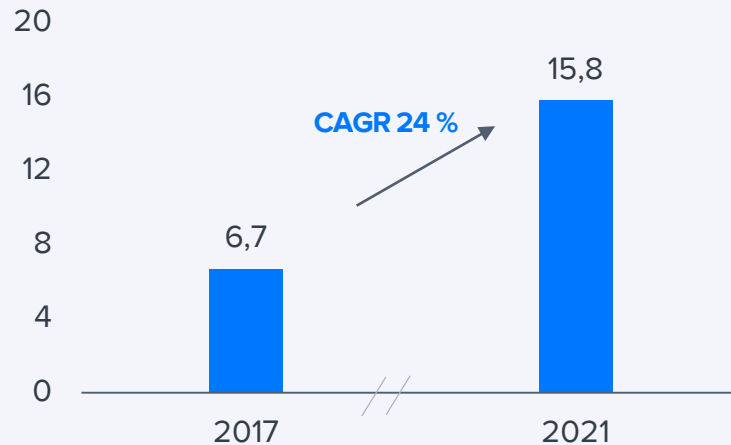
Contact center -toimialan näkymät ovat eri arvioiden mukaan kokonaisuutena melko vakaat, mutta uusien tehokkaampien pilvipohjaisten ohjelmistoratkaisujen ja osin ihmiskontaktia korvaavien teknologioiden (itsepalveluportaalit, chatbotit, automaatio) myötä alan työpisteiden kokonaismäärä on kääntymässä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

Puhelinmyyntin toimialalla on verrattain heikko maine johtuen muun muassa huonosta asiakaskokemuksesta. Contact center -ohjelmistoilla pyritään parantamaan asiakaskokemusta ja myyntin tehokkuutta, joten ohjelmistoilla osaltaan ratkotaan tätä ongelmaa. Yksi toimialan pitkän aikavälin riski (outbound-myyntissä) on puhelinmyyntiin liittyvän lainsäädännön kiristyminen.

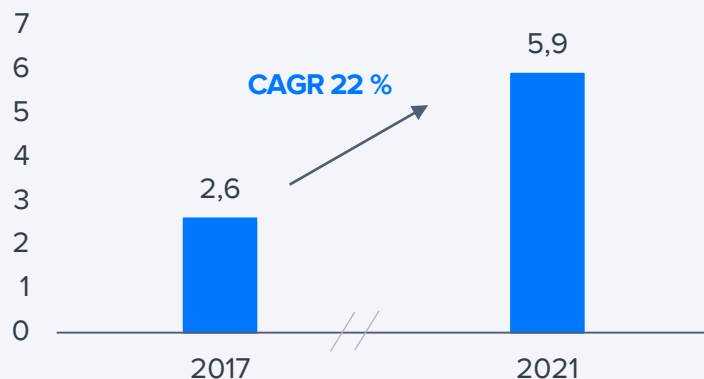
Arviomme mukaan automaatio ja tekoäly eivät ainakaan lähitulevaisuudessa uhkaa contact center -palveluiden tarjoamaa ihmiskontaktia, mutta ne ovat tärkeässä roolissa contact center -toimintojen tehokkuuden parantamisessa ja asiakaskokemuksen kehittämisessä.

Markkinat

Globaali pilvipohjaisten contact center –ohjelmistojen markkina



Globaali pilvipohjaisten contact center –työpaikkojen määrä



Markkinoiden trendit

Contact center -työpaikkojen määrä loivassa laskussa

Uudet kommunikointikanavat

Itsepalvelut yleistyvät

Sääntely kiristyy

SaaS-ohjelmistojen kysynnän voimakas kasvu

Joustavuus, skaalautuvuus

Kustannustehokkuus

Automaatiot ja integraatiot

Jatkuva kehitys

Analytiikka ja AI-sovellukset

Telepalveluiden teknologinen kehitys

Aiempien ohjelmistosukupolvien kysyntä laskee

Kilpailukenttä

Kilpailukenttä

Kilpailijat

LeadDesk jakaa kilpailukenttensä neljään pääryhmään, jotka ovat 1) suuret toimijat, 2) ekosysteemistä riippuvaiset toimijat, 3) paikalliset toimijat sekä 4) kansainväliset pk-yritykset.

LeadDeskin pääkilpailijoita ovat tällä hetkellä pääasiassa paikallisesti toimivat pk-yritykset 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 toimijoiden puolella kilpailu koostuu pääosin suurista yhdysvaltalaisista yhtiöistä, kuten Genesys Avaya, 8x8 ja Cisco, jotka kuitenkin toimivat tyypillisesti eri markkinoilla kuin LeadDesk (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) integroituja 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 lähin kilpailija on ranskalainen Vocalcom, joka on LeadDeskin tapaan

monikansallisesti pk-sektorin asiakkaita palveleva ohjelmistoyhtiö ja usein LeadDeskin vahvin 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.

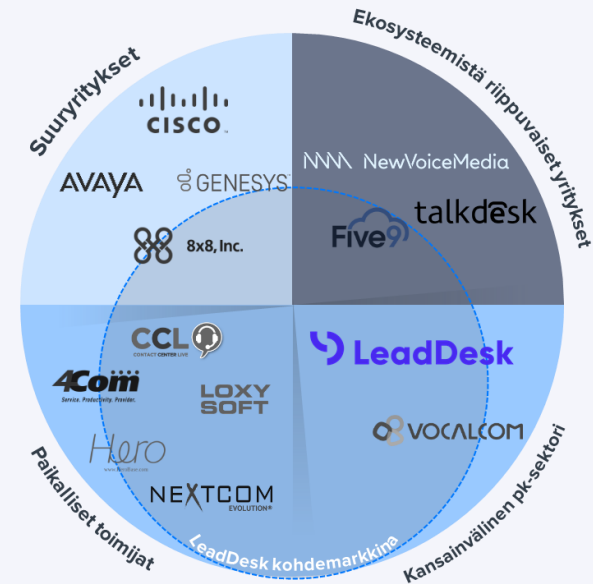
LeadCloudin pääkilpailijoita ovat suomalaiset yritys- ja asiakasrekisterien ylläpitäjät, kuten Asiakastieto ja Bisnode. LeadDesk toimii kuitenkin näistä poikkeavalla toimintamallilla ja kapeammalla fokuksella.

Markkina-asema

LeadDesk on liikevaihdolla mitattuna globaalisti hyvin pieni toimija CCaaS (call center software as a service) markkinalla. Kotimarkkinallaan Suomessa yhtiö on kuitenkin markkinajohtaja ja kilpailee markkinasta pääasiassa Elisan palveluita, suuria globaaleja toimijoita ja pieniä paikallisia toimijoita vastaan. Myös Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa LeadDeskin tunnettuus on arviomme mukaan kohtalaisen hyvä, mutta yhtiön markkinaosuus on vielä selvästi Suomea pienempi. Saksassa ja Hollannissa yhtiöllä on toistaiseksi markkinoiden kokoon suhteutettuna vielä varsin vähän liikevaihtoa, vaikka yhtiö on toiminut näillä markkinoilla jo useiden vuosien ajan ja yhtiöllä.

LeadDeskin referenssiasiakkuuksia ovat mm. perintäyhtiö Intrum Justitia, henkilöstövuokrausyhtiö Manpower, energiayhtiö Fjordkraft ja varainhankintakonsultti 4DMC.

LeadDesk kilpailukenttä



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 ja toimintavarmuuden, sekä
- 6) voimakkaan erikoistumisen suurivolyymisiin asiakasratkaisuihin.

Toimialan SaaS-murroksen vuoksi 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 vain vähän aikaa. LeadDeskin mukaan sen ohjelmisto on kuitenkin ominaisuuksiltaan ja laajuudeltaan hyvin kattava, skaalattavissa eri kokoihin asiakkuuksiin ja

toimialoille, ja sen lisenssimaksut ovat keskitasolla.

Kilpailuhaittana yhtiön pieni koko

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

Pienemmän toiminnan volyymin takia LeadDesk ei myöskään pysty panostamaan tuotekehitykseen ja myynti- ja markkinointiin vastaavia summia kuin suurimmat kilpailijat, minkä takia LeadDesk ei välttämättä ole kilpailukykyisin suurimmissa ja komplekseissa asiakkuuksissa.

