

# Heeros

## Laaja raportti

30.6.2021 22:45



**Antti Luuro**  
+358 50 571 4893  
antti.luuro@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kasvu-uran etsintää kannattavuuskäänteän jäljiltä

Heeros on pääasiassa Suomessa toimiva SaaS-ohjelmistoyhtiö, jonka modulaarinen tuoteperhe kattaa pk-yritysten kaikki keskeiset taloushallinnon prosessit. Taloushallinnon ohjelmistomarkkinan kasvupotentiaali yhdistettynä skaalautuvaan liiketoimintamalliin tarjoaa huomattavan pitkän aikavälin potentiaalin. Nopeasta kannattavuuden käänteestä huolimatta yhtiöltä odotetaan vielä vahvempia merkkejä kasvun piristymisestä, jotta se voisi saavuttaa kunnianhimoiset tavoitteisiinsa. Toistamme lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehinnan 7,5 euroon (aik. 8,0 euroa).

## Heeroksen modulaarinen SaaS-tuote kattaa keskeiset taloushallinnon prosessit

Heeros digitalisoi pienten ja keski suurten yhtiöiden taloushallintoa modulaarisella SaaS-ohjelmistolla. Yhtiön tuote kehitettiin alun perin ostolaskujen hallinnan ympärille, mikä on edelleen tuotteen vahvuuksia. Tänä päivänä tuoteperhe kattaa kaikki keskeiset taloushallinnon prosessit, ja asiakas voi valita tarvitsemansa tuotemoduulit Heeroksen tuoteperheestä. Yhtiö tarjoaa ohjelmistojaan sekä tilitoimistoille että suoraan yrityksille. Heeroksen tulovirrat ovat lähes puhtaasti jatkuvia (2020: 95 % liikevaihdosta), ja yhtiö on tarjonnut perustamisestaan lähtien tuotettaan selainpohjaisena SaaS-mallilla.

## Taloushallinnon ohjelmistomarkkinalla on hyvät kasvunäkymät, joita Heeros pyrkii haastajana hyödyntämään

Taloushallinnon ohjelmistomarkkinoilla on selvät kasvutrendit, sillä alalla digitalisaation ja automatisaation aste on etenkin pienemmissä yhtiöissä matala. Heeros profiloituu markkinan kilpailukentässä puhtaaksi ohjelmistotoimittajaksi, joka ei kilpaile tilitoimistojen kanssa. Markkinan leijonanosaa (noin 2/3 markkinasta) dominoi kaksi suurta peluria (Finago/Accountor ja Visma). Heeros pyrkii nousemaan haastajan asemasta moninkertaisesti pienemmästä markkina-osuudesta (noin 5 %) kohti näitä kilpailijoita.

## Kasvu on ollut historiassa tahmeaa ja sen piristyminen on uuden lähtökuopissa olevan strategian varassa

Skaalautuvan liiketoimintamallin myötä Heeroksella on merkittävä pitkän aikavälin tulospotentiaali, mikäli se onnistuu kasvamaan. Yhtiöllä on ollut aiemmin haasteita löytää toimivaa kasvureseptiä ja kasvaa kansainvälisesti, eikä kasvutavoitteisiin ole aiemmin päästy. Heeroksen nykyinen johto on kuitenkin tehnyt yhtiössä merkittävän kannattavuusparannuksen, mikä antaa jonkin verran luottoa tulevaan. Nykyisen johdon uuden strategian tavoitteet ovat kuitenkin kunnianhimoiset, ja yhtiöllä on kasvun piristymisessä vielä todistettavaa. Ennustamme Heeroksen kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summan olevan ohjeistuksen mukaisesti 30 % vuonna 2021 (2020 oik.: 23 %) ja kasvavan strategian tavoitetta (50 %) konservatiivisemmin kohti 37 %:ia vuonna 2023. Ennusteemme toteutuminen vaatii erityisesti liikevaihdon kasvun piristymistä nykytasosta (Q1'21: -1 %).

## Arvostus on lähivuosien näkymät huomioiden edelleen houkutteleva

Odotus kasvusta ja sen myötä paranevasta kannattavuudesta ovat nähdäksemme Heeroksen arvostuksen keskeiset ajurit. Lähivuosien kasvulle on uusmyynnin (Tikon-poistuma) ja transaktiotuottojen elpymisen myötä selvät ajurit, mikä tarjoaa mahdollisuuden katsoa Heeroksen arvostusta hieman luottavaisemmin mielin. Vuodelle 2023 ennustamamme 13x oikaistu EV/EBIT-kerroin on jatkuvaa liikevaihtoa painottavalle ja skaalautuvalle SaaS-yhtiölle varsin kohtuullinen. Samaan aikaan arvostuksen ajurit alaspäin ovat suhteellisen rajallisia, koska yhtiö on saanut vakautettua kassavirran ja kannattavuuden onnistuneesti. Merkittävästi korkeampi arvostus vaatisi Heerokselta kuitenkin edelleen vahvempia näyttöjä toimivan kasvureseptin löytämisestä.

## Suositus

### Lisää

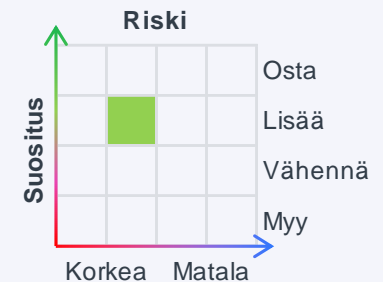
(aik. Lisää)

**7,50 EUR**

(aik. 8,00 EUR)

### Osakekurssi:

6,46



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	8,8	9,4	10,2	11,3
<b>kasvu-%</b>	2 %	7 %	9 %	11 %
<b>Käyttökate</b>	1,4	2,1	2,7	3,1
<b>Käyttökate-%</b>	16 %	23 %	26 %	27 %
<b>Liikevoitto oik.</b>	0,7	0,9	1,4	1,9
<b>Liikevoitto-% oik.</b>	7,7 %	9,6 %	14,0 %	16,6 %
<b>Nettotulos</b>	0,0	0,8	1,4	1,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,13	0,18	0,32	0,40

<b>P/E (oik.)</b>	56,4	36,0	20,3	16,1
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	51,4	32,1	18,9	13,2
<b>EV/EBITDA</b>	24,3	13,4	10,2	8,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	4,0	3,1	2,6	2,2

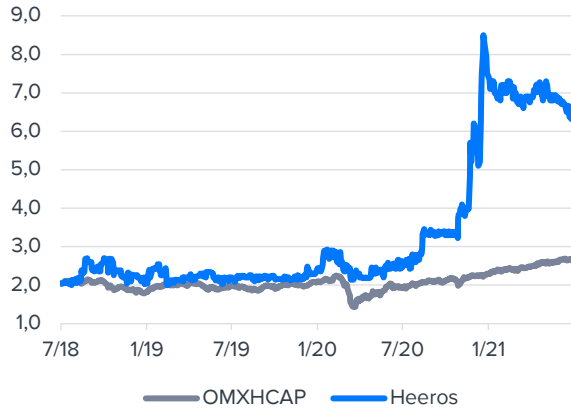
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

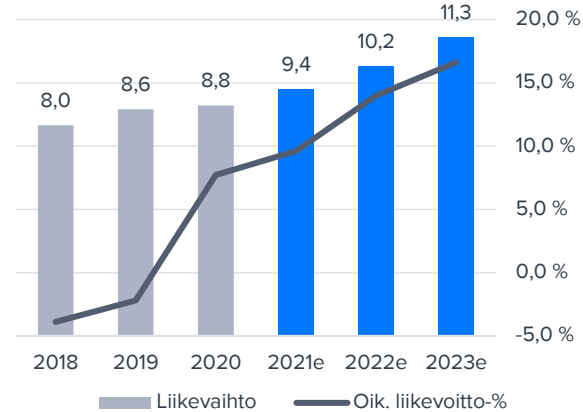
Heeros arvioi nostavansa käyttökateprosentin (EBITDA, %:a liikevaihdosta) ja liikevaihdon kasvuprosentin yhteissumman (Rule of 40) 30 %:n tasolle tilikaudelta 2021.

## Osakekurssi



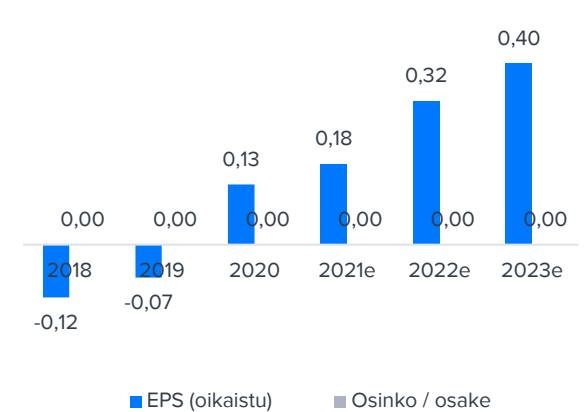
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Markkinoilla hyvät kasvunäkymät taloushallinnon sähköistyessä ja siirtyessä pilvipohjaisiin ratkaisuihin
- Laaja olemassa oleva asiakaskunta, jossa paljon lisämyyntipotentialia
- Skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistaa kannattavuuden vahvistumisen kasvun myötä
- Tuote varsin kypsässä vaiheessa ja vaatii suhteellisesti vähemmän T&K-panostuksia, mikä tukee skaalautuvuutta

### Riskitekijät

- Yhtiö on kilpailullisesti haastajan asemassa ja tilioimistoalan konsolidaatio voi muuttaa kilpailuasetelmaa ja pienentää markkinaa
- Pienemmät resurssit ja alempi investointikyky suhteessa pääkilpailijoihin
- Tavoiteltu kasvu voi realisoitua odotettua heikompana

### Arvostus

- Liikevaihtopohjainen arvostus on oikeutetusti korkea johtuen skaalautuvasta ja jatkuvia tuottoja painottavasta liiketoimintamallista
- Arvostus saa kannattavuuskäanteen jäljiltä tukea myös tulos pohjaisista kertoimista
- Kasvunäkymät ohjaavat arvostusta, ja niiden tai sektorin arvostustason muutokset tai voivat vaikuttaa merkittävästi arvostukseen

# Heeros lyhyesti

Heeros on pääosin Suomessa toimiva, mutta kansainvälistyvä sähköisiin taloushallinnon ratkaisuihin erikoistunut ohjelmistoyhtiö. Yhtiö toimittaa ratkaisut modulaarisena ja SaaS-palvelumallilla, jolloin asiakas voi valita itselleen vain tarvitsemansa toiminnallisuudet.

## 2000

Perustamisvuosi

## 2016

Listautuminen

## 8,8 MEUR (+12% vs. 2019)

Liikevaihto 2020

## +11 % 2015-2020

Liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvu

## 1,4 / 0,2 MEUR (16 % / 2 % lv:sta)

Käyttökate / liikevoitto 2020

## 80 työntekijää

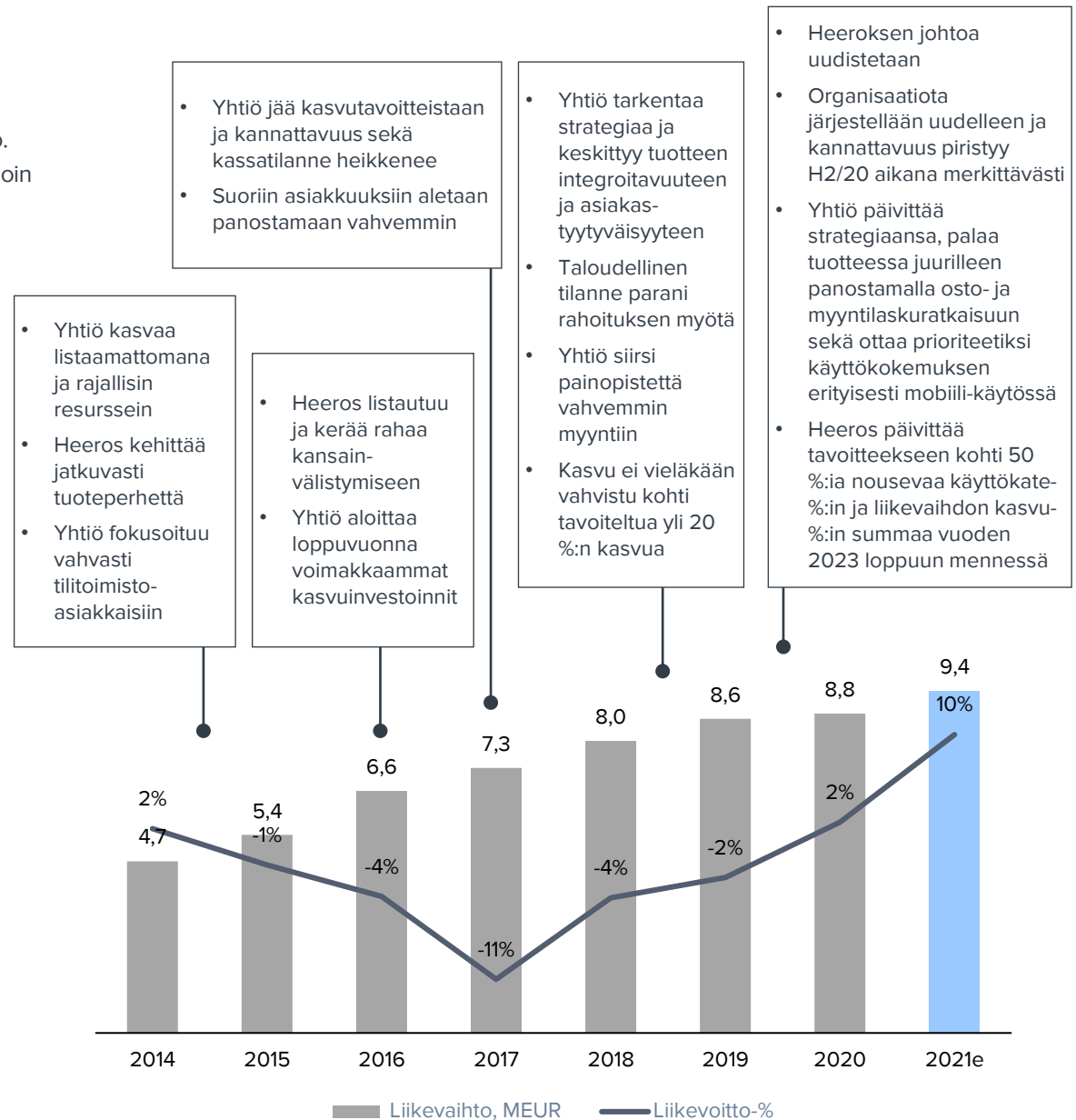
2020 lopussa

## 15 maata,

joissa asiakkaita palvelee

## ~15 000 asiakasta

2020 lopussa



# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-12</b>
Markkinat ja kilpailukenttä	<b>13-16</b>
Strategia	<b>17-18</b>
Taloudellinen tilanne	<b>19</b>
Ennusteet	<b>20-22</b>
Arvonmääritys	<b>23-25</b>
Taulukot	<b>26-30</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>31</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Heeros digitalisoi pienten ja keskisuurten yhtiöiden taloushallintoa modulaarisella SaaS-ohjelmistolla

