

Heeros

Laaja raportti

4.4.2023 08:20



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



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvua rakentamassa laajemmalla tuoteperheellä

Heeros tarjoaa yritysohjelmistoja pääasiassa suomalaisille pk-yrityksille. Yhtiön kasvutarina on nähdäksemme ottanut askeleen kiinnostavampaan suuntaan tuotetarjonnan laajenemisen kautta ja strategian onnistumisen edellytykset näyttävät mielestämme aiempaa paremmilta. Osakkeen nykyarvostus (2023e EV/S 2,4x) olisi kasvun piristyessä perusteltavissa, mutta ei mielestämme kompensoi vielä riittävästi kasvun onnistumiseen liittyviä riskejä. Nostamme tavoitehintamme 4,4 euroon (aik 3,8 €) ja suosituksemme kurssilaskun myötä vähennä-tasolle (aik. myy).

Heeroksen modulaarinen SaaS-tuoteperhe kattaa pk-yritysten keskeiset liiketoimintaprosessit

Heeroksen ohjelmistot kehitettiin alun perin ostolaskujen hallinnan ympärille, mikä on edelleen yhtiön tuoteperheen vahvuuksia. Tänä päivänä tuoteperhe kattaa taloushallinnon lisäksi henkilöstöhallinnon ja toiminnanohjauksen ohjelmistot. Yhtiö tarjoaa ohjelmistojaan pienille ja keskisuurille (<250 henkeä) yrityksille suoraan ja tilitoimistojen kautta. Asiakkaat voivat valita tuoteperheestä haluamansa moduulit ja halutessaan hyödyntää valmiita integraatioita yhdistääkseen ne muiden toimittajien järjestelmiin. Heeroksen tulovirrat ovat lähes puhtaasti jatkuvia (2022: 93 % liikevaihdosta), ja yhtiö on tarjonnut perustamisestaan lähtien tuotettaan selainpohjaisena SaaS-mallilla. Yhtiö on todistanut liiketoimintamallinsa skaalautumiskyvyn vuosien 2017-2022 merkittävällä kannattavuuskäanteellä.

Yritysohjelmistomarkkinalla on hyvät kasvunäkymät, joita Heeros pyrkii hyödyntämään laajalla tuoteperheellä

Etenkin pilvipohjaisten yritysohjelmistojen markkinoilla on Euroopassa selvät kasvutrendit, sillä digitalisaation ja automatisaation aste on etenkin pienemmissä ja keskisuurissa (<250 henkilön) yhtiöissä matala. Heeros on markkinoillaan kohdesegmenteissään kokoluokkansa puolesta haastaja. Yhtiö hakee kilpailuetua laajan (taloushallinto, ERP, henkilöstöhallinto), joustavasti integroituvan ja kansainvälistymistä tukevan ohjelmistotarjonnan kautta. Heeros on tehnyt strategiallaan jo varsin hyvää jälkeä nykyisten asiakkaidensa laajennuksissa (NRR Q4'22: 109 %). Keskeisin näytön paikka taas on mielestämme uusasiakashankinnan vahvistamisessa.

Ennustamme heikomman kasvusyklin jatkuvan ja kannattavuuden piristyvän vuonna 2023

Ennusteemme nojaavat asiakaslaajennusten (Q4'22 NRR 109 %) ajamaan kasvuun ja varovaisempiin odotuksiin transaktiotulojen sekä uusasiakasmyyntin ja projektitulojen kehityksestä. Arvioimme yhtiön pelaavan haastavassa markkinassa lyhyellä tähtäimellä puolustuspelejä priorisoiden kannattavuutta. Ennustamme Heeroksen kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summan olevan vuonna 2023 ohjeistusta (30 % taso) lievästi varovaisempi 26 % (2022 orgaanisesti: ~25 %). Haastavan syklin yli ennusteemme vuosien 2023-2027 orgaaniselle kasvulle ovat n. 8 % vuodessa (CAGR), mikä edellyttää etenkin nykyasiakkaiden laajennusmyyntin jatkuvan hyvällä tasolla.