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

LeadDesk kilpailutekijät

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

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 11,0 MEUR:oon vuonna 2018. Keskimäärin yhtiön liikevaihto kasvoi vuosina 2012-2018 45 %, tasoittuen jakson loppua kohden hieman yli 20 %:iin (2018: 21 %). Suhteellisesti katsoen kasvu on ollut kovinta kansainvälisillä markkinoilla (2014-2018 kasvu-% 46 % vuodessa), mutta euromääräisesti laskettuna Suomen liikevaihto on kasvanut viimeiset vuodet edelleen vahvimmin (2014-2018 kasvu-% 15 % vuodessa). Suomessa kasvua on viime vuosina tukenut erityisesti LeadCloud-liiketoiminnan voimakas kasvu. LeadDeskin kasvu on ollut käytännössä lähes kokonaan orgaanista, sillä yhtiö on tehnyt jaksolla ainoastaan yhden pienen yritysoston.

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 2018 yhtiön käyttökatemarginaali oli noin +17 % (2017: 0 %) ja liikevoittomarginaali +8 %. (2017: -9 %). Liiketulosta laskee erityisesti tuotekehityskulujen aktivointien poistot.

Yhtiö rahoitti vuosien 2012-2018 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. Suurin vieraan pääomanehtoinen rahoitus on 3 MEUR:n lainasopimus Kreo Capitalilta, jonka viimeinen erä erääntyy maksettavaksi vuonna 2020.

Kustannusrakenne

LeadDesk myy ja tuottaa palvelunsa telepalveluita ja yritys- ja kuluttajakohderyhmien rekisteritietoja 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 2018 2,3 MEUR.

LeadDeskin kokonaiskuluista valtaosa koostuu ohjelmisto- ja palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan henkilöstökuluista (2018: noin 44 % kokonaiskuluista). Henkilöstökulut olivat vuonna 2018 4,5 MEUR, vastaten noin 41 %:a liikevaihdosta. Yhtiön henkilöstökulut ovat pysyneet tehostustoimien myötä viime vuosina euromääräisesti 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 liikkuneet tasaisesti noin 2,3-2,6 MEUR:n välillä, mutta suhteessa liikevaihtoon

niiden osuus on pienentynyt noin 36 %:sta 23 %:iin. Liiketoiminnan muut kulut muodostuvat tilavuokrista, markkinointikuluista, hallinnon ja kirjanpidon kuluista, joten ne ovat luonteeltaan melko kiinteitä ja kasvavat tyypillisesti liikevaihtoa hitaammin.

Tase ja rahoitusasema

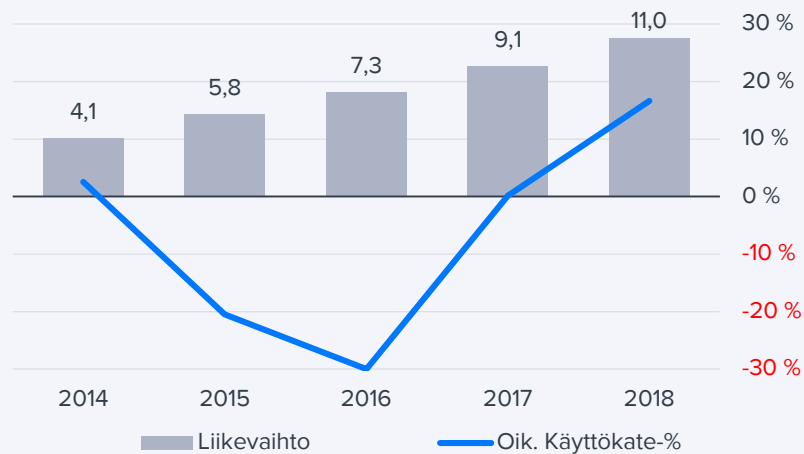
LeadDeskin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt. Vuoden 2018 lopussa taseen loppusumma oli noin 5,3 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin saamisista (1,3 MEUR), rahavaroista (0,9 MEUR) ja pääosin aktivoiduista tuotekehitysmenoista syntyneistä aineettomista hyödykkeistä (2,8 MEUR) sekä 0,1 MEUR:n määrästä liikearvoa.

Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma koostuu pääosin edellisten tilikausien tappioista, SVOP-rahastosta sekä pääomalainasta. Näiden summana yhtiön oma pääoma oli 0,7 MEUR. Pääomalaina konvertoidaan osakepääomaksi listautumisen yhteydessä. Yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa korollista velkaa yhteensä 2,1 MEUR, joka koostui pääosin Finnveran 0,9 MEUR:n ja Kreo Capitalin 0,95 MEUR:n lainoista. Ennakkomaksuista sekä osto- ja siirtovelosta johtuen yhtiön korottomat velat olivat 2,4 MEUR. Näin ollen yhtiön nettokäyttöpääoma on selvästi negatiivinen (-1,1 MEUR) ja rahoittaa yhtiön kasvua.

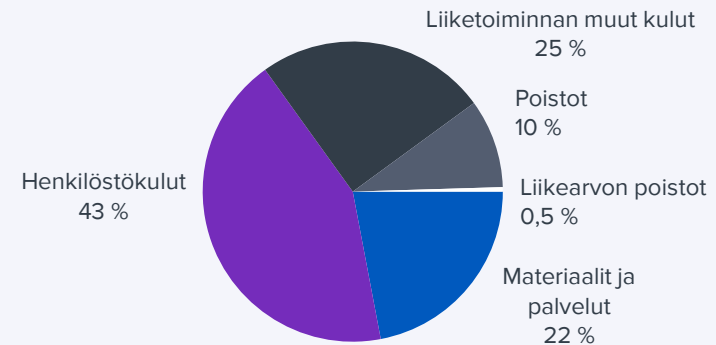
Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopussa 14 % ja nettovelkaantumisaste 168 %. Annilla kerättävä nettona noin 5,2 MEUR:n lisärahoitus kasvattaa siten huomattavasti LeadDeskin rahoituksellista liikkumavaraa, omavaraisuusastetta ja riskinkantokykyä.

Taloudellinen tilanne

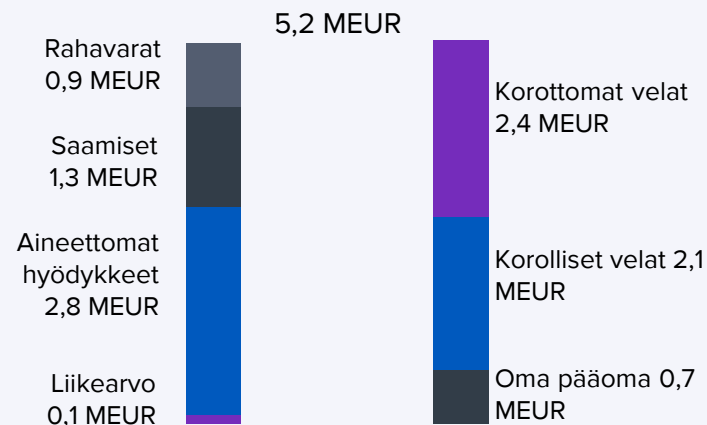
Liikevaihdon ja EBITDA-% kehitys



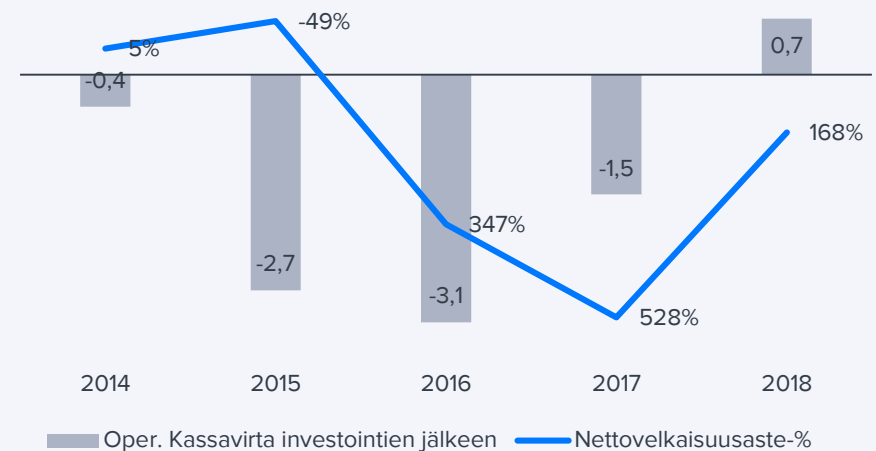
Kulurakenne 2018



Taserakenne, 2018



Operatiivinen kassavirta ja nettovelkaisuus-%



Ennusteet 1/3

Ennusteet

Ennustemallin lähtökohdat

Ennustamme LeadDeskin liikevaihdon kehitystä pääasiassa kahden ydinliikevaihtoerän kautta:

- LeadDesk-pilvipalvelut
- LeadCloud

Oletamme ennustemallissamme, että LeadDesk-pilvipalveluiden liikevaihdon kehitystä ohjaa pääasiassa SaaS-ohjelmistotuotteiden liikevaihdon kehitys, sillä muiden LeadDesk-pilvipalveluihin sisältyvien liikevaihtoerien (Telepalvelut ja Asiantuntijatyö) kasvu on arvioimme mukaan pitkälti sidoksissa SaaS-ohjelmistotuotteiden kehitykseen. LeadCloud -liiketoiminta on eriytetty muusta konsernista ja sitä ohjataan nykyisin itsenäisesti, joten ennustamme mallissamme tämän liikevaihtoerän kasvua erikseen.