Heeros on vuonna 2000 perustettu ohjelmistoyhtiö, joka kehittää ja markkinoi digitaalisen taloushallinnon kokonaisratkaisua. Yhtiön pilvipalveluna (SaaS) tarjottava ratkaisu kattaa kaikki digitaalisen taloushallinnon perusprosessit. Heeros toimii tällä hetkellä pääasiassa Suomessa, jossa se on varsin hajanaisella markkinalla pienten ja keskisuurten yritysten segmentissä yksi 5 suurimmasta taloushallinnon ohjelmistoratkaisujen toimittajasta. Heeros on lisäksi tehnyt jo useita vuosia panostuksia Hollannin ja Ruotsin markkinoihin, mutta investoinneista huolimatta kansainvälinen liikevaihto on kuitenkin jäänyt vähäiseksi.

Heeros tarjoaa ratkaisujaan yrityksille suoraan (noin 1/3 liikevaihdosta) tai kumppaneina toimivien tilitoimistojen kautta (noin 2/3 liikevaihdosta), jolloin tilitoimisto voi tarjota taloushallinnon palveluita ja toimia ohjelmiston käyttäjänä. Kohderyhmäksi ja tuotteen päämyyntikanavaksi yhtiö valitsi jo toimintansa alkuvaiheessa tilitoimistot, koska niiden asiakkaina on 95 % Suomen kirjanpitovelvollisista organisaatioista. Heeros haki tilitoimistoista kumppanimyynnin kautta skaalautuvaa myyntikanavaa. Suorien asiakkuuksien merkitys kuitenkin alkoi korostumaan ajan myötä tilitoimistokanavan kasvun hidastuttua. Suorissa yritysasiakkuuksissa Heeros kohdentaa tarjontansa myös pieniin ja keskisuriin yhtiöihin.

Heeroksen ohjelmistoratkaisuja käyttää noin 15 000 yritystä ja yhteisöä eikä yksikään yhtiön asiakkaista nähdäksemme muodosta merkittävää osaa yhtiön liikevaihdosta.

## Heeroksen tuoteperhe on kehitetty ostolaskujen hallinnan ympärille

Heeroksen ratkaisun ydinajatus on automatisoida yritysten ja organisaatioiden taloushallinnon prosesseja ja rutiinitöitä. Yhtiön päätuote on toisiinsa nopeasti integroitavista ohjelmistomoduuleista koostuva kokonaisratkaisu, josta asiakas saa halutessaan käyttöönsä joko tietyn yksittäisen taloushallinnon prosessin kattavan ratkaisun tai kaikki organisaatioiden taloushallintoon tarvittavat keskeiset sovellukset. Heeroksen ohjelmistoratkaisua täydentää lisäksi integraatiomoduli, jolla voidaan luoda luoda yhteydet muiden ohjelmistotoimittajien järjestelmiin, viranomaisiin, sekä yleisempien toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) rajapintoihin.

Ohjelmistoratkaisujen lisäksi Heeros tarjoaa erilaisia palveluita, jotka muodostavat noin 5 % yhtiön liikevaihdosta. Palveluihin kuuluu käyttöönotto ja käyttöä tukevat palvelut, kuten koulutus. Heeros kehitti ensimmäiset tuotteensa 2000-luvun alkupuolella (ostolaskujen kierrätys, skannattujen laskujen optinen tulkinta sekä arkistointi). Osin tästä historiasta johtuen osto- ja myyntilaskujen hallinta on yhtiölle edelleen keskeinen erottautumistekijä ja tuotekehityksen kärki. OpenText -yhteistyön avulla Heeros pystyy palvelemaan asiakkaitaan osto- ja myyntilaskujen osalta myös kansainvälisesti Euroopassa, mikä mahdollistaa sen asiakkaille yhtenäiset digitaaliset lasku-ratkaisut myös Suomen ulkopuolella. Heeros palvelee asiakkaitaan yli kymmenessä maassa, joskin kansainvälinen liikevaihto itsessään on vielä varsin vähäistä.

# Heeros

## Liikevaihdon maantieteellinen jakauma\* 2020



Suomi  
>95 %\*



Hollanti ja  
Ruotsi  
<5 %\*

## Toimintamaat, henkilöstön määrä Q4/2020



### Yhteensä 80 henkilöä:

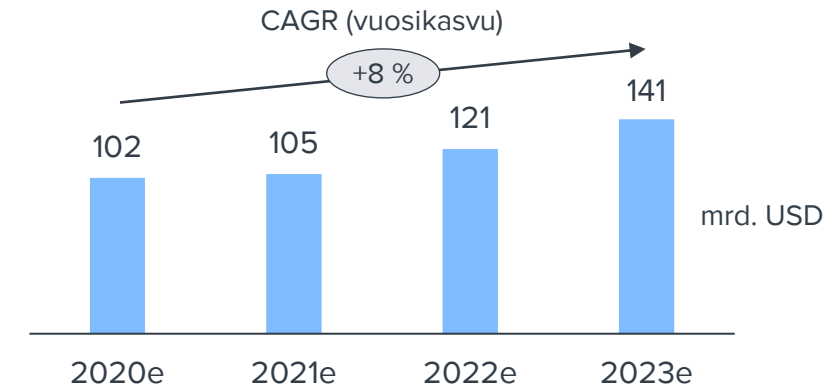
- Suomi 74
- Hollanti 6
- Ruotsi -

## Heeroksen ratkaisun moduulit

- OSTO- JA MATKALASKUT
- HEEROS OSTOLASKUT
- MYYNTILASKUT
- ARKISTOINTI
- KIRJANPITO
- PALKANLASKENTA
- TYÖAIKARAPORTOINTI
- HEEROS PANKKI
- VERKKOLASKUT
- MOBIILIRATKAISUT
- ETOSITE
- RAPORTOINTI

# Heeros on toiminut SaaS-mallilla koko historiansa

## Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan selvästi lähivuosina



Lähde: Gartner

## SaaS-mallin erot perinteiseen (On-Premise<sup>1</sup>) ohjelmiston toimitusmalliin

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

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

Lähde: Inderes, Gartner

## SaaS-mallilla on selviä etuja kaikille osapuolille

### Sijoittaja

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

### ➤ Korkeammat arvostustasot

### Ohjelmistotoimittaja

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

### ➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

### Asiakas

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

### ➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Heeroksen tuotteen laajuus on nähdäksemme optimoitu pieniä ja keskisuuria yhtiöitä ajatellen, ja yhtiö pyrkii erottautumaan vahvan osto- ja myyntilaskujen hallinnan lisäksi erityisesti mobiili-käyttäjäkokemuksella.

Heeroksen ohjelmistoratkaisu on syntyperältään täysverinen selainpohjainen ja modulaarinen SaaS-ohjelmisto, mikä on merkittävä etu. Yhtiön ei ole tarvinnut eikä tarvitse toteuttaa liiketoimintamallin ja teknologian usein vaikeaa siirtymää SaaS-aikaan, mikä on monilla vanhan sukupolven ohjelmistoihin nojaavilla kilpailijoilla ollut haasteellista. Ohjelmistoyhtiölle siirtymä SaaS-malliin on usein vaikea ja taloudellisesti kivulias, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi kulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan ja liikevaihdon tuloutumiseen.

## Ratkaisun myynti tapahtuu oman myyntikanavan tai tilitoimisto-kumppanien kautta

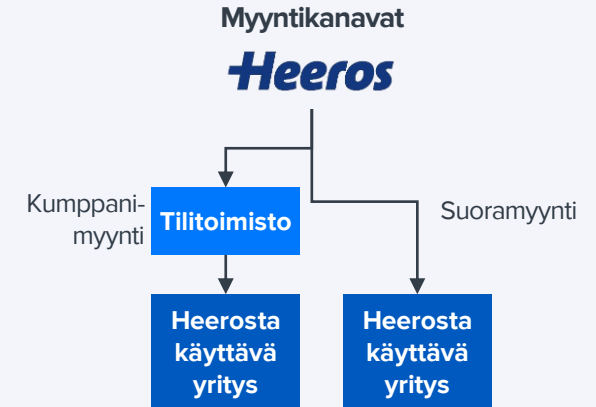
Heeroksella on kahdentyyppisiä asiakkaita: suorat asiakkaat (noin 1/3 liikevaihdosta) ja tilitoimistoasiakkaat (noin 2/3 liikevaihdosta). Heeroksen myyntiorganisaatio tekee myyntiä sekä tilitoimistoille että suorille asiakkaille. Yhtiön uusmyynti ja laajennusmyynti (Customer success) nykyisille asiakkaille ovat kuitenkin eriytetty.

Tilitoimistoasiakkaissa Heeros myy tuotteitaan tilitoimistojen kautta pääasiassa pienemmille yhtiöille (4-100 henkeä) ja laskuttaa tilitoimistoa siltä osin, kun tilitoimiston asiakkaat käyttävät Heeroksen ratkaisua. Tilitoimistot ovat yhtiölle kumppanimyyntiä. Tilitoimisto tekee itse sopimuksen loppuasiakkaan kanssa, joten tilitoimisto voi jälleenmyydä Heeroksen ohjelmistoa haluamallaan katteella omille asiakkailleen.

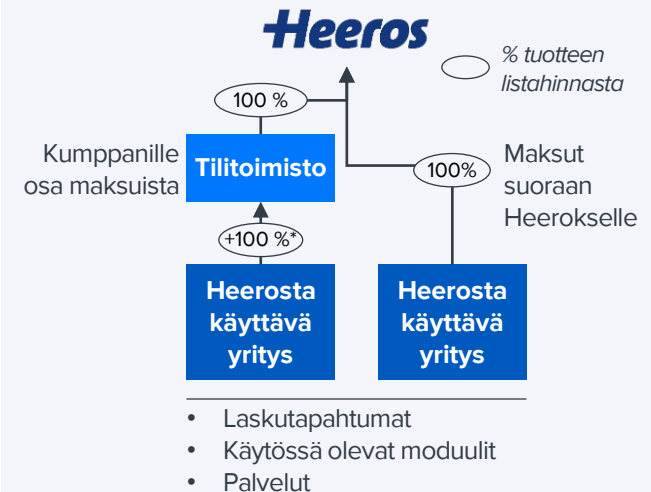
Tilitoimistoasiakkaan käyttöönotto on suorien asiakkaiden tapaan tehty nopeaksi, sillä Heeroksella on valmiit liittymät yleisimpiin tilitoimistojen käyttämiin ohjelmistoihin. Heeros tarjoaa tilitoimistolle myös koulutuksen osana käyttöönottoprojektia. Tilitoimistoasiakkaiden arvo Heerokselle voi alkuvaiheessa olla vain muutamia satoja euroja per kuukausi, mutta tilitoimiston laajentaessa Heeroksen ohjelmistojen käyttöä asiakaskunnassaan, nousee laskutus parhaissa asiakkaissa yli 10 tuhanteen euroon kuukaudessa. Tilitoimistojen vuosisyklistä johtuen paras myynti-ikkuna on Q2- ja Q4-neljänneksinä.

Tilitoimistokumppanit tarjoavat yrityksille ohjelmiston lisäksi taloushallinnon palveluita. Heeros ei tarjoa vastaavia palveluita, joten se ei kilpaile tilitoimistojen kanssa vaikka se tarjoaakin ohjelmistoaan myös suoraan loppuasiakkaille. Yhtiön kohdeasiakaskuntaa ovat tilitoimistoissa erityisesti pienet ja keskisuuret tilitoimistot. Ohjelmistojen saatavuuden myötä näillä tilitoimistoilla ei ole tarvetta eikä toisaalta kokoluokkansa puolesta myöskään mahdollisuutta tehdä omia merkittäviä investointeja asiakkaidensa taloushallinnon digitalisointiin kuten isommilla toimijoilla (esim. Talenom).

Heeroksen myynti on painottunut aiemmin vahvasti tilitoimistomyyntiin, sillä se tarjoaa yhtiölle skaalautuvan väylän loppuasiakaskuntaan. Yhtiön liiketoimintamalli on rakennettu siten, että tilitoimistot pystyvät hankkimaan itsenäisesti uusia asiakkaita Heeroksen ohjelmistojen käyttäjiksi ja laajentamaan asiakkaiden ratkaisujen käyttöä. Nyt myynnin painopistettä on siirretty vahvemmin suoriin asiakkuuksiin, joissa yhtiö on nähnyt vakaasti kasvavaa tilitoimistomarkkinaa vahvempaa uusmyynnin potentiaalia.



## Tulovirrat tuotteista ja palveluista





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Suorissa asiakkaissa Heeros myy ratkaisun suoraan asiakasyritykselle, joka on tyypillisesti keskisuuri yhtiö (100-250 henkeä). Suorat asiakkuudet käynnistetään tyypillisesti muutaman päivän käyttöönottoprojektilla, joka on Heerokselle laskutettavaa työtä. Käyttöönotto on pitkälle tuotteistettu, minkä ansiosta asiakkaat saadaan vietyä nopeasti tuotantoon (normaalisti 1-2 kuukautta riippuen asiakkaiden prosesseista). Nopea käyttöönotto on tärkeää, sillä Heeroksen SaaS- ja transaktiopohjaiset tuotot alkavat kertyä vasta, kun asiakas on tuotannossa.

Heeroksen suoramyyni tavoittelee kotimaassa pääasiassa keskisuuria organisaatioita, joilla taloushallintoa ei ole laajalti ulkoistettu tilitoimistoille. Suurimpia asiakkaita suorissa asiakkuuksissa ovat esimerkiksi Grano ja kansainväliset yritykset ITAB ja Cavotec. Kokonaisratkaisua käyttävien suorien asiakkuuksien liikevaihto on kokoluokaltaan tyypillisesti alle tuhannessa eurossa kuukaudessa, mutta esimerkiksi pelkkää palkkahallinnan moduulia käyttävän asiakkuuden koko on tästä vain murto-osa.

Heeroksen modulaarisuus tarjoaa sille suorissa asiakkuuksissa tärkeän kilpailuedun, sillä asiakas voi liittää vain yhden osan ohjelmistoa esimerkiksi erpp-järjestelmäänsä. Lisäksi Heeros on hinnaltaan kilpailukykyinen asiakkaalle, joka käsittelee suuria transaktiovolymejä.

## Heeroksen tulovirrat ovat lähes puhtaasti jatkuvia

Heeroksen liiketoimintamallin tulovirrat jakautuvat pääasiassa kahteen ryhmään: jatkuvaan liikevaihtoon ja palveluihin. Heeros tarjoaa tuotteitaan helposti käyttöönotettavina SaaS-ratkaisuin, joten palveluiden osuus on varsin vähäistä ja jatkuva liikevaihto muodostaa lähes koko yhtiön liikevaihdon

(Q1'21: 94 % liikevaihdosta). Jatkuva liikevaihto muodostuu kuukausittaisista SaaS-lisenssituloista (Q1'21: 63 % jatkuvasta liikevaihdosta) ja transaktiotuotoista (Q1'21: 37 %), mitkä veloitetaan asiakkailta pääsääntöisesti kuukausittain.

SaaS-lisenssien ja pakettien hinta koostuu perusmaksusta sekä käytössä olevien moduulien tyyppin ja lukumäärän mukaan määräytyvästä lisämaksusta. Lisenssitulot ovat pääasiassa hyvin vakaita tulovirtoja, ja niiden kehitystä ohjaa pääasiassa asiakasmäärän kasvu ja tuotelaajennusten myynti. Lisenssejä myydään myös paketteina, joihin kuuluu moduulien lisäksi transaktioita.

Transaktiotuotot veloitetaan asiakkailta transaktioiden lukumäärän perusteella. Transaktioihin lasketaan mm. osto- ja myyntilaskut, matkalaskut ja maksu-muistutukset. Transaktiotuotot ovat luonteeltaan vaihtelevampia, ja esimerkiksi koronakriisin vuonna 2020 heikentämä taloudellinen aktiviteetti heikensi transaktioiden määrää (2020: -8 % v/v). Heeros on vähentämässä liikevaihdon transaktiosidonnaisuutta paketoimalla transaktioita kasvavissa määrin mukaan lisenssimaksuihin, minkä pitäisi lähivuosina näkyä jatkuvan liikevaihdon vakaudessa ja painottumisessa SaaS-tuloihin.

## Tulovirtojen rakenne

Liikevaihdon komponentit		% liikevaihdosta (Q1'21)	Liikevaihdon keskeiset ajurit
Jatkuva liikevaihto	SaaS-lisenssit ja paketit	60 %	Asiakasmäärä Tuotemoduulien käyttöaste
	Transaktiotuotot	34 %	Asiakasmäärä Taloudellinen aktiviteetti
Palveluliikevaihto		6 %	Asiakasmäärä Käyttöönotot ja tuote-laajennukset

Lähde: Heeros

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Palvelut ovat vain murto-osa Heeroksen liikevaihdosta (2020: 5 % liikevaihdosta). Palvelut sisältää käyttöönottojen ja käytön tukemista, kuten koulutusta.

## SaaS-yhtiönä Heeroksen kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuu pääasiassa henkilöstöstä

Heeroksen liiketoiminta on SaaS-malliin myötä perusteiltaan hyvin skaalautuvaa. Käytännössä siis yhtiön liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa useimpien kiinteiden kuluerien kustannukset laskevat suhteessa liikevaihtoon. Korkeakatteisen liikevaihdon kasvu (2020 bruttokate: 89 %) valuu tällöin vahvasti tulosriville, mikäli kasvua siis saadaan aikaiseksi.

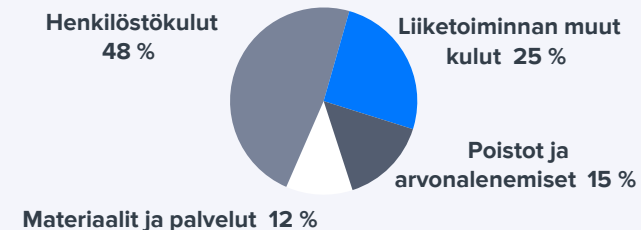
Heeroksen kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (47 % kustannuksista), osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (25 % kustannuksista), ja vahvasti tuotekehitysmenojen aktiovintehin painottuvista poistoista ja arvonalenemista (15 %). Yhtiö täydentää tuotekehitystään ulkoisella osaamisella (esim. Qvik mobiilikehitykseen), mikä on mukana tuotekehityksen aktivoinneissa. Materiaalit ja palvelut (12 %) – kuluerässä näkyvät mm. maksut OpenText-verkkolaskuoperaattorille. Kokonaisuutena henkilöstöön liitännäisten kulujen skaalautuminen on yhtiön kannattavuudelle keskeistä.

Heeroksen henkilöstö jakautuu tuotekehitykseen (40 % henkilöstöstä), palvelu ja asiakashenkilöstöön (36 %), myyntiin ja markkinointiin (13 %) sekä hallintoon (11 %). Heeros ei ole julkaissut tarkkoja tietoja henkilöstön jakaumasta, ja henkilöstöjakauma perustuu julkisen tiedon pohjalta tekemään arvioomme. Heeroksen tuotteen kilpailukyvyyn vahvistaminen on kriittinen edellytys kasvulle, joten painotus tuotekehitykseen on looginen. Tämän lisäksi

yhtiö on kasvattanut panostuksia myyntiin ja markkinointiin.

Heeroksella henkilöstön skaalautumisen suurin potentiaali on nähdäksemme T&K-kuluissa, sillä myynnin ja markkinoinnin panostusten suhteellista osuutta liikevaihdosta pienentää tilitoimistojen tekemä myynti ja asiakkuuksien laajentuminen. Tilitoimistoasiakas pystyy hyvin koulutettuna käytännössä itse avaamaan uusia loppuasiakkaita käyttäjiksi, jolloin kasvuun ei vaadita lainkaan Heeroksen resursseja. Kun nykyiset asiakkaat ottavat uusia ohjelmistomodulleja käyttöön, Heeroksen tulot kasvat myös ilman yhtiölle aiheutuvia lisäkuluja.

## Vuoden 2020 kustannusjakauma\*, % kaikista kustannuksista (pl. Rahoituskulut)



Materiaalit ja palvelut 12 %

## Arvio henkilöstöjakaumasta\*\*, % henkilöstöstä



Lähde: Heeros, \*\*LinkedIn (05/2021)

\*Henkilöstökulut oikaistu 0,47 MEUR uudelleenjärjestelykuluista

# Sijoitusprofiili

1.

**Heeros on skaalautuvaan kasvuun tähtäävä kannattava SaaS-ohjelmistoyhtiö**

2.

**Taloushallinnon digitalisaatio ja pilvimurros kasvattavat Heerosen kohdemarkkinaa**

3.

**Ennustettava liiketoimintamalli ja laaja, vakiintunut asiakaspohja madaltavat riskejä**

4.

**Haastajan asema usean kilpailijan markkinoilla ja vielä kevyet näytöt kasvusta nostavat riskitasoa**

5.

**Osakkeen tuotto nojaa skaalautuvaan kasvuun ja on herkkä muutoksille kasvuvauhdissa**

## Potentiaali



- Markkinoilla hyvät kasvunäkymät taloushallinnon sähköistyessä ja siirtyessä pilvipohjaisiin ratkaisuihin
- Laaja olemassa oleva asiakaskunta, jossa paljon lisämyyntipotentiaalia
- Skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistaa kannattavuuden vahvistumisen kasvun myötä
- Tuote varsin kypsässä vaiheessa ja vaatii suhteellisesti vähemmän T&K-panostuksia, mikä tukee skaalautuvuutta

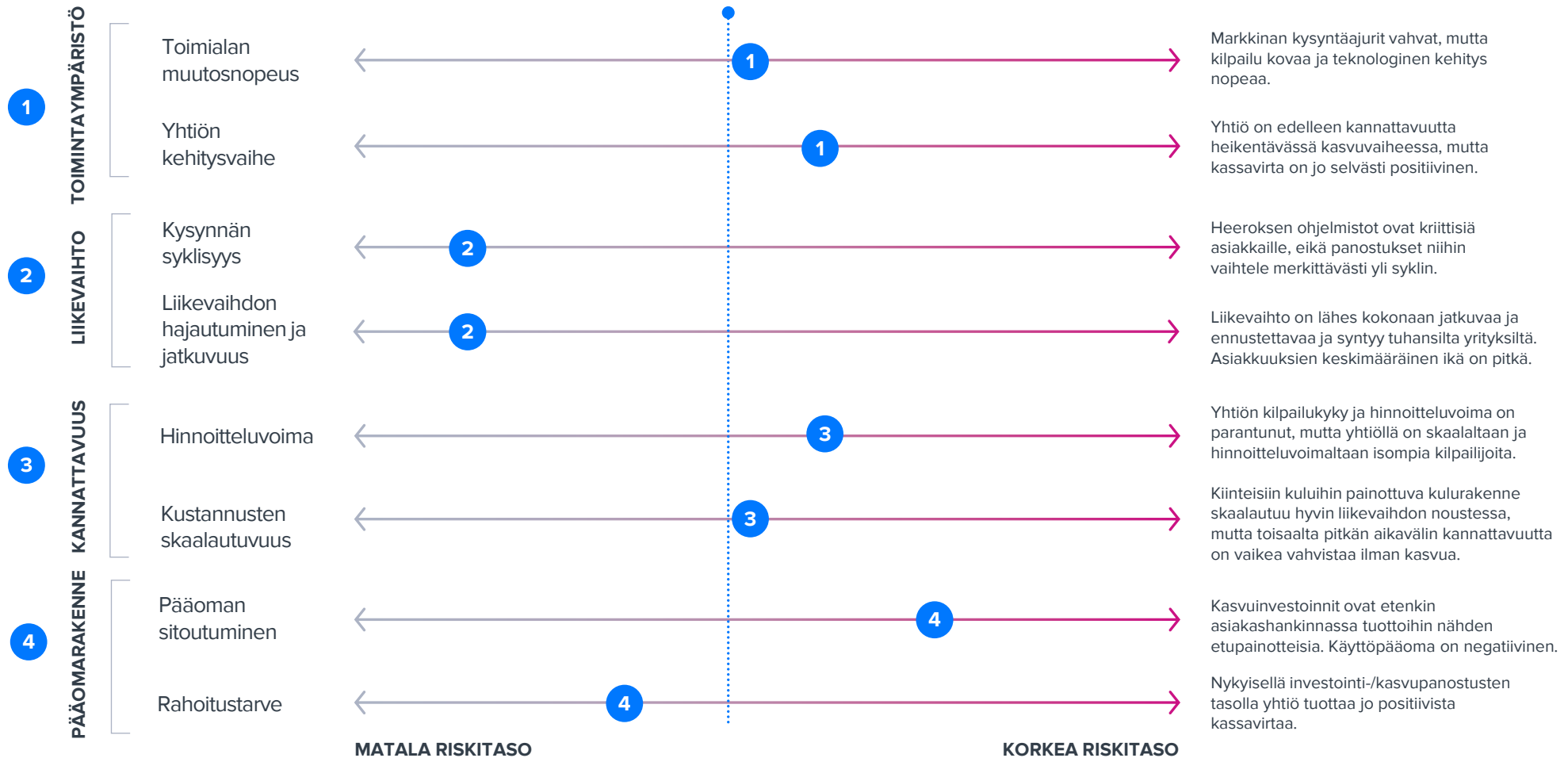
## Riskit



- Yhtiö on kilpailullisesti haastajan asemassa ja tilitoimistoalan konsolidaatio voi muuttaa kilpailuasetelmaa ja pienentää markkinaa
- Pienemmät resurssit ja alempi investointikyky suhteessa pääkilpailijoihin voi heikentää tuotteen kilpailukykyä pitkällä tähtäimellä
- Arvostus on riippuvainen kasvuvauhdista ja herkkä muutoksille

# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Heeroksen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

## Taloushallinnon ohjelmistomarkkinoilla on selvät kasvutrendit

Heeros toimii taloushallinnon ohjelmistojen markkinalla pääasiassa Suomessa. Yhtiö keskittyy pienten ja keskiuurten (4-250 henkilöä) yritysten segmenttiin. Markkinan koosta ei ole saatavilla tarkkaa tietoa, mutta Heeros on arvioinut kokonaismarkkinansa olevan Suomessa noin 300 miljoonaa euroa vuodessa ja pk-yritysten muodostavan tästä noin puolet. Yhtiön arviot markkinan koosta ja segmenteistä ovat mielestämme varsin realistisia, sillä ne ovat linjassa Tilastokeskuksen suomalaisten yritysten henkilöstön ja liikevaihdon jakaumiin sekä Taloushallintoliiton julkaisemaan tietoon ohjelmistojen markkinaosuuksista.