Ennustamme edellä mainittujen ydintoimintojen liikevaihdon kehitystä pääasiassa:

1. Konsernin henkilöstön määrän arvioimamme kasvun kautta, joka ennakoii arvioimme 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 hyvä, sillä yhtiön liikevaihto koostuu pääosin hyvin ennakoitavista, toistuvista tuotoista. Liikevaihdon kasvunopeuden ennakoiminen on sen sijaan haasteellisempaa mallintaa, koska se on hyvin riippuvainen yhtiön tekemistä kasvupanostuksista ja myynnin tehokkuuden kehittymisestä. Näkemyksemme mukaan toimialan voimakas kysynnän kasvu, yhtiön vahvat historialliset näytöt kasvusta ja pitkälle edennyt kansainvälinen laajentuminen antavat hyvät lähtökohdat voimakkaan kasvun jatkumiselle lähivuosina. Oletamme lisäksi ennustemallissamme, että myynti- ja markkinointipanostusten (henkilöstön) määrän kasvu heijastuu lyhyistä myyntisykleistä johtuen LeadDesk-pilvipalveluiden kehitykseen melko nopeasti (noin 1-2 neljänneksen viiveellä).

Käytännössä mallimme olettaa, että LeadDesk-pilvipalveluiden suhteellinen kasvu painottuu jatkossa voimakkaasti kansainvälisiin toimintoihin ja Suomen suhteellinen kasvu hidastuu. Käytännössä mallimme on sisäänrakennettu hyvin konservatiivinen oletus, että kaikki LeadDeskin nykyiset viisi ulkomaan markkinaa kasvavat LeadDesk-pilvipalveluiden liikevaihdon osalta suunnilleen saman kokoisiksi vasta ennustejakson lopulla (vuonna 2027), kuin mitä 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 2018

toteutuneella noin 80 %:n tasolla. Arvioimme mukaan LeadDeskin myyntikate-%:n tasoa määrittää pitkälti se, miten paljon ulkopuolisia palveluita käyttävien Telepalveluiden ja LeadCloudin myyntikate-% ja osuus kokonaisliikevaihdosta kehittyy. SaaS-ohjelmistotuotteiden myyntikate-%:n oletamme olevan korkean (yli 90 %) ja kasvavan loivasti ajan myötä, samalla kun infrastruktuurin kustannukset skaalautuvat.

Oletamme mallissamme LeadDeskin investoivan keskipitkällä aikavälillä vielä voimakkaasti kasvuun ja palveluidensa jatkokehittämiseen, minkä johdosta arvioimme, että henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta säilyy lähivuosina suhteellisen vakaana (noin 40 % lv:sta) ja kannattavuuden parantuminen nojaa pääasiassa liiketoiminnan muiden kulujen ja poistojen suhteellisen osuuden asteittaiseen pienentymiseen. Sekä käyttökate-% ja liikevoitto-% säilyvät siten ennustemallissamme selvästi positiivisina ja loivassa kasvussa yli ajan.

Ennusteet 2/3

Vuosi 2019

LeadDesk ei ole antanut liikevaihdon tai tuloksen osalta ohjeistusta vuodelle 2019. Yhtiö on kuitenkin kertonut taloudelliseksi tavoitteekseen ylläpitää vahvaa kasvua ja jatkaa kannattavaa liiketoimintaa.

Ennustamme LeadDeskin vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan 20 % 13,3 MEUR:oon (2018: 11,0 MEUR). Ennusteessamme liikevaihdon kasvua ajaa erityisesti kansainvälisten markkinoiden LeadDesk-pilvipalveluiden uusmyynnin kasvu sekä LeadCloudin voimakkaana jatkuva kasvu.

Ennustamme vuoden 2019 oikaistun käyttökateen kasvavan noin 28 % 2,3 MEUR:oon (2018: 1,9 MEUR) ja oikaistun liikevoiton noin 63 % 1,3 MEUR:oon (2018: 0,9 MEUR). Oikaistu käyttökate-% on ennusteellamme 17,2 % (2018: 16,6 %) ja liikevoitto-% 10,0 % (2018: 7,6 %). Oikaisemme liikevoitosta toimitusjohtajalle maksettavan listautumiseen liittyvän kertaluonteisen 0,15 MEUR:n palkkion sekä 0,05 MEUR:n liikearvon poiston. Raportoidun liikevoiton ennustamme säilyvän lähes vakaana 1,0 MEUR:ssa (2018: 0,9 MEUR).

Odotamme nettorahoituskulujen nousevan vuonna 2019 -0,65 MEUR:oon (-0,34 MEUR) noin 0,35 MEUR:n kertaluonteisten listautumiskulujen ja Kreo Capitalin lainaan liittyvien warranttien takaisinmaksun (0,25 MEUR) myötä. Arvioimme yhtiön efektiivisen veroasteen jäävän kertaluonteisista kuluista ja aiempien vuosien vahvistetuista tappioista johtuen noin 4 %:iin. Nettotuloksen ennustamme olevan 0,4 MEUR, eli 3,3 % liikevaihdosta (2018: 0,3 MEUR).

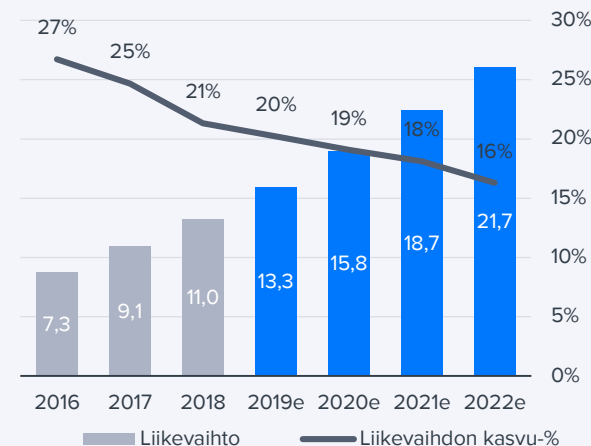
Vuodet 2020-2022

Vuosina 2020-2022 odotamme LeadDesk-pilvipalveluiden liikevaihdon kasvun jatkuvan voimakkaana erityisesti kansainvälisten markkinoiden osalta (>20 %). Suomessa ennustamme LeadDesk-pilvipalveluiden kasvun jäävän keskimäärin alle 10 %:iin, mutta kotimaan kokonaiskasvua tukee LeadCloudille ennustamamme keskimäärin noin 14 %:n kasvu. Ennusteellamme Suomen liiketoimintojen osuus LeadDeskin kokonaisliikevaihdosta laskisi noin 50 %:iin vuonna 2022 (2018: 56 %).

Ennustamme LeadDeskin liikevaihdon kasvavan vuosina 2020-2022 keskimäärin 18 % 21,7 MEUR:oon. Vuoden 2020 liikevaihdon kasvuksi ennustamme +19 %, vuoden 2021 +18 % ja vuoden 2022 16 %.