Taloushallinnon ohjelmistojen markkina on nähdäksemme selvässä kasvussa, sillä kasvua tukevat digitalisaatioon linkittyvät markkinatrendit (ks. oikea sivu). Isossa kuvassa taloushallinnon ohjelmistomarkkinan kasvu perustuu siihen, että sen osuus taloushallintopalveluiden arvoketjusta kasvaa automaation myötä. Kirjanpitäjän ja taloushallinnon rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan ohjelmistoilla, jolloin perinteisen, käsityönä tehtävän työn osuus arvoketjusta pienenee (kuten tositteiden mapittaminen, tositteiden tiliointi kirjanpito-ohjelmaan ja laskujen postittaminen).

Verkkolaskutuksen yleistymisen on markkinan kasvun keskeinen mahdollistaja, sillä paperilaskuista luovuttaessa ohjelmistosta saadaan enemmän tehokkuushyötyjä irti. Verkkolaskutus on ollut olemassa jo vuosikymmeniä, mutta edennyt monien odotuksia hitaammin. Pidämme laskutuksen sähköistymistä pitkällä tähtäimellä kuitenkin hyvin todennäköisenä, ja esimerkiksi Euroopassa useilla

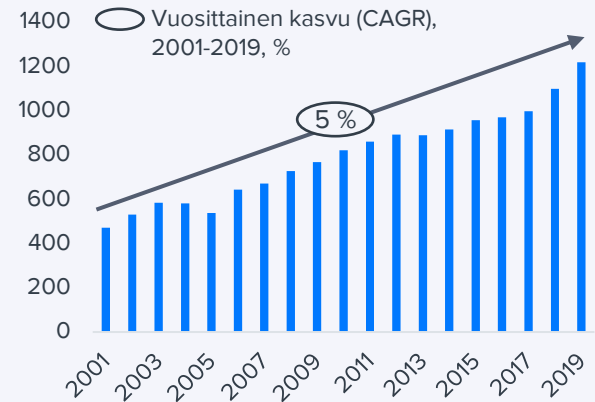
valtioilla on käynnissä hankkeita joilla yrityksiä pakotetaan sähköisen laskutuksen ja viranomaisilmoitusten piiriin.

Suurissa yrityksissä siirtymä sähköisiin taloushallinnon ratkaisuihin on jo pitkälti tapahtunut, kun taas Heeroksen kohderyhmässä eli pk-yrityksissä siirtymä on edelleen alkutekijöissään. Ohjelmistomarkkina on lisäksi yleisesti murroksessa kohti pilvipohjaisia ja jatkuvien sopimusten toimitusmalleja, minkä myötä markkinan kasvu on vahvinta Heeroksen segmentissä pilviohjelmistoissa.

Tiltoimistot ovat Heerokselle keskeinen myyntikanava ja ohjelmiston käyttäjä, joten niiden liiketoiminnan kehitys on myös olennaista yhtiön kohdemarkkinan kannalta. Tiltoimistojen markkina on kasvanut jo pitkään, minkä taustalla on nähdäksemme ollut sekä hinnankorotukset että taloudellisen aktiviteetin kasvu. Jatkossa tiltoimistojen tarjoamat lisäarvopalvelut ja ulkoistukset ovat arviomme mukaan toimialan kasvun ajureita.

Tiltoimistojen kasvu mahdollistaa lähtökohtaisesti myös hyvän ympäristön taloushallinnon ohjelmistojen kasvulle. Toisaalta tiltoimistomarkkinan keskittyminen konsolidaation myötä suuremmille tiltoimistoille (esim. Talenom, Accountor, Aallon Group) voi muuttaa kilpailuasetelmaa ohjelmistojen osalta, mikäli omaa tai kilpailevaa ohjelmistoa priorisoivat tiltoimistot kasvattavat markkina-osuuttaan ja vähentävät Heeroksen ohjelmiston käyttöä. Alan konservatiivisuus nähdäksemme osin suojelee Heerosta tältä muutokselta, sillä kirjanpitäjistä on alalla pulaa, eikä pitkään tiettyä ohjelmistoa käyttäneitä kirjanpitäjiä välttämättä haluta pakottaa yrityskaupan jälkeen uuden ohjelmiston käyttäjäksi.

## Tiltoimistomarkkinan kehitys Suomessa, 2001-2019, MEUR



Lähde: Tilastokeskus

## Taloushallinnon ohjelmistomarkkinan keskeiset trendit



Lähde: Inderes arvio

# Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

Tilitoimistolle voi olla myös strateginen valinta käyttää useita valmisohjelmistoja. Tällöin tilitoimisto voi tarjota palvelua asiakkailleen näiden jo käyttämillä ohjelmistoilla, ja toisaalta seurata valmisohjelmistojen kehitystä ja valita näistä itselleen käyttöön parhaiten kehittyvät.

Heeros on laajentunut myös Hollannin markkinoille. Lisäksi yhtiöllä on muutamia asiakkaita Ruotsissa, mutta yhtiö hoitaa ne Suomesta. Tähän mennessä markkina pk-yritysten ja tilitoimistojen taloushallinnon ohjelmistoille on ollut melko maakohtainen ja rajat ylittävä kilpailu vähäistä johtuen esimerkiksi maakohtaisista toimintatavoista ja säädöksistä. Kansainväliset markkinat ovat kuitenkin hitaasti avautumassa, mihin vaikuttaa esimerkiksi Euroopan yhtenäinen maksualue (SEPA) sekä verkkolaskutuksen yleistyminen. Taloushallinnon digitalisoitumisen aste on Suomessa monia Euroopan maita edellä. Esimerkiksi Eurostatin mukaan vuonna 2020 44 % yrityksistä Suomessa käyttivät pilvipohjaisia taloushallinnon ohjelmistoja, EU-27 maissa vasta noin 16 %. Vaikka Heeroksella on kotimarkkinalla vielä merkittävää kasvuvaraa, ovat suurimmat kasvumahdollisuudet kansainvälisillä markkinoilla.

## Heeros profiloituu puhtaaksi ohjelmistotoimittajaksi

Pienemmillä tilitoimistoilla ei ole suurten toimijoiden (esim. Accountor, Talenom) resursseja investoida omiin ohjelmistoihin, mikä on luonut tarpeen ohjelmisto-toimittajille. Taloushallinnon ohjelmistojen kilpailukenttä on varsin moninainen, ja markkinoilta löytyykin laaja valikoima ohjelmistoja. Eroja on löyty mm. ohjelmistojen laajuudessa (Taloushallinto, muut yritysohjelmistot, toimialakohtaiset ratkaisut),

palvelujen kattavuudessa (Ohjelmisto/Tilitoimisto), kohdeasiakasryhmissä (Mikro-, pk- & suuryritykset) ja hinnoitteluperusteissa.

Yksinkertaistaen kilpailukenttää löytyy nähdäksemme karkeasti kolmenlaisia toimijoita: 1) puhtaasti ohjelmistoon keskittyvät yhtiöt (esim. Heeros, Lemonsoft), 2) ohjelmistoja ja tilitoimistopalveluja yhdistävät yhtiöt ja 3) tilitoimistotoimijat, jotka ovat tehneet omasta ohjelmistosta kilpailuedun (esim. Talenom). Markkinoilta löytyy lisäksi paljon täsmäratkaisuja tiettyihin taloushallinnon alueisiin, mutta pidämme näiden merkitystä kilpailukentässä vähäisenä emmekä käsittele näitä toimijoita tarkemmin.

Vaihtelevista hinnoittelun perusteista (paketit, moduulit, transaktiot, käyttäjämäärät) johtuen ohjelmistojen hintavertailu ei ole yksioikoista, eikä kilpailu markkinoilla nähdäksemme perustu vahvasti hintaan. Keskeisiä kilpailutekijöitä ovat nähdäksemme tuotteiden ominaisuudet, käyttökokemus, asiakaspalvelun ja -tuen laatu sekä ohjelmistotoimittajan strategiseen asemaan. Heeroksen hinnoittelu on käsityksemme mukaan kuitenkin yleisesti kilpailukykyinen, ja asiakastarpeesta riippuen yhtiö voi olla myös halvin vaihtoehto.

Puhtaasti ohjelmistoon keskittyvät yhtiöt ovat nähdäksemme Heeroksen keskeisimpiä kilpailijoita. Näillä yhtiöillä (esim. Heeros, Visma, Lemonsoft) on taloushallinnon keskeiset prosessit kattavat ohjelmistot, joita yhtiöt tarjoavat yrityksille ja tilitoimistoille.

## Keskeiset kilpailutekijät markkinoilla

Ratkaisun ominaisuudet

Käyttökokemus

Asiakaspalvelun ja -tuen laatu

Toimittajan strateginen asema

Hinnoittelun kilpailukyky ja sopivuus asiakkaan käyttötarkoitukseen

# Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

Puhtaasti ohjelmistoihin keskittyvän segmentin keskeinen erottautumistekijä on välttää kilpailuaseman muodostuminen ohjelmistotarjoajan ja tilitoimiston välille, kun ohjelmistotarjoaja antaa tilitoimistojen ottaa palveluntarjoajan roolin taloushallinnon arvoketjussa. Lemonsoft ja Visma tarjoavat taloushallinnon ohjelmistojen lisäksi muita yritysohjelmistoja (esim. CRM, ERP), kun taas Heeros keskittyy nimenomaan taloushallinnon ohjelmistoihin ja mahdollisuuteen integroida ohjelmistonsa joustavasti muiden toimittajien järjestelmiin.

Hybriditoimijat muodostavat toisen keskeisen kilpailijan Heerokselle. Nämä toimijat (esim. Accountor/Finago, Admicom) myyvät tilitoimistoille ohjelmistoja, mutta kilpailevat myös niiden kanssa omilla tilitoimistopalveluilla. Tilitoimiston näkökulmasta kyseisten ohjelmistojen käyttö ei nähdäksemme mahdollista merkittävää erottautumista kilpailussa ohjelmistotoimittajan omia tilitoimistopalveluja vastaan. Toisaalta nämä ohjelmistot (Finago & Admicom) ovat arviomme mukaan segmenteissään varsin suosittuja, jolloin etenkin pienemmät tilitoimistot voivat nähdä vahvan ohjelmiston tärkeämpänä kuin ohjelmistotoimittajan aseman kilpailuasetelman. Keskisuurille suurimpia toimijoita haastaville tilitoimistoille (esim. Aallon Group, Rantalainen) arvioimme tämän kilpailunäkökulman hiertävän enemmän.

Lisäksi markkinoilla on toimijoita, joilla taloushallinnon ohjelmisto kehitetään sisäisesti (esim. Administer, Talenom), mutta ohjelmistoa ei tarjota muilla tilitoimistoille. Nämä yhtiöt eivät mielestämme muodosta Heerokselle suoraa kilpailijaa, mutta niiden markkinaosuuden kasvu tilitoimistoissa söisi kuitenkin pois Heeroksen kohdemarkkinaa.

Taloushallinnon ohjelmistojen markkinat ovat vielä

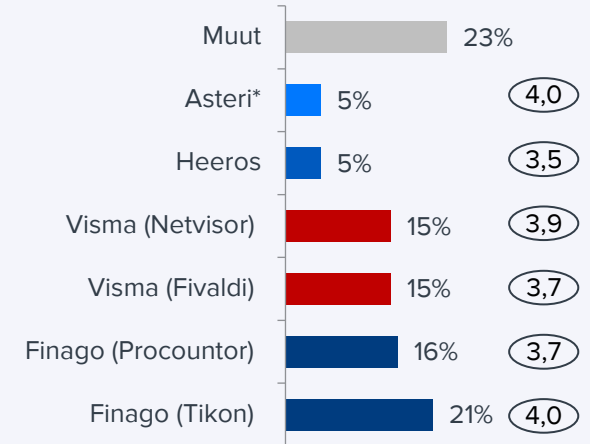
toistaiseksi hyvin paikallisia eikä kansainvälisiä merkittäviä toimijoita ole vielä muodostunut. Arviomme mukaan tähän on monia syitä. Kansainvälistymistä rajoittavat esimerkiksi maakohtaiset lainsäädännöt sekä tilitoimistojen toimintatavat. Pankki-, laskuoperaattori- ja viranomaisyhteyksien sekä järjestelmäintegraatioiden tekeminen vaatii ohjelmistotoimittajilta paikallista läsnäoloa ja paikallistuntemusta. Ohjelmistot ja niiden tukimateriaali on räätälöitävä paikalliselle kielelle ja vastaamaan paikallisia käytäntöjä. Lisäksi paikallinen asiakastuki ja koulutus ovat tärkeä kilpailutekijä. Vaikka ohjelmiston ydin on maiden rajojen yli skaalautuva, ei sen skaalaaminen ulkomaille siis ole helppoa. Tietyissä ohjelmiston osissa kuten ostolaskuissa (esim. Basware) laajenemista ulkomaille on kuitenkin tapahtunut.

## Heeros on markkinalla haastajan asemassa

Asiakasmäärillä mitattuna Accountorin Finago ja Visma ovat markkinan suvereenit johtajat ja muodostavat noin 2/3 markkinasta (ks. taulukko oikealla). Heeros on markkinalla selvästi haastajan asemassa. Markkinalla tapahtuu kuitenkin lyhyellä tähtäimellä selkeää muutosta, kun markkinajohtaja Finagon vanhempi Tikon-ohjelmisto poistuu käytöstä vuoden 2021 tilinpäätösten jälkeen. Finago pyrkii varmasti siirtämään asiakkaitaan modernimman Procountor-tuotteen piiriin. Ohjelmiston vaihto tarjoaa nähdäksemme tilitoimistolle luontevan hetken toisen toimittajan ohjelmiston arvioimiseksi, mikä tuo Heeroksen kaltaisille haastajille mahdollisuuden kasvattaa markkina-osuutta.

## Kirjanpito-ohjelmistojen markkinaosuudet, 12/2019, % asiakasmäärästä

○ Kirjanpito-ohjelmiston yleisarvosana, asteikko 1-5, 12/2019, n=2,066



Lähde: Taloushallintoliitto

\*Asteri palvelee nähdäksemme selvästi Heerosta pienempiä asiakkaita, ja on liikevaihdon perusteella selvästi Heerosta pienempi

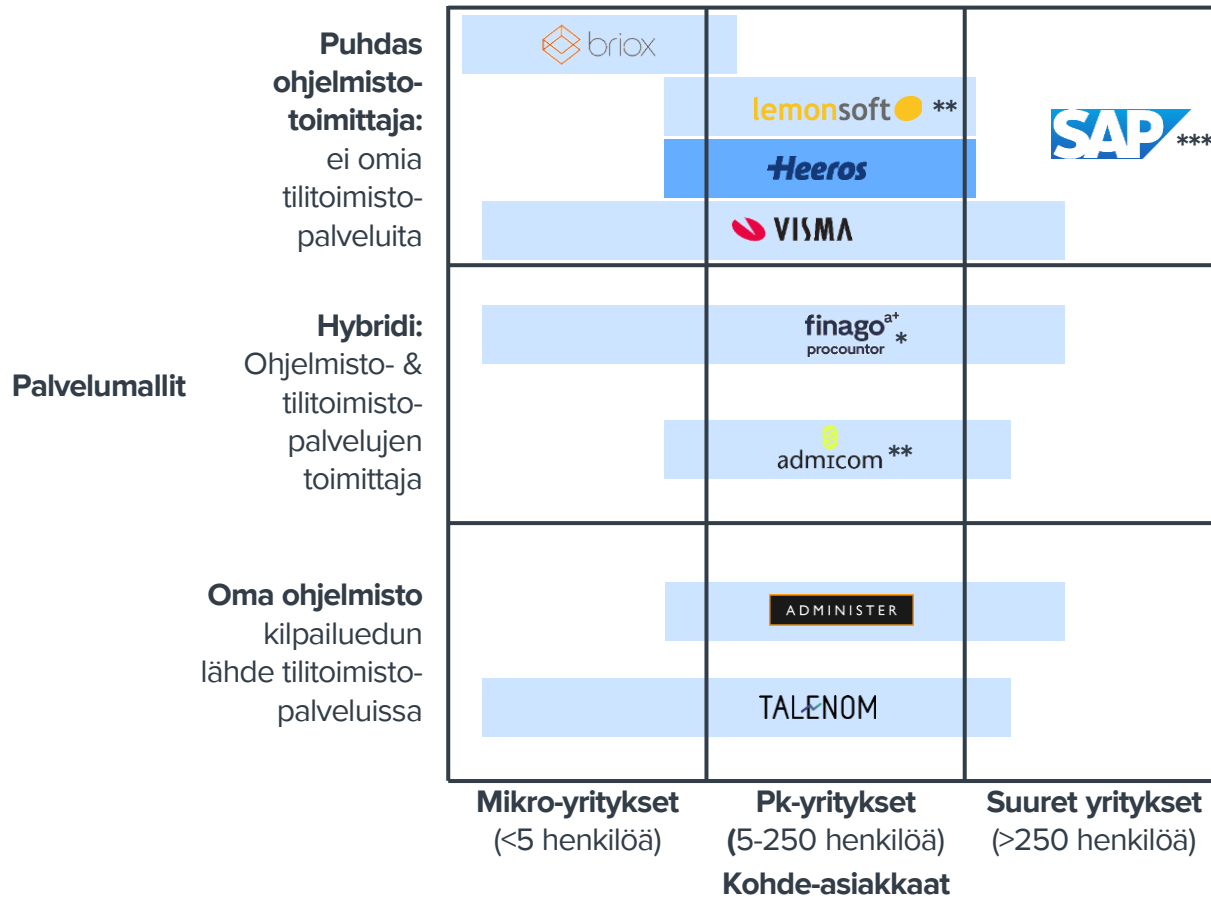
Huom:

- Data kattaa 15 Taloushallintoliiton yhteistyöjäsentä, eikä esim. Admicom ollut mukana vertailussa. Data kuvaa kuitenkin mielestämme suhteellisen hyvin pk-yrityksien taloushallintoon käytettävien ohjelmistojen markkinaosuuksia Suomessa.
- Data huomioi vain Kirjanpito-ohjelmiston, eikä muita taloushallinnon ohjelmistojen moduuleja. Tuotteiden kilpailuasetelma on erilainen eri tuotemoduuleissa. Erot ovat kokonaisuutena kuitenkin pieniä, eivätkä käyttäjien arviot näytä korreloivan vahvasti markkina-osuuden kanssa.

# Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

## Taloushallinnon ohjelmistojen kilpailukentässä näkyy eroja kohdeasiakasryhmissä ja tarjonnan strategisissa valinnoissa

Listaus ei ole kattava ja painottuu Suomessa toimiviin kilpailijoihin



## Heeroksen kilpailutekijät

- + Modulaarinen ja kattava ohjelmistoratkaisu taloushallintoon
- + Laajat integraatiot ja rajapinnat muihin järjestelmiin
- + Vahva tarjonta ostolaskujen ja myyntilaskujen hallintaan, mikä skaalautuu myös Suomen ulkopuolelle
- + Ei kilpaile tilitoimistojen kanssa, vaan toimii puhtaana ohjelmistotoimittajana
- + Yleisesti kilpailukykyinen moduuleihin pohjautuva hinnoittelu
- Tuotteen kilpailukyky on ollut vertailuissa hieman kilpailijoita heikompi etenkin kirjanpitojärjestelmissä
- Yhtiön pienehkö kokoluokka rajoittaa investointikyvykkyyttä
- Matalan markkinaosuuden myötä yhtiön tunnettuus on pääkilpailijoita heikompi etenkin suorissa yritysasiakkaissa

\*Accountorin ohjelmistobrändi.

\*\*Tarjonnassa myös vertikaaliratkaisuja ja muita yritysohjelmistoja, esim. toiminnanohjausjärjestelmät (ERP)

\*\*\*Suuryrityksillä käytössä tyypillisesti eri maissa useita ohjelmistoja, joita räätälöidään yhtiön tarpeisiin. Vertailuun nostettu yksi esimerkki.

Lähde: Inderes arvio, yritysten verkkosivut



# Strategia

## Strategian tavoitteena vahvistuva kasvun ja kannattavuuden summa

Heeros julkisti loppuvuodesta 2020 uuden strategian vuosille 2021-2023, missä yhtiö tähtää skaalautuvaan kasvuun. Tavoitteen saavuttamiseksi yhtiö pyrkii 1) vahvistamaan markkina-asemaansa Suomessa, 2) nostamaan kansainvälisen liikevaihtonsa osuutta ja 3) vahvistamaan käyttäjäkokemuksensa toimialan kärkeen. Yhtiö voi myös hyödyntää kasvussaan opportunistisesti yrityskauppoja, mutta niiden rooli strategiassa on nähdäksemme sivuosassa.

Kotimaan kasvussa onnistuakseen Heeroksen on keskeistä laajentaa nykyisiä asiakkuuksiaan ja voittaa uusia asiakkuuksia. Suurin osa Heeroksen asiakkaista käyttää toistaiseksi vain yhtä tai kahta Heeroksen moduulia, joten yhtiöllä on merkittävää kasvupotentiaali asiakkuuksien laajentumisen kautta. Toisaalta yhtiön tilitoimisto-kumppanien asiakaskunnassa on runsaasti muiden ohjelmistojen käyttäjiä, mikä tarjoaa yhtiölle myös mahdollisuuden kasvattaa markkinaosuutta sen kumppanituloimiston asiakaskunnassa. Merkittävä osa tilitoimistojen loppuasiakkaista ei myöskään käytä vielä lainkaan taloushallinnon sähköisiä palveluita tai on jo elinkaarensa loppupuolella olevan ohjelmiston käyttäjä, joten kasvun ei tarvitse perustua pelkkään markkinaosuuden ottamiseen pahimmilta kilpailijoilta.

Kansainvälisten markkinoiden kasvupotentiaali on tyypillisesti kotimaata korkeampi, sillä taloushallinnon digitalisoituminen on Suomessa pääasiassa muuta Eurooppaa edellä. Kansainvälistyminen onkin ollut jo pitkään osa Heeroksen strategiaa ja yhtiö aloitti kansainvälistymisen vuonna 2013 avaamalla toimipisteen Hollantiin. Yhtiöllä oli myös toimipiste Ruotsissa, mutta nykyisin nämä asiakkuudet

hoidetaan Suomesta käsin. Aiemmat kansainvälistymisen panostukset ovat nähdäksemme onnistuneet heikosti, eikä yhtiölle ole muodostunut merkittävää kansainvälistä liiketoimintaa.

Uudistetussa strategiassa Heeros on kertonut kasvattavansa kansainvälistä liiketoimintaansa aiempaa valikoidummin, ja pyrkii välttämään riski-tuottosuhteeltaan heikompia avauksia. Esimerkkinä yhtiö uudisti OpenText-kumppanuutensa. Uudistettu kumppanuus, jossa OpenText toimii edelleen Heeroksen verkkolaskuoperaattorina, täydentyi strategisella myyntikumppanuudella mahdollistaen ja laajentaen Heeros ratkaisujen tarjoamisen pk-segmentin yrityksille Euroopassa. Vastaavasti kattavampi yhteistyö avaa Heeroksen nykyisille asiakkaille entistä paremman mahdollisuuden integroitua eurooppalaisille markkinoille Heeroksen osto- ja myyntilaskuratkaisujen kautta.

Mielestämme uudistettu ja valikoiva kansainvälistyminen on yhtiön resurssit huomioiden järkevää, emmekä näe kansainvälistymisen panostuksissa suurta riskiä yhtiön kannattavuudelle. Toisaalta yhtiön kansainvälistymisen realistinen kasvupotentiaali on myös samalla rajallisempi. Tämä näkyy myös yhtiön tavoitteessa nostaa kansainvälinen liikevaihto 10 %:iin koko liikevaihdosta, kun nykyisin osuus on arviomme mukaan alle 5 %.

Käyttäjäkokemuksen vahvistamisen tarkoituksena on yhtiön ratkaisun kilpailukyvyyn parantaminen erityisesti mobiili-ratkaisulla. Heeros hyödyntää tähän myös ulkoisia toimijoita (Qvik), mikä on mielestämme järkevää ottaen huomioon yhtiön oman ydinosaamisen keskittyvän taloushallinnon prosesseihin ja niiden automaatioon.

## Tavoitteissa riittää kunnianhimoa

Heeros pyrkii strategiassa vahvistamaan kasvun ja kannattavuutensa profiilia, ja on asettanut tavoitteen nostaa kasvun ja kannattavuutensa (EBITDA-%) summan kohti 50 %:ia vuoteen 2023 mennessä. SaaS-ohjelmistoyhtiöllä on nähdäksemme aina tehtävänä strateginen valinta kasvupanostuksien ja kannattavuuden vahvistamisen välillä. Siten mielestämme onkin loogista, että yhtiö ohjeistaa kasvun ja kannattavuuden summaa yksittäisten komponenttien sijaan. Heeros kuitenkin aktivoi merkittävässä määrin tuotekehitysmenojaan, jolloin osa yhtiön kuluista näkyy tuloslaskelmassa vasta käyttökatteen jälkeen.

Pidämme Heeroksen tavoitteita kuitenkin hyvin kunnianhimoisina. Yhtiön kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summa oli vuonna 2020 oikaistuina luvuin 23 %. Tavoitteiden toteutuminen vaatisikin erityisesti liikevaihdon kasvun piristymistä nykytasosta (Q1'21: -1 %). Vaikka kasvuun on selviä työkaluja, yhtiö ei vielä ole onnistunut kääntämään näitä vahvistuvaksi kasvuksi. Kasvun kääntymisen onkin keskeinen tekijä strategian onnistumisessa.