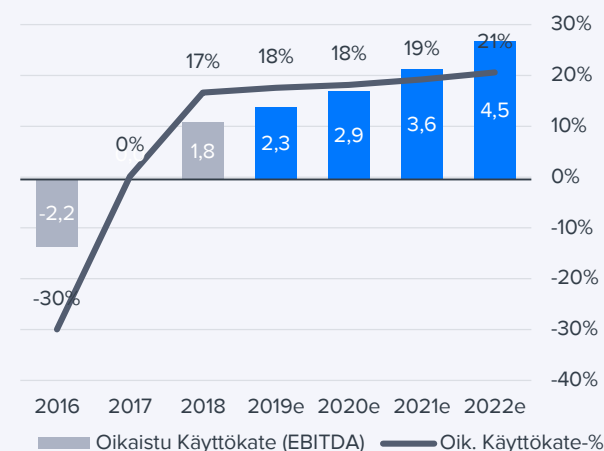
Kasvupanostuksista ja mahdollisten uusien markkinoiden avaamisesta johtuen odotamme LeadDeskin kannattavuuden skaalautumisen olevan vuosina 2020-2022 vielä maltillista ja käyttökate-%:n nousevan vuoden 2019 noin 17 %:n tasolta noin 20 %:iin vuonna 2022 ja liikevoitto-%:n 10 %:sta 16 %:iin. Käyttökate ja liikevoitto nousevat ennusteessamme vuonna 2022 4,4 MEUR ja 3,4 MEUR tasolle, mikä tarkoittaa keskimäärin noin 25 %:n kasvua käyttökatteeseen ja 39 %:n kasvua liikevoittoon. Liikevoitto kasvaa käyttökate nopeammin t&k-aktivointien poistojen suhteellisen osuuden laskun sekä liikearvon poistojen päättymisen myötä. Matalan efektiivisen veroasteen ja madaltuvien rahoituskulujen myötä nettotulos kasvaa 2020-2022 selvästi liikevoitto nopeammin, keskimäärin 47 % vuodessa.

Liikevaihto ja kasvu-%



Lähde: Inderes

Operatiivinen tulos ja kannattavuus



Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin tulosenusteet

Vuoden 2022 jälkeen ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain keskimäärin noin 10 %:iin vuosina 2023-2027, ikuisuuskasvun ollessa 2,5 % vuodesta 2028 lähtien. Kasvua hidastaa ennusteessamme uusmyynnin kasvun hidastuminen nykyisillä markkina-alueilla, kiristynvä kilpailu ja oletetusti kasvava asiakasvaihuvuus.

Liikevoitto-% asettuu ennusteessamme noin 20 %:n tasolle 2026 eteenpäin. Kannattavuutta nostaa ennusteessamme kiinteiden kulujen skaalautuminen, pienentyvät kasvupanostukset ja poistojen suhteellisen osuuden pienentyminen. Myyntikate-%:n oletamme säilyvän pitkällä aikavälillä vakaana 80 %:n tasolla.

Tase- ja kassavirtaennusteet

LeadDesk keräsi annissa noin 6 MEUR:n bruttovarat. Annin kulut ovat noin 0,8 MEUR ja yhtiö sai nettona annista noin 5,2 MEUR:n varat.

Välittömästi annin toteutumisen jälkeen yhtiön nettokassa nousee -1,2 MEUR:sta noin +4,0 MEUR:oon, Yhtiö saa annin kautta siten merkittävästi rahoituksellista liikkumavaraa esimerkiksi yritysostojen toteuttamiseen.

Ennustamme, että yhtiön investointien jälkeinen operatiivinen kassavirta on parantuneen kannattavuustason ja negatiivisen nettokäyttöpääoman myötä lähivuosina (2019e-2021e) selvästi positiivinen (noin 1,3-2,7 MEUR, 9-14 % liikevaihdosta).

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 lähivuosina ja oletamme mallissamme ensimmäisen osingonmaksun tapahtuvan vuonna 2023. Kokonaisuutena osingon merkitys yhtiön sijoitusprofiilissa on pieni, sillä yhtiö maksimoi arviomme mukaan parhaiten omistaja-arvoa liikevaihdon kasvun kautta.

Osakemäärä listautumisen jälkeen

LeadDeskin osakemäärä välittömästi ennen listaumisantia oli 3 740 969 osaketta. Yhtiö on lisäksi tarjonnut avainhenkilöilleen osakeoptioita, joiden määrä on yhteensä 204 575 kappaletta ja jokainen oikeuttaa yhden osakkeen merkitsemiseen 0,004-0,04 euron merkintähinnalla. Olemme ennustemallissamme huomioineet osakkeiden lukumäärässä optio-ohjelmien osalta täyden diluutiovaikutuksen.

Listautumisen myötä LeadDeskin osakkeiden lukumäärä kasvoi 4,54 miljoonaa osakkeeseen.

Tulosennusteet

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	4,1	5,8	7,3	9,1	11,0	13,3	15,8	18,7	21,7
Materiaalit ja palvelut	-1,6	-2,3	-2,4	-2,2	-2,3	-2,7	-3,2	-3,7	-4,3
Myyntikate	2,5	3,4	4,9	6,9	8,8	10,6	12,6	14,9	17,4
Liiketoiminnan muut tuotot	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Henkilöstökulut	-1,4	-2,5	-4,6	-4,7	-4,5	-5,5	-6,6	-7,8	-9,1
Liiketoiminnan muut kulut	-1,1	-2,1	-2,6	-2,3	-2,6	-3,0	-3,3	-3,6	-3,9
Käyttökate	0,1	-1,2	-2,2	0,0	1,8	2,2	2,9	3,6	4,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,0	-1,5	-2,8	-0,8	0,8	1,3	1,8	2,5	3,4
Liikevoitto	0,0	-1,5	-2,8	-0,8	0,8	1,1	1,8	2,5	3,4
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	0,0	-1,5	-2,9	-1,1	0,4	0,5	1,8	2,5	3,4
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Nettotulos	0,0	-1,5	-2,9	-1,1	0,3	0,4	1,7	2,4	3,2
EPS (oikaistu)	0,00	-0,31	-0,61	-0,23	0,10	0,21	0,36	0,50	0,68
EPS (raportoitu)	0,00	-0,31	-0,61	-0,24	0,07	0,09	0,35	0,50	0,68

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	26,7 %	40,4 %	26,7 %	24,7 %	21,3 %	20,2 %	19,1 %	18,1 %	16,3 %
Myyntikate-%	59,9 %	59,9 %	67,2 %	76,0 %	79,3 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Henkilöstökulut %-liikevaihdosta	-33,5 %	-44,1 %	-63,1 %	-51,3 %	-41,1 %	-41,1 %	-41,8 %	-41,8 %	-41,7 %
Liiketoiminnan muut kulut %-liikevaihdosta	-26,5 %	-36,8 %	-35,7 %	-25,1 %	-23,5 %	-22,5 %	-20,7 %	-19,1 %	-17,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%			91,1 %	-72,0 %	-207,0 %	58,5 %	39,7 %	37,1 %	34,3 %
Käyttökate-%	2,6 %	-20,5 %	-30,0 %	0,2 %	16,6 %	16,5 %	18,1 %	19,2 %	20,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,2 %	-25,3 %	-38,2 %	-8,6 %	7,6 %	10,0 %	11,7 %	13,6 %	15,7 %
Nettotulos-%	0,0 %	-25,8 %	-39,8 %	-12,5 %	3,0 %	3,3 %	10,5 %	12,8 %	14,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9
Liikearvo	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9
Käyttöomaisuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	2,5	2,2	7,8	9,7	12,2
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	1,3	1,6	1,9	2,2
Likvidit varat	1,1	0,9	6,2	7,8	9,9
Taseen loppusumma	5,5	5,2	10,7	12,6	15,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	0,4	0,7	6,8	8,5	10,9
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	-5,2	-4,9	-4,4	-2,8	-0,4
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	5,6	11,2	11,2	11,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,9	0,9	0,7	0,4	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	1,9	0,9	0,7	0,4	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	3,3	3,6	3,2	3,8	4,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	1,2	0,3	0,3	0,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,0	2,4	2,9	3,5	4,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,5	5,2	10,7	12,6	15,1

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Yhtiö teki onnistuneen listautumisannin

LeadDesk toteutti helmikuussa 2019 onnistuneesti listautumisen Nasdaq OMX Helsingin First North -markkinapaikalle. Listautumisella yhtiö haki rahoitusta strategian seuraavan vaiheen toteutukseen ja yritysjärjestelyihin.

Arvioimme, että LeadDeskillä on kyky kasvaa kaksinumeroista kasvuvauhtia lähivuosina myös tulo-rahoituksen ja nykyisten kassavarojen turvin, mutta annilla kerätty lisärahoitus kasvattaa huomattavasti LeadDeskin liikkumavaraa ja riskinkantokykyä yritysostojen tekemisessä ja mahdollisten uusien markkina-alueiden avaamisessa. Onnistunut laajentuminen uusille markkina-alueille ja ratkaisun laajentaminen kasvattaisi nähdäksemme merkittävästi yhtiön strategista arvoa, sillä yhtiön kasvumahdollisuudet Suomen markkinalla ovat melko rajalliset ja tuotteen kansainvälinen kilpailukyky on osoittautunut hyväksi. Lisäksi listautuminen mahdollistaa joustavammin avainhenkilöiden palkitsemisen osakekannustinjärjestelmillä ja osakkeen käyttämisen maksuvälineenä yritysostoissa.