## Strategia rahoitetaan kassavirralla

Ennen vuoden 2020 kannattavuuskäännettä Heeroksen kannattavuus oli useita vuosia negatiivinen voimakkaiden etupainotteisten kasvuinvestointien takia. Yhtiö teki vuonna 2020 organisaatiomuutoksia, ja käänsi tuloksensa selvästi positiiviseksi (2020 oik. EBIT-% 8 %). Yhtiön käänteeseen takana oli nähdäksemme erityisesti organisaatiomuutokset ja strategiset valinnat. Lisäksi Heeroksen liiketoiminta on merkittävässä määrin jatkuva, joten pidämme käännettä kestäväenä emmekä näe merkittäviä riskejä strategian kassavirtapohjaisessa rahoituksessa lähivuosina.

# Heeroksen strategian yhteenveto

## Kohdemarkkina ja Heeroksen asemoituminen

Taloushallinnon ohjelmistojen markkina Suomessa, ~2020

~300 MEUR

Markkinan kasvunäkymät



### Trendit markkinan kehityksen taustalla



Sähköisen laskutuksen yleistyminen



Kasvava digitalisaation ja automaation aste etenkin pk-yrityksissä



Ohjelmistojen siirtymä pilvipohjaisiksi



Tilitoimistomarkkinan konsolidaatio



Kypsä, kattava ja modulaarinen ohjelmisto moderniin taloushallintoon

**Heeros**

## Strategiset painopisteet

1. Markkina-aseman vahvistaminen Suomessa
2. Valikoitujen kansainvälisten kasvumahdollisuuksien hyödyntäminen
3. Erottautuminen toimialan parhaalla käyttäjäkokemuksella, erityisesti mobiilissa



Strategian rahoitus kassavirralla



**Kohti 50 %**

nouseva liikevaihdon kasvu-% ja käyttökate-% summa vuonna 2023

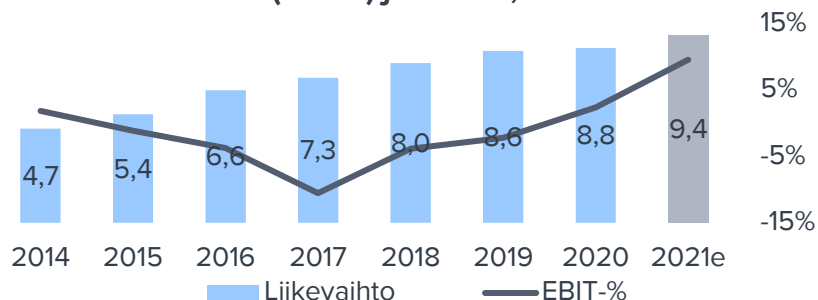
**10 %**

Kansainvälisen liikevaihdon osuus koko liikevaihdosta vuonna 2023

# Taloudellinen tilanne

Kannattavuus ja kassavirta on käännetty kasvuinvestointien jälkeen positiiviseksi

Liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%, 2014-2021e



- Heeroksen liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden (EBIT-%) summa on vaihdellut noin -10 % ja 20 % välillä, ollen keskimäärin 6 % vuosina 2015-2020

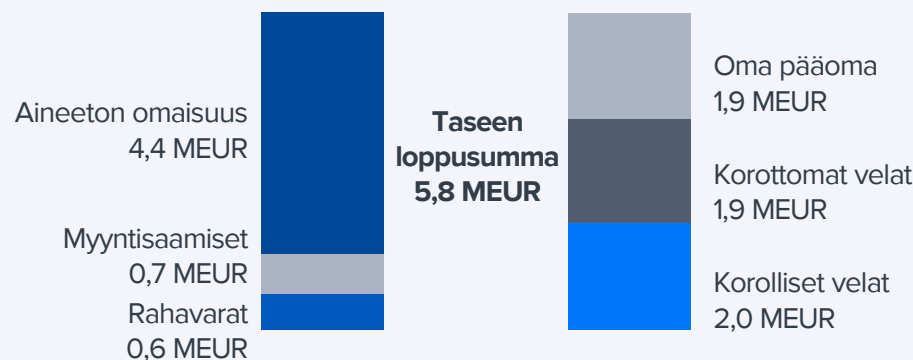
Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen, nettotulos ja nettovelkaisuusaste (%)



Lähde: Inderes

Tase on suhteellisen hyvässä kunnossa huomioiden positiiviseksi käänntynyt kassavirta

Taserakenne, 31.12.2020



- Taseessa on edelleen velkaa, mutta ei huolestuttavissa määrin
  - Kassa on suhteellisen pieni (0,6 MEUR)
  - Nettovelkaantumisaste on koholla (68 %), joskin laskutrendillä kannattavuuden käänteen myötä
  - Kiinteistä kuluista toteutettu kannattavuuskäänte ja SaaS-mallin toistuvat tulovirrat tuovat kassavirtaan vakautta, joten tasetilanne ei herätä meissä huolta
  - Nettovelan suhde käyttökatteeseen on matala 0,9x
  - Arvioimme yhtiön edelleen haluavan vahvistaa tasetta, emmekä odota yhtiön maksavan osinkoa ainakaan lähivuosina
  - Aineeton omaisuus (4,4 MEUR) koostuu aktivoituista tuotekehitysmenoista. Vuonna 2020 tuotekehitysmenojen aktivoinnit (1,0 MEUR) olivat poistoja (1,2 MEUR) matalammat

# Ennusteet 1/2

## SaaS-liiketoimintamalli on liikevaihtoennusteidemme lähtökohta

Heeroksen strategia keskittyy SaaS-liiketoiminnan ja sen tuottaman jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseen. Heeros ei kuitenkaan tällä hetkellä julkaise toistuvan liikevaihdon tilauskantaansa (ARR, annual recurring revenue). Tästä johtuen ennustamme yhtiön liikevaihtoa suoraan jatkuvan liikevaihdon ja sen sisältämien transaktiotuottojen avulla. Lisäksi ennustamme yhtiön palveluliikevaihtoa omana suhteellisen vakaana liikevaihtoeränä, mutta tämän merkitys on kokonaisuuden kannalta hyvin vähäinen.

Näkyvyys Heeroksen liikevaihdon tasoon 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, yhtiön tuotteen kilpailukyyn kehityksestä, kauppojen ajoittumisesta ja myynnin tehokkuuden kehittymisestä.

Heeroksen kannattavuutta ja tulokasvua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon. Yhtiön selvästi suurin kuluerä on henkilöstökulut (2020: 47 % kuluista), jota ennustamme henkilöstön määrän ja yksikkökustannuksen kautta. Toiseksi suurinta kuluerää liiketoiminnan muita kuluja (2020: 25 % kuluista) ennustamme myös suhteessa henkilöstön määrään ja yksikkökustannuksien kautta. Tuotekehityksen aktivointien odotamme laskevan suhteessa liikevaihtoon tuotteen kypsyyssasteen kasvaessa.

Heeroksella on voimassa noin 165 tuhannen osakkeen kattavat optio-ohjelmat, joissa merkintäaika osuu seuraavan viiden vuoden ajalle. Optioiden diluutiovaikutus olisi toteutuessaan vähäinen (noin 4 % osakekannasta), joten emme huomioi niitä ennusteissamme.

## Nojaamme kuluvan vuoden ennusteissa Heeroksen ohjeistukseen

Heeros arvioi nostavansa käyttökatemarginaalin (EBITDA-%) ja liikevaihdon kasvuprosentin yhteissumman (Rule of 40) 30 %:n tasolle tilikaudelta 2021. Yhtiö toteutti edellisvuonna kannattavuuskäänteen ja on lisäksi kertonut merkeistä myynnin etenemisestä (H2'20: >1300 uutta asiakasta, Q1'21 >800 uutta asiakasta ja asiakastilauksia 300 TEUR ARR:n edestä). Tämä huomioiden pidämme yhtiön ohjeistusta realistisena.

Ennustamme Heeroksen liikevaihdon kasvavan 7 % ja suhteellisen käyttökateen nousevan 23 %:iin vuonna 2021. Kasvua tukee loppuvuodelle ennustamamme transaktiotuottojen elpyminen. Lisäksi kilpailevan Tikon-ohjelmiston poistuminen markkinoilta lisää nähdäksemme markkinoilla aktiviteettia ohjelmistojen vaihdossa, mistä Heeroksella on myös edellytykset hyötyä.

## Keskeiset ennusteparametrit

- › Jatkuvan liikevaihdon kasvu
- › Transaktiotulojen kasvu
- › Henkilöstön määrän kasvu
- › Henkilöstön suorat yksikkökustannukset (Henkilöstökulut)
- › Henkilöstön epäsuorat yksikkökustannukset (Liiketoiminnan muut kulut)

# Ennusteet 2/2

## Ennustamme lähivuosille selvää parannusta, mutta odotamme yhtiön jäävän tavoitteistaan

Heeroksen tavoite on nostaa liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summa 50 %:iin vuoteen 2023 mennessä. Yhtiön käyttökatemarginaali on ollut alle 10 %:n tasolla viimeiset vuodet, mutta organisaation uudelleenjärjestelyn myötä se nousi oikaistuna noin 22 %:iin vuonna 2020. Taaksepäin katsottuna vuosittainen liikevaihdon kasvu on aiempina vuosina ollut noin 10 % tuntumassa ja vuonna 2020 vain 2 %. Heeroksen reilu kannattavuusparannus antoi hyvän merkin tulevaisuuden suunnasta, mutta tästä huolimatta strategian tavoitteisiin on huomattavasti matkaa etenkin kasvun piristymisen osalta.

Heeroksen tavoitteen saavuttaminen vaatisi nykytasolta selvästi kiihtyvää kasvua, joka skaalautuisi myös vahvistuvaan kannattavuuteen. Odotammekin yhtiöltä näyttöjä kasvun vahvistumisesta ennen kuin mielestämme on perusteltua nojata ennusteissa vahvemmin yhtiön tavoitteisiin. Näkemyksemme mukaan toimialan kasvu, Tikon-ohjelmiston poistuma ja transaktiotuottojen elpyminen antavat kuitenkin hyvät lähtökohdat jatkuvan liikevaihdon kasvulle lähivuosien aikana.

Näiden tekijöiden myötä ennustamme Heeroksen kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summan ("Rule of 40") nousevan liikevaihdon kasvun myötä asteittain 37 %:iin vuonna 2023, mikä on alle yhtiön tavoitteen (kohti 50 % nouseva summa). Ennusteen taustalla on liikevaihdon noin 9 %:in vuosittainen kasvu ja käyttökateen vahvistuminen 16 %:sta 26 %:iin. Ennusteemme sisältää nykytasollakin selvän riskin yhtiön kasvun jäämisestä odottamaamme

hitaammaksi, jolloin myöskään yhtiön kannattavuus ei skaalautuisi kasvun myötä merkittävästi. Yhtiön arvonluonti onkin siis vahvasti kiinni kasvun toteutumisesta.

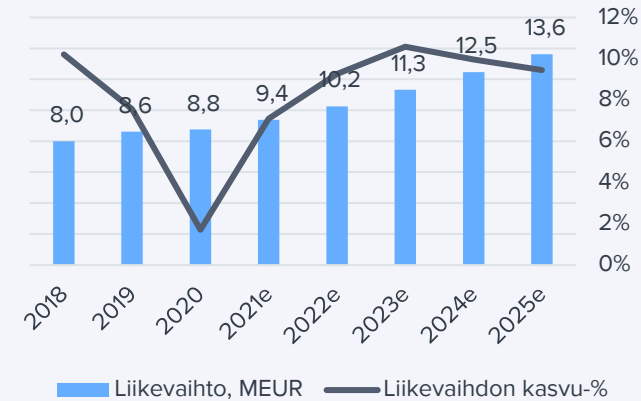
## Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun hidastuvan asteittain

Lähivuosina Heeroksen kasvua tukee kilpailevan ohjelmiston poistuma ja transaktiotuottojen elpyminen. Tämän jälkeen kasvu on vahvemmin toimialan kasvutrendien ja yhtiön tuotteen kilpailukyvyyn varassa.

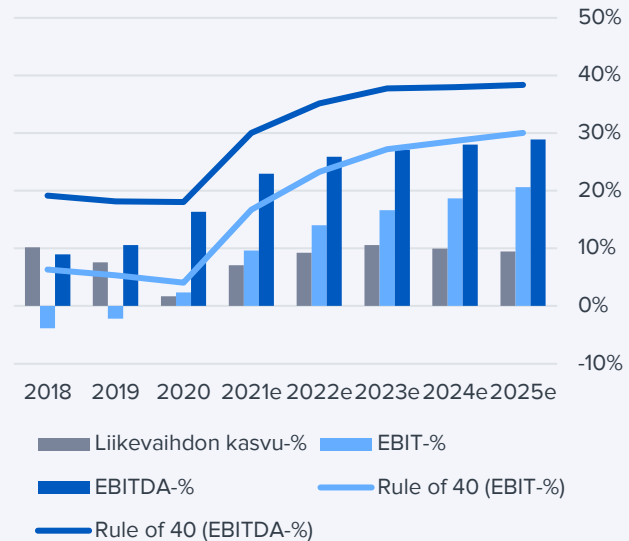
Ennustamme Heeroksen liikevaihdon kasvun olevan 5-10 % ja hidastuvalla trendillä vuosina 2024-2029. Markkinan puolesta Heeroksen olisi mielestämme mahdollista kasvaa vielä vahvemmin ja suurempaan kokoluokkaan, mutta yhtiön vielä toistaiseksi ohuet näytöt toimivan kasvureseptin löytämisessä puoltavat mielestämme varovaisuutta. Toimialan vahvojen kasvunäkymien myötä käytämme liikevaihdon termiinalikasvuna 3 %:ia. Raportin keskeisimpänä ennustemuutoksena laskimme hieman odotuksiamme pitkän aikavälin liikevaihdon kasvusta (vuositasolla noin prosenttiyksiköllä) huomioidaksemme paremmin kasvuun liittyvän epävarmuuden.