Vahvaa ja kannattavaa kasvua

LeadDesk on sijoittajan näkökulmasta maltillisen riskiprofiilin kasvuyhtiö, jossa yhdistyy vahva kasvupotentiaali, hyvä kannattavuus ja skaalautuvuus, sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus ja ennustettavuus.

Yhtiöllä on arviomme mukaan edelleen merkittävää kasvupotentiaalia voimakkaasti kasvavan kokonaismarkkinan, markkinaosuuden kasvun, uusien markkinasegmenttien ja -alueiden, sekä tuotelaajennusten kautta. Listautumisen kautta yhtiö voi myös hyödyntää paremmin yritysostojen tarjoamia kasvumahdollisuuksia.

Omilla kohdemarkkinoillaan johtavasta asemasta huolimatta yhtiön koko ja resurssit ovat toimialan merkittävimpiin pelaajiin suhteutettuna edelleen pienet, näytöt yrityskaupoista ovat rajalliset, ja osakkeen hinnanmuodostusta saattaa heikentää osakkeen ainakin alkuun todennäköisesti alhaiseksi jäävä likviditeetti. Lisäksi arvioimme, että LeadDeskin arvostustaso tulee olemaan lähivuodet vielä hyvin herkkiä muutoksille liikevaihdon kasvuennusteissa ja pitkän aikavälin oletetuissa kannattavuustasoissa, mikä nostaa osakkeen riskitasoa.

Osakkeen riskiprofiilia madaltaa se, että 1) yhtiön tuote on kilpailukykyinen ja teknologisen kehitystyön osalta kypsässä vaiheessa, 2) yhtiö on jo ohittanut voimakkaimmin kannattavuutta ja kassavirtaa rasittavan kasvu- ja kansainvälistymisvaiheen ja on voitollinen, sekä 3) yhtiön liikevaihto perustuu pääosin toistuviin tuottoihin ja on hajautunut laajan asiakaskunnan kesken.

LeadDesk on mielestämme pitkällä aikavälillä potentiaalinen yritysostokohde toimialan suuremmille toimijoille tai yhtiöille, jotka haluavat laajentua arvoketjussaan contact center -ohjelmistojen markkinaan.

Potentiaali:

Näkemyksemme mukaan LeadDeskin kannalta keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

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

Riskit:

Näkemyksemme mukaan LeadDeskin arvonmuodostukseen vaikuttavat riskit ovat:

- Heikko näkyvyys uusmyynnin onnistumiseen
- Kilpailutilanteen muutokset
- Teknologia- ja tietoturvariskit
- Yritysostot ja uudet markkinat
- Osakkeen likviditeetin heikkous

Sijoitusprofiili

1.

Vahva orgaaninen kasvupotentiaali markkinakasvun ja laajentumisen kautta

2.

Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

3.

Riskitaso maltillinen: Kansainvälistyminen pitkällä, tuote kypsässä kehitysvaiheessa ja kilpailukykyinen

4.

Listautuminen tuo lisää liikkumavaraa yritysostoihin ja orgaaniseen kasvuun

5.

Osakkeen vaihdettavuus voi jäädä heikoksi, 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

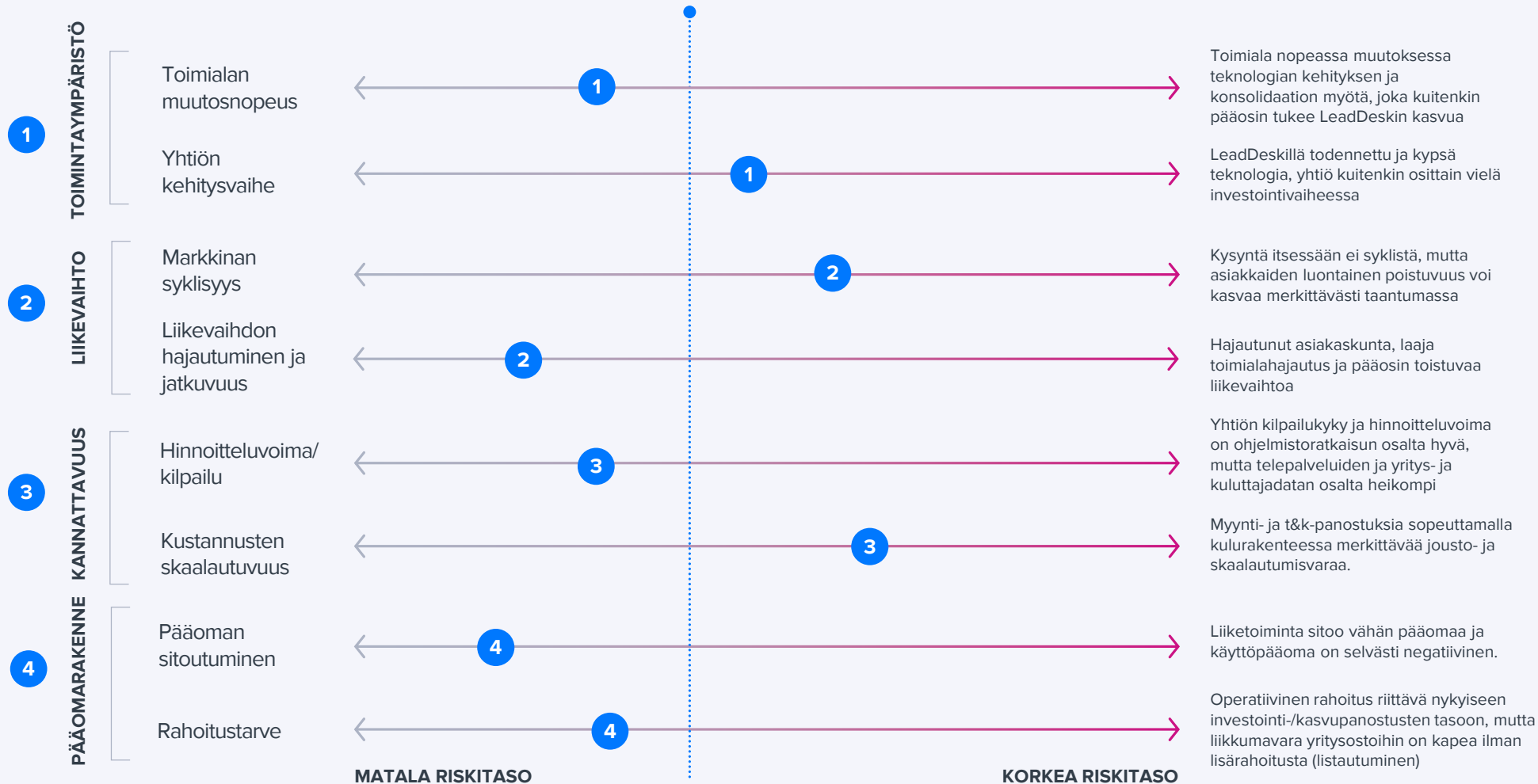
Riskit



- 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 liikevaihdon kasvunopeus, sillä odotamme yhtiön suhteellisen kannattavuuden skaalautuvan melko maltillisesti lähivuosien kasvuvaiheen aikana. LeadDesk on pystynyt kasvamaan voimakkaasti läpi koko historiansa ja yhtiöllä on näyttöjä onnistuneesta kansainvälistymisestä ja laajentumisesta uusille markkinoille, joten odotamme yhtiön kykenevän ylläpitämään noin 20 %:n kasvua lähivuodet. Yhtiö on myös osoittanut pystyvän optimoimaan kannattavuutta liiketoiminnan skaalan kasvun mukana, joten oletuksemme on, että liikevaihdon kasvu heijastuu myös tulosriville voimakkaana kasvuna (2019-2022e keskimääräinen EBITDA:n vuosikasvu-% 25 %). SaaS-liiketoimintamalli tarjoaa merkittäviä skaalaetuja ja mitä suuremmaksi yhtiö kasvaa keskipitkällä aikavälillä, sen korkeammaksi pitkän aikavälin tulospotentiaali muodostuu.

Pidämme yhtiön riskiprofilia 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.

Eri arvonmääritysmenetelmillä laskettuna yhtiön arvohaarukka (EV) on 18-52 MEUR. Arvohaarukka on laaja ja heijastelee mielestämme kattavasti erilaisia skenaarioita yhtiön arvon kehitykselle.

Annamme arvonmäärityksessämme saman suuruisen painoarvon eri menetelmien indikoimille arvostuksille, joten näkemyksemme LeadDeskin käyvästä arvosta on arvohaarukan keskellä. Arvioimme LeadDeskin käyväksi yritysarvoksi siten tällä hetkellä noin 36 MEUR ja osakekannan arvoksi noin 40 MEUR, eli 8,5 euroa osakkeelta.

Käymme seuraavilla sivuilla läpi tarkemmin eri arvostusmenetelmät, jotka 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 liikevaihtopohjaiseen (EV/S) arvostukseen suhteutettu arvostus.

LeadDeskin arvostusmenetelmien keskiarvolla (8,5 euroa/osake)



Arvonmääritysmenetelmät

Menetelmä/arvostuskerroin		Kerroin 2019e	Ennuste 2019e	Arvo
SaaS-yhtiöt	EV/S	3,9x	13,3	52
Nordic ohjelmistoyhtiöt	EV/S	2,8x	13,3	37
Nordic IT-palveluyhtiöt	EV/EBITDA	8,1x	2,3	18
Toimiala & yrityskaupat	EV/S	2,7x	13,3	36
Kassavirtalaskelma (DCF)	NPV			38
Keskiarvo	MEUR			36
Nettovelka 2018	MEUR			-4,0
Osakekannan arvo	MEUR			40
Osakekannan arvo / osake	EUR			8,5

Arvonmääritys 2/4

- 3) Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden tulostulokertoimiin (EV/EBITDA) suhteutettu arvostus. Tämä heijastelee skenaariota, jossa markkina suhtautuu hinnoittelussa erittäin pessimistisesti yhtiön kasvupotentiaaliin ja arvostuksen ensisijainen vertailukohta tulisi palveluyhtiöistä.
- 4) Toimialan listattujen verrokkien arvostuskertoimiin ja viimeisiin yrityskauppoihin suhteutettu arvostus.
- 5) Kassavirtalaskelmaan (DCF) pohjautuva arvostus.

Arvostuskertoimet Inderesin tavoitehinnalla

Mielestämme LeadDeskin kasvuprofiilista ja kehitysvaiheesta johtuen yhtiötä tulee hinnoitella lähivuosina vielä pääasiallisesti liikevaihtopohjaisilla arvostuskertoimilla, mutta nykyisellä kannattavuustasolla osakkeen arvostusta arvioitaessa voidaan tukeutua myös tulostulokertoimiin.

Käytännössä arvostuskertoimien suuruutta tulevaisuudessa määrittävät 1) LeadDeskin liikevaihtopohjaisella arvostuskertoimilla, mutta nykyisellä kannattavuustasolla osakkeen arvostusta arvioitaessa voidaan tukeutua myös tulostulokertoimiin.

Ennusteillamme ja arvonnäytteenä oikaistun EV/EBITDA-kertoimen avulla (8,5 euroa/osake) yhtiön EV/S-kerroin on vuodelle 2019 2,7x ja vuodelle 2020 2,1x, vastaavat

oikaistut EV/EBITDA-kertoimet ovat 15x ja 12x, sekä P/E-kertoimet 34x ja 21x.

Arvostuskertoimet nykykurssilla

Listautumishinnan mukaisella 30 MEUR:n arvolla LeadDeskin arvostuskertoimet ovat houkuttelevalla tasolla verrattuna arvonnäytteenä oikaistun EV/EBITDA-kertoimen indikoimaan arvostustasoon.

Ennusteillamme yhtiön kuluvaan vuoteen oikaistu P/E-kerroin on 37x ja ensi vuonna 21x sekä EV/EBITDA-kerroin 13,5x ja 10x. Tulospohjaiset kertoimet ovat absoluuttisesti korkeita, mutta verrattuna voimakkaaseen odotettuun tulostulokasvuun (EBITDA kasvu 2019-2021 keskim. 25 % / vuosi) ja ennustettavaan, toistuvia tuottoja tarjoavaan liiketoimintamalliin, ovat kertoimet kohtuullisia.

EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat 2,4x ja 1,9x, mitkä ovat selvästi alle laajan listattujen SaaS-verrokkien tason ja linjassa pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden arvostukseen. Huomioiden LeadDeskin useita verrokkien vahvempi kasvu, parempi kannattavuus sekä vahvat kasvunäkymät, on yhtiö näkemyksemme mukaan liikevaihtopohjaisiin kertoihin nähden listautumishinnalla houkuttelevasti hinnoiteltu.

Arvostus Inderesin tavoitehinnalla

Arvostustaso	2018	2019e	2020e
Osakekurssi	8,50	8,50	8,50
Osakemäärä, milj. kpl	4,75	4,75	4,75
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	42	35	33
P/E (oik.)	83,3	40,8	23,5
P/E	>100	91,4	24,3
P/Kassavirta	22,1	5,9	20,5
P/B	55,7	5,9	4,8
P/S	3,7	3,0	2,6
EV/Liikevaihto	3,8	2,7	2,1
EV/EBITDA (oik.)	22,7	15,1	11,6
EV/EBIT (oik.)	49,8	26,6	18,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 15.2.2019 päätöskurssilla

Arvostustaso	2018	2019e	2020e
Osakekurssi	7,75	7,75	7,75
Osakemäärä, milj. kpl	4,75	4,75	4,75
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	38	32	30
P/E (oik.)	76,0	37,2	21,4
P/E	>100	83,3	22,1
P/Kassavirta	20,2	5,3	18,6
P/B	50,8	5,4	4,3
P/S	3,3	2,8	2,3
EV/Liikevaihto	3,4	2,4	1,9
EV/EBITDA (oik.)	20,7	13,5	10,4
EV/EBIT (oik.)	45,5	23,9	16,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

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 suoraviivaisesti globaaleiden SaaS-yhtiöiden arvostustasoihin, koska 1) LeadDeskin liiketoiminnan kokoluokka ja skaalaedut ovat huomattavasti verrokkeja pienempiä, 2) verrokkiryhmän yhtiöiden liikevaihdosta kertyy keskimäärin suurempi osa SaaS-lisenssituotoista, kuin LeadDeskillä, ja 3) LeadDeskin osakkeen riskitaso (esim. likviditeetti) on selvästi korkeampi. Mittakaavaeron ja riskien huomioimiseksi sovellemekin 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 ovat vielä voimakkaan kasvun vaiheessa, eikä niiden kannattavuus ole skaalautunut vielä potentiaaliselle tasolleen tai ne ovat tappiollisia.

Käytämme arvonmääritykseen verrokkiryhmän ennustetun kasvun ja operatiivisen kannattavuuden yhdistelmän (2019e liikevaihdon kasvu-% + 2019e EBITDA-%) 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 2019 ennustetun liikevaihdon kasvuvauhdin (2019e +20 %) sekä yhtiön oikaistun liikevoittomarginaalin (2019e: +10 %). Käytämme LeadDeskin kohdalla laskelmassa konservatiivisesti käyttökate-%:n sijaan oikaistua liikevoitto-%:a, sillä se heijastelee mielestämme paremmin yhtiön operatiivista kannattavuutta.

SaaS-verrokkien keskimääräiseen arvostustasoon perustuen LeadDeskille voitaisiin hyväksyä ennusteillamme noin 6,4x EV/S -kerroin, mikä antaa 40 %:n alennuksella laskettuna LeadDeskin liiketoiminnan hyväksyttäväksi EV/S-kertoimeksi 3,9x, yritysarvoksi (EV) noin 52 MEUR ja osakekohtaiseksi markkina-arvoksi 11,7 euroa osakkeelta.

Verrokkianalyysi pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt (liikevaihtopohjainen)

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 2019 keskimääräinen EV/Liikevaihto -kerroin on noin 2,8x, mikä indikoi LeadDeskin liiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 37 MEUR ja osakekohtaiseksi markkina-arvoksi 8,7 euroa osakkeelta.

Verrokkianalyysi pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt (tulospohjainen)

Hyödynnämme tulospohjaisiin kertoimiin pohjautuvassa analyysissämme pääosin pohjoismaisista pienistä ja keskisuurista IT-palveluyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskertoimia. Tämän ryhmän lähivuosien odotettu tuloskasvuvauhti on keskimäärin kohtuullisen lähellä LeadDeskin odotettua tuloskasvua, ne ovat mittakaavaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan lähellä LeadDeskiä. Näkemyksemme mukaan IT-palveluyhtiöiden arvostuskertoimet antavat tietynlaisen alarajan LeadDeskin arvostustasolle, koska LeadDeskin liikevaihto on jatkuvaa, yhtiön odotetaan kasvavan pitkällä aikavälillä selvästi nopeammin ja yhtiön kannattavuudessa on merkittävää skaalautumispotentiaalia palveluyhtiöihin verrattuna.