Ennustamme Heeroksen suhteellisen liikevoiton nousevan skaalautuvan kasvun mukana asteittain 18 %:sta 25 %:iin vuosina 2024-2029. Odotamme kannattavuuskehityksen hidastuvan kiristyvän kilpailun myötä ja asettuvan pitkällä aikavälillä 25 %:iin (EBIT-%). Heeroksen kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summan ennustamme olevan 36-38 % vuosina 2024-2029 ja huipun ajoittuvan vuoteen 2025.

## Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



## Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmä ("Rule of 40")



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>8,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>8,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>9,4</b>	<b>10,2</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,6	-0,6	-1,2	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>
Verot	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,05</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,03</b>	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>	<b>0,32</b>	<b>0,40</b>	<b>0,44</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>	<b>0,32</b>	<b>0,40</b>	<b>0,44</b>

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	7,5 %	2,3 %	1,1 %	1,7 %	4,0 %	10,2 %	7,1 %	9,3 %	10,6 %	10,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-38,9 %	-177,3 %	6437,5 %	-455,8 %	10,5 %	40,0 %	33,3 %	59,0 %	31,5 %	23,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	10,6 %	7,4 %	25,1 %	16,3 %	17,6 %	27,9 %	22,9 %	25,9 %	27,1 %	28,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-2,2 %	3,5 %	11,8 %	7,7 %	3,8 %	15,0 %	9,6 %	14,0 %	16,6 %	18,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	-3,7 %	-7,9 %	8,3 %	0,3 %	2,6 %	14,0 %	8,5 %	13,9 %	15,8 %	15,9 %

Lähde: Inderes

# Arvostus 1/2

## Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonnäytystä

Heeroksen arvonnäytys on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta ja SaaS-liiketoimintamallin ansaintalogiikasta. Yhtiön arvosta merkittävä osa perustuu odotuksiin kasvusta ja nousevasta kannattavuudesta.

Nojaamme Heeroksen arvonnäytöksessä enemmän kannattavuuden ja kasvun yhdistelmään ("Rule of 40"). Ohjelmistoalalla yleisesti käytetyssä menetelmässä lasketaan summaksi yhteen liikevaihdon kasvuprosentti ja suhteellinen kannattavuus (käyttäjistä riippuen käyttökate, liikevaihto, tulos tai vapaa rahavirta). Yli 40 %:a ylittävä summa katsotaan indikaattoriksi liiketoiminnan "hyvästä laadusta".

"Rule of 40" -mittari toimii SaaS-yhtiöille sikäli hyvin, että se huomio yhtiöiden strategisen tasapainottelun kasvupanostuksen ja kannattavuuden välillä. Käytämme Heeroksen arvostustason määrittämisessä "Rule of 40" -lukua laskettuna suhteellisella liikevoitolla, joka huomioi yhtiön aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistot.

Katsomme arvonnäytöksessä Heeroksen liikevaihtoa kokonaisuutena. Heeroksen liikevaihdosta vain murto-osa (noin 5 %) on palveluliikevaihtoa. Heeroksen verrokkiryhmän SaaS-yhtiöissä on palveluliiketoimintaa vaihtelevilla painoilla mukana, mikä heijastuu näiden yhtiöiden kannattavuuteen ja kasvuun ja parantaa siten yhtiöiden vertailukelpoisuutta.

## Arvostuskertoimet ovat yleisesti kohtuulliset

Heeroksen vuosien 2021-2022 ennustetut EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 3,1x ja 2,6x. Nämä kertoimet ovat absoluuttisesti koholla, mutta perusteltavissa toimialan ja yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymillä, skaalautuvalla liiketoimintamallilla sekä jatkuvien tuottojen tarjoamalla näkyvyydellä.

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

EV/Liikevaihto-kertoimilla Heeros on arvostettu vuonna 2021-2022 noin 50-60 % alle vertailuryhmän mediaaniin 8,1x-5,5x. Heerokselle ennustamamme kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2022e: 23 %) on verrokkien mediaaniin nähden 40 % matalampi (2022e: 39%), mikä puoltaa alennusta. Perusteltua alennusta kasvattaa nähdäksemme lisäksi Heeroksen verrokkiryhmää pienempi kokoluokka ja yhtiön kasvuvauhtiin liittyvät epävarmuudet. Alennus on mielestämme silti turhan tukeva, sillä näemme yhtiöllä varsin hyvät edellytykset yltää lähivuosille ennustamaamme kasvuun.

Heeros toteutti kuitenkin käänteen vuonna 2020 henkilöstöjärjestelyin, mikä mahdollistaa yhtiön arvostuksen peilaamisen myös tulos pohjaisten kertoimien näkökulmasta. Ennusteillamme

Heeroksen EV/EBIT -kertoimet ovat 32x-19x vuosina 2021-2022. Skaalautuvan kasvun jatkuessa vastaava kerroin olisi vuonna 2023 enää 13x, mikä on kasvavalle SaaS-yhtiölle jo hyvin houkutteleva, mikäli kasvu siis onnistuu.

## DCF-mallimme indikoi nousuvaraa

Heeroksen arvonnäytöksessämme rahavirtamallin (DCF) rooli on toimia arvonnäytöksien tarkistusasteena. Yhtiö on strategiakautensa alussa ja sen liiketoiminnan kehityksen ennustamisessa riskit ovat vielä koholla. Kassavirtamalli antaa kuitenkin hyvän indikaation ennustamamme perusskenaarioiden kassavirroille.

Päivitetyn DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,6 euroa. Terminaaliarvona odotamme liikevoiton olevan 25,0 % ja liikevaihdon kasvun 3,0 %. Mallissa terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on 55 %, mikä on kasvavalle SaaS-yhtiölle varsin tyyppillinen taso. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,4 % ja oman pääoman kustannus 11,2 %.

# Arvostus 2/2

## Skenaarioiden valossa nykyarvostus on hyvin houkutteleva, mutta näkyvyys niiden toteutumiseen on vielä rajallinen

Käytämme arvonmäärityksen tukena skenaarioita, joilla arvioimme Heeroksen arvostusta vuonna 2025. Peilaamme tästä muodostuvaa sijoittajan nykyhetkessä odottamaa vuotuista tuotto-odotusta kannettuihin riskeihin. Näkyvyys Heeroksen pitkän aikavälin kehitykseen on rajallinen johtuen vielä ohuista kasvunäytöistä, joten vuosi 2025 on hyvin kaukana oleva tukipiste yhtiön arvonmääritykselle. Skenaariot havainnollistavat kuitenkin hyvin yhtiön potentiaalia strategian toteutuksen onnistuessa.

Nykyennusteiden mukaisessa perusskenaariossa

Heeroksen liikevaihto kasvaa noin 9 % vuodessa. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus on houkutteleva 16 %, mutta ennusteriskit ovat koholla johtuen yhtiön vielä ohuista näytöistä kasvun osalta.

Pessimistisessä skenaariossa Heeroksen liikevaihto kasvaa keskimäärin vain noin 4 % vuodessa. Tämä olisi markkinan trendit huomioiden hyvin matala taso ja tarkoittaisi yhtiön kohtaavan merkittäviä ongelmia myynnissä ja tuotteensa kilpailukyvyyn ylläpidossa ja vahvistamisessa. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus on negatiivinen -2 %, mikä kuitenkin korostaa jatkuvan liikevaihdon sijoittajalle tuomaa turvaa.

Optimistisessä skenaariossa Heeroksen liikevaihto kasvaa keskimäärin noin 13 % vuodessa. Tässä

skenaariossa yhtiön strategian tavoitetaso, eli kohti 50 % nouseva liikevaihdon kasvu-%:in ja käyttökate-%:in summa vuonna 2023, saavutettaisiin vuonna 2025. Skenaario vaatisi yhtiöltä selvää kasvun vahvistumista, emmekä näe skenaarion olevan nykyhetkenä kovin todennäköinen. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus olisi kuitenkin erittäin houkutteleva 29 %.

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osaakekurssi	6,46	6,46	6,46
Osakemäärä, milj. kpl	4,46	4,46	4,46
Markkina-arvo	29	29	29
Yritysarvo (EV)	29	27	25
P/E (oik.)	36,0	20,3	16,1
P/E	36,0	20,3	16,1
P/Kassavirta	21,0	16,1	13,4
P/B	10,6	6,9	4,9
P/S	3,1	2,8	2,5
EV/Liikevaihto	3,1	2,6	2,2
EV/EBITDA (oik.)	13,4	10,2	8,1
EV/EBIT (oik.)	32,1	18,9	13,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

## Arvostuksen skenaarioanalyysi

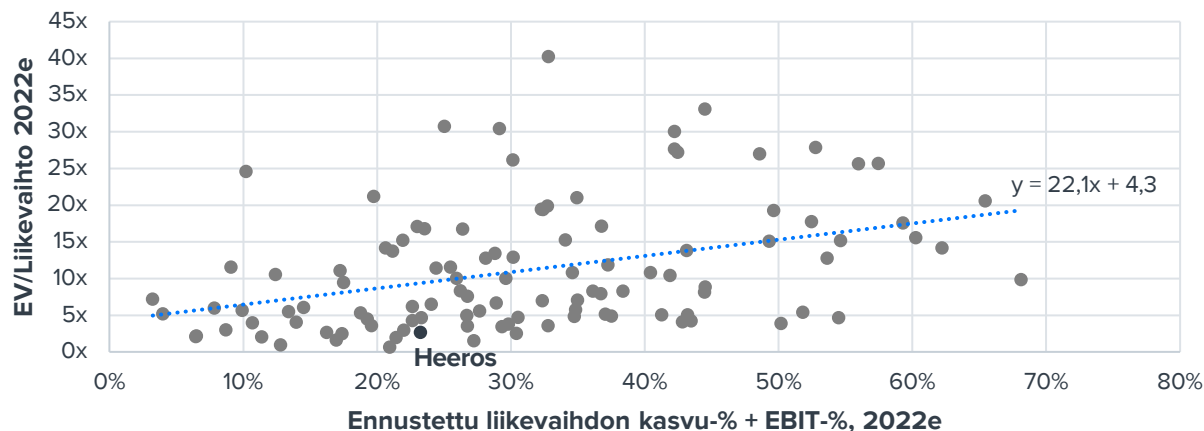
Vuonna 2025	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	4 %	8 %	12 %
Muuttuja liikevoitto-%	15 %	22 %	29 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	10,7	13,6	16,2
x kerroin liikevaihto	2,0	3,5	4,5
x kerroin liikevoitto	13	15	18
("Rule of 40")	19 %	30 %	41 %
= EV (EV/liikevaihto)	21	48	73
= EV (EV/liikevoitto)	21	45	85
Keskiarvo (EV)	21	46	79
+Nettokassa+osingot	5	9	13
=Markkina-arvo	26	55	92
Osaakekurssi 2025 (sis osingot)	5,9	12,4	20,6
Tuotto	-9 %	92 %	218 %
Vuotuinen tuotto (5v)	-2 %	16 %	29 %

Lähde: Inderes



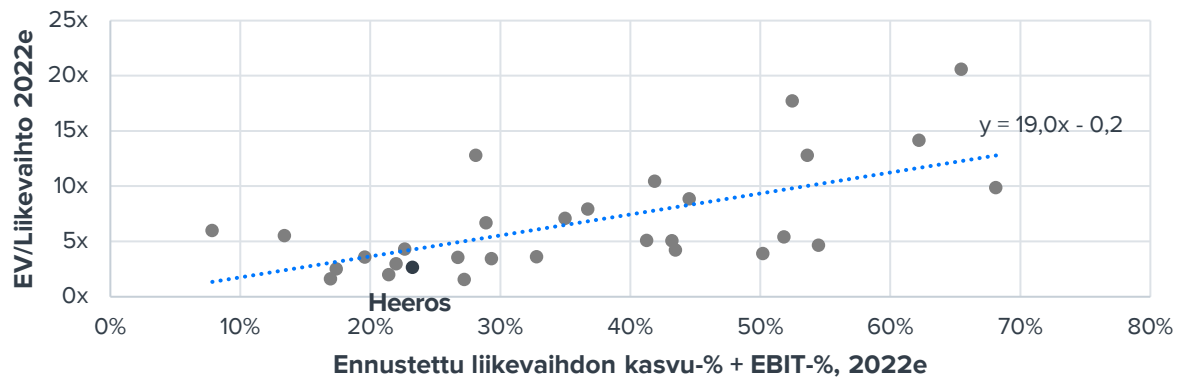
# Verrokkien liikevaihtokertoimet suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen

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



- Kansainvälisen SaaS-verrokkiryhmän arvostus on historiallisen korkealla
- Etenkin amerikkalaiset yhtiöt ansaitsevat eurooppalaisia toimijoita korkeammat kertoimet mm. huomattavasti suuremman kotimarkkinan ansiosta
- Heerosen selvä alennus globaaleihin verrokkeihin on looginen yhtiön pienen koon ja kehitysvaiheen takia