Listattujen IT-palveluyhtiöverrokkien (taulukko sivulla 38) keskimääräinen 2019 EV/EBITDA-kerroin on 8,1x, mikä indikoi LeadDeskin liiketoiminnan yritysarvoksi (EV) noin 18 MEUR ja osakekohtaiseksi arvoksi 4,7 euroa osakkeelta.

Arvonmääritys 4/4

Toimialan verrokkiyhtiöt ja merkittävät yrityskaupat

LeadDeskin laajasti määriteltä 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 (kts. sivu 38).

Toimialan listatut verrokkiyhtiöt ja yrityskauppojen kohteet ovat skaalaltaan merkittävästi LeadDeskiä suurempia, joten sovellamme myös tämän verrokkiyhtiön arvostuskertoimiin 30 %:n alennusta arvonmäärityksessä.

Toimialan verrokkien keskimääräiseen arvostustasoon perustuen LeadDeskille voitaisiin hyväksyä noin 4,5x EV/S -kerroin, mikä antaa vuoden 2019 liikevaihtoennusteellamme ja 40 %:n alennuksella laskettuna LeadDeskin liiketoiminnan hyväksyttäväksi EV/S-kertoimeksi 3,2x, yritysarvoksi (EV) noin 36 MEUR ja osakekohtaiseksi markkina-arvoksi 8,4 euroa osakkeelta.

Kassavirtalaskelma (DCF)

Nykyennusteidemme pohjalta kassavirtalaskelmamme velaton arvo LeadDeskille on noin 38 MEUR ja osakekannan arvo 43 MEUR, eli 9,0 euroa osakkeelta.

Ennusteet olemme käyneet tarkemmin läpi ennustekappaleessa, mutta käymme seuraavassa läpi vielä pääoletuksemme. Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan keskipitkällä aikavälillä

(2019-2022) keskimäärin noin 18 %:n tasolla ja hidastuvan sen jälkeen ennusteperiodin keskivaiheella keskimäärin noin 10 %:iin (2023-2027) ja terminaalikasvuna käytämme konservatiivista 2,5 %:n tasoa. Kannattavuuden osalta odotamme liikevoittomarginaalin nousevan asteittain pääasiassa skaalautumisen myötä noin +20 %:iin ennusteperiodin lopussa (2019e: 10 %). Nettokäyttöpääoman oletamme säilyvän nykyisellä tasollaan suhteessa liikevaihtoon koko ennusteperiodin (-10 %) ajan ja lähinnä T&K-aktivoinneista koostuvien investointien jäävän suunnilleen vuoden 2018 tasolle ja kasvavan noin 2 % vuodessa (oletuksena on, että t&k-aktivoinnit pidetään poistojen tasolla ja t&k-investoinnit kirjataan jatkossa pääosin kuluiksi).

Oman pääoman tuottovaatimus on DCF-mallissamme 12 %. Velkavivun huomioiva pääoman painotettu kustannus (WACC) on myös 12 %, sillä odotamme yhtiön olevan velaton kasvuperiodin jälkeen. Tuottovaatimuksen taso on linjassa muiden pienten suomalaisten SaaS-verrokkien arvostuksessa käyttämiimme tasoihin (Admicom 10,8 %, Heeros 12,8 %, 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 puolet syntyy jo ennen terminaalijaksoa (2019-2027). Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 50 %, joka on LeadDeskin tapaiselle erittäin

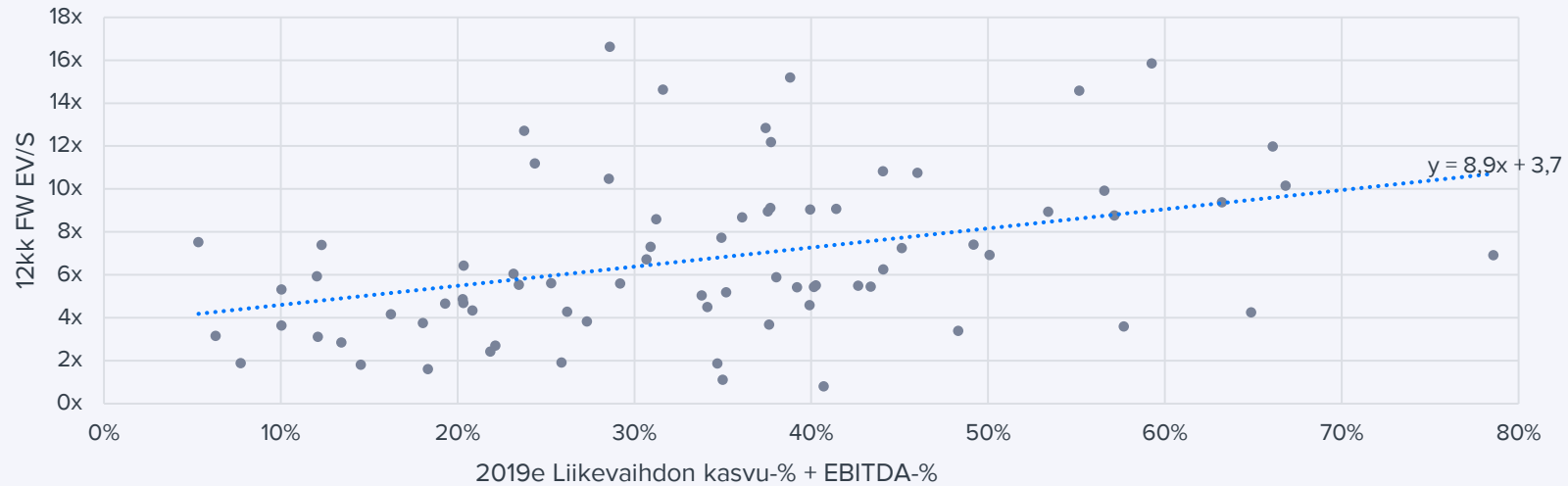
voimakkaan kasvun yhtiölle varsin maltillinen taso.

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.

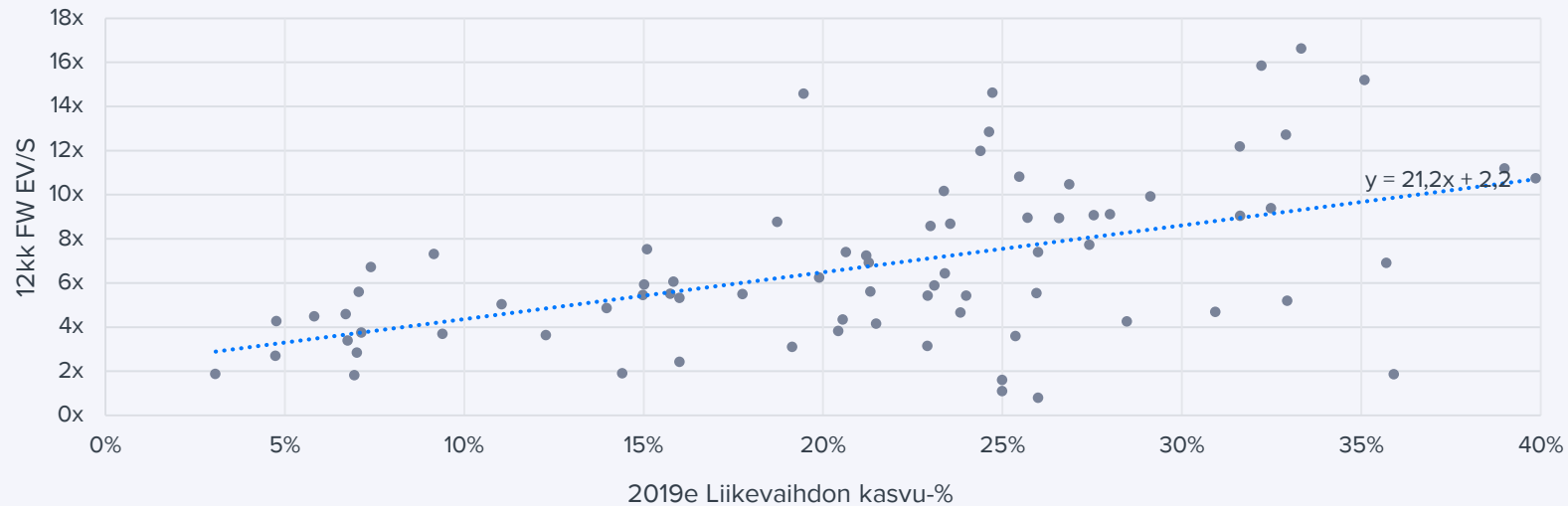
Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy sivulta 39.

Verrokkiyhtiöiden arvostustasot

SaaS-yhtiöiden arvostustaso suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen



SaaS-yhtiöiden arvostustaso suhteessa kasvuun



Verrokkiyhtiöiden arvostustasot

Pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden arvostustasot

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/Liikevaihto	
				2018	2019e
Efecte	4,7	27	22	1,4	1,6
Basware	37,9	546	557	4,1	3,9
Admicom	25,7	123	114	7,8	7,1
FormPipe Software	20,4	104	97	2,6	2,4
Fortnox	73,8	428	416	11,5	8,7
F-Secure	2,6	409	429	2,0	1,9
Heeros	2,5	11	11	1,2	1,3
Infront ASA	22,7	68	62	2,1	1,7
Qt	9,6	219	213	3,8	3,7
Talenom	21,6	147	167	3,0	2,9
Vitec Software	80,0	225	270	2,9	2,6
Zutec	17,0	12	8	2,5	2,9
LeadDesk (Inderes)	8,50	40	35	3,8	2,7
LeadDesk	7,75	37	32	2,4	1,9
Verrokkien mediaani				2,8	2,8
Erotus-% nykykurssilla vrt. mediaani				-14 %	-32 %

Toimialaverrokkit ja yrityskaupat

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/Liikevaihto	
				2018	2019e
Vonace	9,2	1923	2085	2,6	3,8
RingCentral	91,5	6441	6255	10,1	8,3
8x8	20,1	1678	1565	5,2	3,1
Five9	48,5	2495	2431	10,8	9,2
M&A: NewVoicemedia, Vonace				5,5	3,8
M&A: Interactive Intelligence, Genesys				3,4	3,1
M&A: Broadsoft, Cisco				5,3	4,7
LeadDesk (Inderes)	8,50	35	36	3,3	2,7
LeadDesk	7,50	30	31	2,4	1,9
Verrokkien mediaani				5,2	3,8
Erotus-% nykykurssilla vrt. mediaani				-54 %	-50 %

Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden arvostustasot

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBITDA	
				2018	2019e
Vincit	6,4	73	68	8,4	7,7
Acando	29,5	293	288	10,9	9,6
Solteq	1,4	27	51	8,9	7,0
Avidly	5,7	13	15	10,5	8,1
Evry	31,2	1167	1662	8,4	7,6
Knowit	164,8	299	305	9,4	8,2
Enea	114,0	212	249	11,2	9,8
HiQ	55,1	291	283	12,5	11,0
Fondia	14,4	55	50	11,9	11,5
Digia	2,9	77	92	8,6	7,1
Siili	8,62	59	56	12,8	6,5
Gofore	8,40	108	104	12,6	9,4
LeadDesk (Inderes)	8,50	40	35	22,7	15,1
LeadDesk	7,75	30	31	13,5	10,4
Verrokkien mediaani				10,7	8,1
Erotus-% nykykurssilla vrt. mediaani				21 %	22 %

Valuaatio eri arvostusmenetelmillä



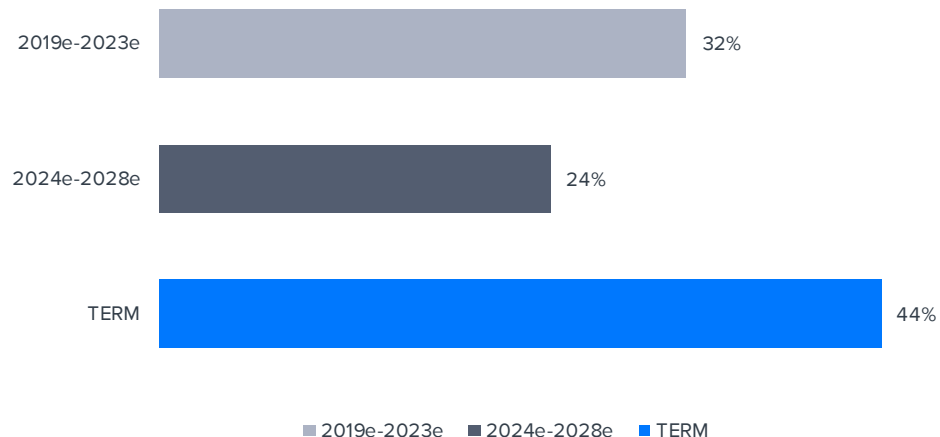
Kassavirtalaskelma (DCF)

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	0,8	1,1	1,8	2,5	3,4	4,3	5,1	5,9	6,5	6,9	7,0	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	
- 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 muutos	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,2	2,4	3,0	3,7	4,6	4,8	5,5	6,1	6,6	6,8	6,9	
+ 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	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	1,3	2,0	2,7	3,5	3,7	4,3	5,0	5,4	5,6	5,7	
+/- Muut	0,6	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,8	6,9	2,0	2,7	3,5	3,7	4,3	5,0	5,4	5,6	5,7	60,2
Diskontattu vapaa kassavirta		6,2	1,6	1,9	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	2,0	1,8	19,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		44,0	37,7	36,1	34,2	32,0	29,9	27,7	25,4	23,2	21,2	19,4
Velaton arvo DCF		44,0										
- Korolliset velat		-2,1										
+ Rahavarat		0,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		42,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,0										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	7,3	9,1	11,0	13,3	15,8	EPS (raportoitu)	-0,61	-0,24	0,07	0,09	0,35
Käyttökate	-2,2	0,0	1,8	2,2	2,9	EPS (oikaistu)	-0,61	-0,23	0,10	0,21	0,36
Liikevoitto	-2,8	-0,8	0,8	1,1	1,8	Operat. kassavirta / osake	-0,26	-0,02	0,46	0,50	0,64
Voitto ennen veroja	-2,9	-1,1	0,4	0,5	1,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,67	-0,26	0,38	1,45	0,42
Nettovoitto	-2,9	-1,1	1,0	0,4	1,7	Omapääoma / osake	0,09	0,08	0,15	1,44	1,79
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	4,5	5,5	5,2	10,7	12,6	Liikevaihdon kasvu-%	27 %	25 %	21%	20 %	19 %
Oma pääoma	0,4	0,4	0,7	6,8	8,5	Käyttökateen kasvu-%	86 %	-101%	12152 %	27 %	23 %
Liikearvo	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	91 %	-72 %	-207 %	59 %	40 %
Nettovelat	1,5	2,0	1,2	-5,2	-7,1	EPS oik. kasvu-%	95 %	-63 %	-145 %	105 %	73 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	-30,0 %	0,2 %	16,6 %	17,6 %	18,1 %
Käyttökate	-2,2	0,0	1,8	2,2	2,9	Oik. Liikevoitto-%	-38,2 %	-8,6 %	7,6 %	10,0 %	11,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	-0,1	0,4	0,2	0,3	Liikevoitto-%	-38,2 %	-9,2 %	7,0 %	8,4 %	11,4 %
Operatiivinen kassavirta	-1,2	-0,1	2,2	2,4	3,0	ROE-%	-153,6 %	-278,5 %	60,8 %	11,7 %	21,8 %
Investoinnit	-1,9	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	ROI-%	-87,5 %	-28,2 %	24,6 %	21,0 %	21,2 %
Vapaa kassavirta	-3,2	-1,2	1,8	6,9	2,0	Omavaraisuusaste	9,9 %	6,8 %	13,9 %	63,5 %	67,3 %
						Nettovelkaantumisaste	346,6 %	528,8 %	168,2 %	-76,4 %	-84,2 %
Suurimmat omistajat	% -osakkeista					Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Olli Sirkiä	23,8 %					EV/Liikevaihto	5,3	4,3	3,4	2,4	1,9
Lauri Pukkinen	23,8 %					EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	20,7	13,5	10,4
Dawn Capital	19,6 %					EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	45,5	23,9	16,0
Suomen Teollisuussijoitus	11,6 %					P/E (oik.)	neg.	neg.	76,0	37,2	21,4
Olli Nokso-Koivisto	6,3 %					P/B	83,4	97,8	50,8	5,4	4,3
Aktia Varainhoito	2,9 %					Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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 liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.2.2019	Lisää	8,50 €	7,75 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**