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

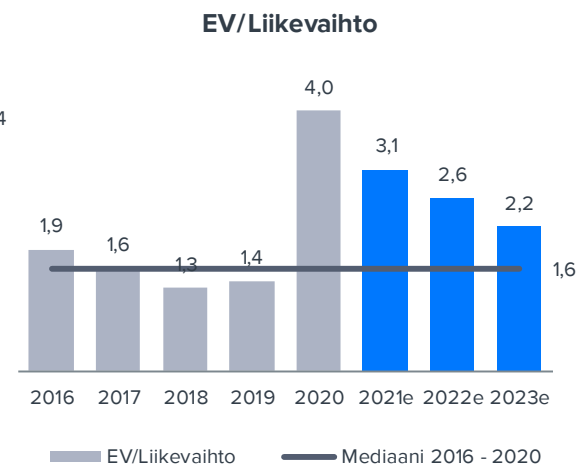
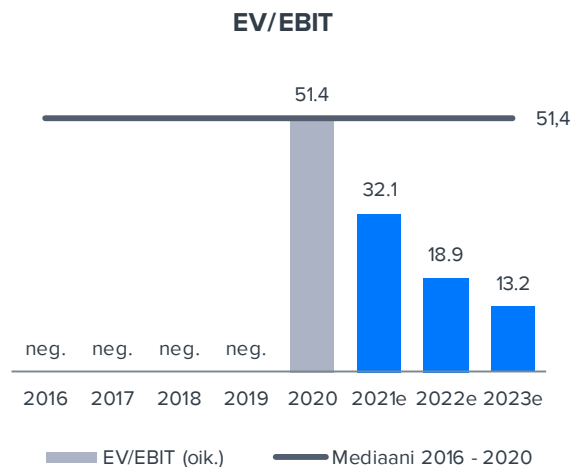
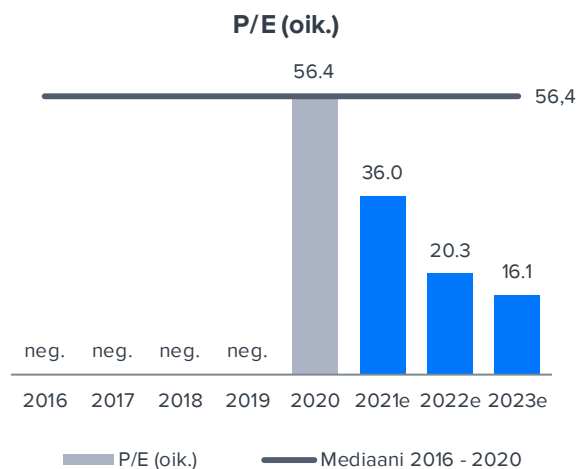


- Eurooppalaisen SaaS-verrokkiryhmän arvostus on selvästi kansainvälistä ryhmää maltillisempi
- Eurooppalainen verrokkiryhmä on koti- ja kohdemarkkinoiltaan lähempänä Heerosta, joskin yhtiö toimii pääasiassa Suomessa
- Heerosen alennus eurooppalaisiin verrokkeihin on mielestämme myös perusteltu yhtiön pienen koon, kohdemarkkinan (eurooppalaiset keskisuuret yhtiöt) ja kehitysvaiheen takia

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,05	2,52	2,02	2,22	7,50	6,46	6,46	6,46	6,46
Osakemäärä, milj. kpl	3,62	4,35	4,35	4,35	4,42	4,46	4,46	4,46	4,46
Markkina-arvo	13	11	8,8	9,8	33	29	29	29	29
Yritysarvo (EV)	12	11	10	12	35	29	27	25	23
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	56,4	36,0	20,3	16,1	14,6
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	36,0	20,3	16,1	14,6
P/Kassavirta	5,0	neg.	neg.	neg.	>100	21,0	16,1	13,4	12,3
P/B	3,9	4,4	4,4	5,4	17,4	10,6	6,9	4,9	3,6
P/S	2,0	1,5	1,1	1,1	3,8	3,1	2,8	2,5	2,3
EV/Liikevaihto	1,9	1,6	1,3	1,4	4,0	3,1	2,6	2,2	1,8
EV/EBITDA (oik.)	22,5	58,7	14,2	13,0	24,3	13,4	10,2	8,1	6,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	51,4	32,1	18,9	13,2	9,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2022e
Admicom Oyj	86,00	424	411	41,1	34,2	37,3	29,3	17,1	14,2	9 %	21 %	42 %	41 %	62 %
Artificial Solutions International AB	7,23	45	64					8,6	5,4	4 %	58 %	-58 %	-7 %	52 %
Basware Oyj	39,75	575	616	95,7	43,2	28,9	20,8	4,0	3,6	2 %	11 %	4 %	8 %	20 %
Briox AB	5,82	26	26					43,7	26,2	20 %	67 %	-367 %	-200 %	
Carasent ASA	33,10	216	197	80,2	52,7	47,1	35,2	16,6	12,8	70 %	29 %	21 %	24 %	54 %
Efecte Oyj	15,00	91	86	85,9	85,9	85,9	42,9	5,1	4,3	16 %	18 %	6 %	5 %	23 %
FormPipe Software AB	27,00	142	140	42,9	25,3	16,1	12,8	3,3	3,0	6 %	10 %	8 %	12 %	22 %
Fortnox AB	420,80	2529	2500	79,6	57,2	63,5	47,1	26,6	20,6	38 %	29 %	33 %	36 %	65 %
F-Secure Oyj	4,03	639	627	26,7	23,2	16,8	15,0	2,7	2,5	7 %	7 %	10 %	11 %	17 %
Irisity AB (publ)	55,40	141	136	105,9	12,3	37,2	10,4	13,5	4,1		227 %	13 %	34 %	261 %
Leaddesk Oyj*	21,70	115	110	110,5	55,2	27,6	22,1	4,2	3,5	86 %	23 %	4 %	6 %	29 %
Lime Technologies AB (publ)	325,60	426	427	44,9	34,9	30,9	25,5	10,6	8,9	21%	19 %	24 %	25 %	45 %
Merzell Holding AS	8,10	399	474	130,6	33,8	23,7	14,3	6,5	5,1		28 %	5 %	15 %	43 %
Qt Group Oyj	98,70	2475	2459	98,3	68,3	88,9	62,8	22,4	17,7	38 %	27 %	23 %	26 %	52 %
Safeture AB	10,50	31	28					7,9	5,1	29 %	56 %	-56 %	-14 %	41 %
Simcorp A/S	787,20	4289	4280	32,3	28,9	29,3	26,6	8,7	7,9	7 %	9 %	27 %	27 %	37 %
Sinch AB (publ)	144,00	10259	10057	88,9	43,0	71,5	34,6	6,7	4,7	98 %	44 %	8 %	11 %	54 %
Talend SA	65,53	1794	1769				1975,6	6,4	5,5	16 %	16 %	-7 %	-3 %	13 %
Talenom Oyj	14,28	624	659	42,2	34,2	23,8	20,4	8,1	7,1	24 %	14 %	19 %	21 %	35 %
Varonis Systems Inc	58,17	5368	4860	699,3	212,9	301,1	139,4	15,6	12,8	31%	22 %	2 %	6 %	28 %
Vitec Software Group AB (publ)	354,00	1046	1122	41,9	34,3	20,5	18,0	7,3	6,7	22 %	9 %	17 %	19 %	29 %
<b>Heeros (Inderes)</b>	<b>6,46</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>32,1</b>	<b>18,9</b>	<b>13,4</b>	<b>10,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>7 %</b>	<b>9 %</b>	<b>10 %</b>	<b>14 %</b>	<b>23 %</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>108,6</b>	<b>51,7</b>	<b>55,9</b>	<b>141,8</b>	<b>11,7</b>	<b>8,6</b>	<b>29 %</b>	<b>35 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>5 %</b>	<b>49 %</b>
<b>Mediaani</b>				<b>80,2</b>	<b>34,9</b>	<b>30,9</b>	<b>26,0</b>	<b>8,1</b>	<b>5,5</b>	<b>21 %</b>	<b>22 %</b>	<b>8 %</b>	<b>12 %</b>	<b>39 %</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-60 %</b>	<b>-46 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>-61%</b>	<b>-62 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>-66 %</b>	<b>-58%</b>	<b>26 %</b>	<b>19 %</b>	<b>-40 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. \*LeadDeskin kasvunusteet oikaistu orgaaniseksi.

# DCF-laskelma

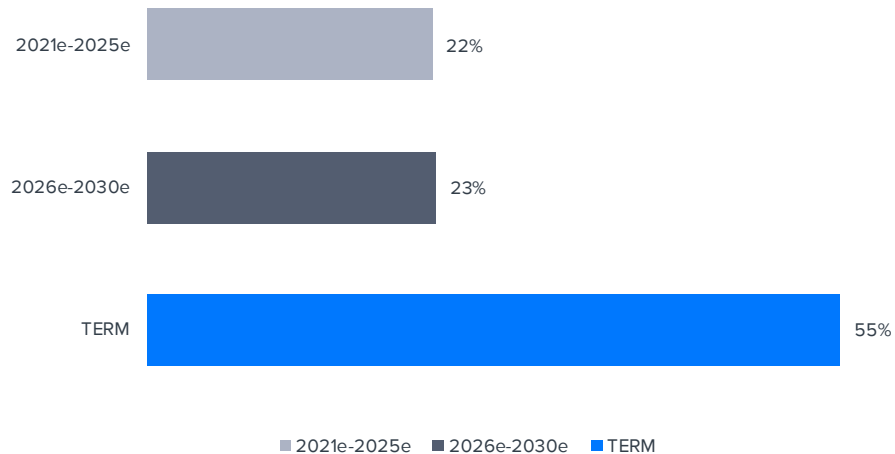
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	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	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	
+ 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	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	
+/- Muut	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,3	1,4	1,8	2,2	2,3	2,7	2,9	3,2	3,5	3,6	3,5	49,2
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>19,2</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,1	33,8	32,3	30,6	28,9	27,2	25,5	23,8	22,2	20,6	19,2
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>35,1</b>										
- Korolliset velat		-2,0										
+ Rahavarat		0,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>33,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,6</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,50 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,4 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	4,6	4,4	4,1	3,9	3,7
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,8</b>
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	1,0	0,7	0,8	0,9	1,0
Likvidit varat	0,1	0,6	0,7	1,7	3,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>5,9</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-2,7	-2,7	-1,9	-0,5	1,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,4	4,6	4,6	4,6	4,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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	1,5	0,4	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,5	0,4	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,7	1,9	2,2	2,4	2,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	8,0	8,6	8,8	<b>9,4</b>	<b>10,2</b>	EPS (raportoitu)	-0,12	-0,07	0,00	<b>0,18</b>	<b>0,32</b>
Käyttökate	0,7	0,9	1,4	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	EPS (oikaistu)	-0,12	-0,07	0,13	<b>0,18</b>	<b>0,32</b>
Liikevoitto	-0,3	-0,2	0,2	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	Operat. kassavirta / osake	0,16	0,11	0,40	<b>0,53</b>	<b>0,62</b>
Voitto ennen veroja	-0,5	-0,3	0,1	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,17	-0,17	0,07	<b>0,31</b>	<b>0,40</b>
Nettovoitto	-0,5	-0,3	-0,5	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	Omapääoma / osake	0,46	0,41	0,44	<b>0,61</b>	<b>0,93</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,5	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	6,2	5,8	5,8	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	8 %	2 %	<b>7 %</b>	<b>9 %</b>
Oma pääoma	2,0	1,8	1,9	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	Käyttökateen kasvu-%	269 %	28 %	57 %	<b>50 %</b>	<b>23 %</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-60 %	-39 %	-456 %	<b>33 %</b>	<b>59 %</b>
Nettovelat	1,4	2,1	1,3	<b>0,1</b>	<b>-1,7</b>	EPS oik. kasvu-%	-42 %	-38 %	-283 %	<b>35 %</b>	<b>77 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	8,9 %	10,6 %	16,3 %	<b>22,9 %</b>	<b>25,9 %</b>
Käyttökate	0,7	0,9	1,4	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	Oik. Liikevoitto-%	-3,9 %	-2,2 %	7,7 %	<b>9,6 %</b>	<b>14,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	-0,4	0,4	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	Liikevoitto-%	-3,9 %	-2,2 %	2,3 %	<b>9,6 %</b>	<b>14,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	0,7	0,5	1,8	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	ROE-%	-22,6 %	-16,7 %	1,2 %	<b>34,4 %</b>	<b>41,3 %</b>
Investoinnit	-1,4	-1,2	-1,0	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	ROI-%	-8,5 %	-4,7 %	5,1 %	<b>24,2 %</b>	<b>37,2 %</b>
Vapaa kassavirta	-0,7	-0,8	0,3	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	Omavaraisuusaste	32,1 %	31,4 %	33,3 %	<b>47,7 %</b>	<b>63,8 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	69,1 %	117,8 %	67,9 %	<b>3,0 %</b>	<b>-40,9 %</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Räisänen Pekka Hannu	9,7 %
Lattu Matti	8,8 %
Visio Asset Management	8,0 %
Skogberg Ville	7,8 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö ELO	7,4 %
Kauppi Marko	6,2 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	4,0	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>
EV/EBITDA (oik.)	14,2	13,0	24,3	<b>13,4</b>	<b>10,2</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	51,4	<b>32,1</b>	<b>18,9</b>
P/E (oik.)	neg.	neg.	56,4	<b>36,0</b>	<b>20,3</b>
P/B	4,4	5,4	17,4	<b>10,6</b>	<b>6,9</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21/08/2019	Vähennä	2,10 €	2,10 €
02/10/2019	Vähennä	2,10 €	2,22 €
13/02/2020	Vähennä	2,50 €	2,62 €
13/08/2020	Lisää	3,10 €	2,90 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
30/10/2020	Lisää	4,20 €	3,74 €
09/12/2020	Vähennä	4,60 €	5,70 €
29/12/2020	Vähennä	7,00 €	7,95 €
11/02/2021	Lisää	8,00 €	7,20 €
23/04/2021	Lisää	8,00 €	7,06 €
01/07/2021	Lisää	7,50 €	6,46 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**