Arvostus kompensoi ohuenlaisesti strategian onnistumisen riskejä

Heeroksen arvostus nojaa nähdäksemme skaalautuvaan kasvuun (myyntikate-%: 85 %). Haemme arvostuksen tukipistettä kasvuinvestointien kohottamien tuloskerroimien (23-24e oik. EV/EBIT 33-22x) takia liikevaihtokertoimista. Yhtiön liikevaihtokerroin (23e EV/S 2,4x, 24e kasvu + oik. EBIT-%: 19 %) on yhtiön kasvun ja kannattavuuden näkymään nähden edelleen kireä absoluuttisesti ja verrokkien mediaaniin (23e EV/S 4,3x, 24e kasvu + oik. EBIT-%: 31 %) peilattuna. Yhtiön strategian onnistuessa odotuksiamme paremmin näemme osakkeessa selvää potentiaalia (DCF-skenaariot 2,8-8,7 €/osake), mutta potentiaaliin nojataksemme yhtiöltä tulisi mielestämme nähdä selvempiä näyttöjä liiketoiminnan kääntymisestä viime vuosia selvästi vahvempaan skaalautuvaan kasvuun.

Suositus

Vähennä

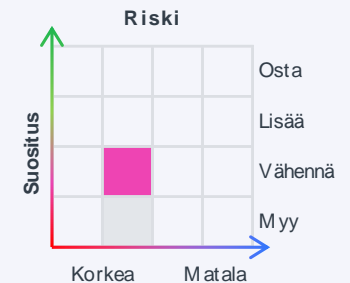
(aik. Myy)

4,40 EUR

(aik. 3,80 EUR)

Osakekurssi:

5,00



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	11,1	11,6	12,7	13,7
kasvu-%	20 %	5 %	9 %	9 %
Käyttökate	2,0	2,5	3,0	3,5
Käyttökate-%	18 %	22 %	23 %	25 %
EBIT oik.	0,3	0,8	1,2	1,6
EBIT-% oik.	3,0 %	7,3 %	9,6 %	12,0 %
Nettotulos	-0,4	0,1	0,4	0,8
EPS (oik.)	0,03	0,13	0,19	0,26

P/E (oik.)	>100	39,0	26,3	19,4
EV/EBIT (oik.)	>100	32,9	22,2	15,5
EV/EBITDA	17,3	11,1	9,1	7,4
EV/Liikevaihto	3,1	2,4	2,1	1,9

Osinkotuotto-%

Ohjeistus

(Ennallaan)

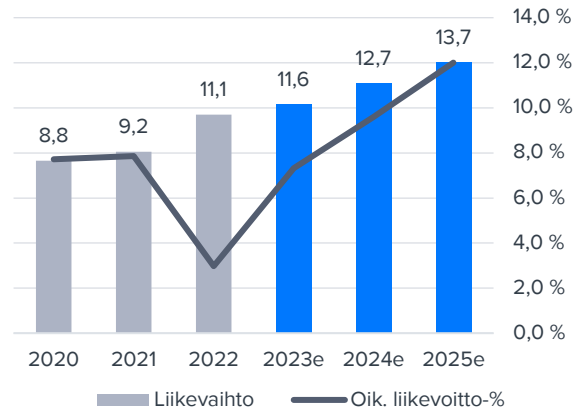
Heeros arvioi, että käyttökateprosentin (EBITDA, %:a liikevaihdosta) ja liikevaihdon kasvuprosentin yhteissumma (Rule of 40) on 30 %:in tasolla tilikaudella 2023.

Osakekurssi



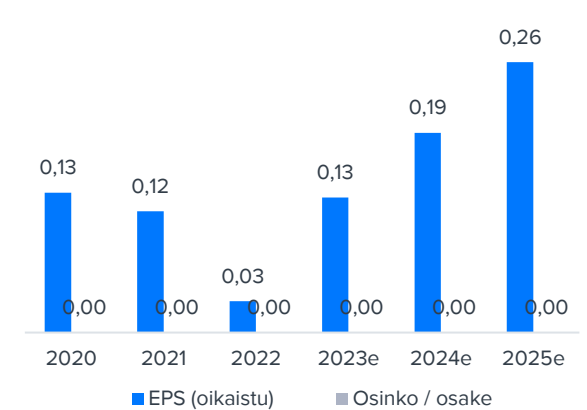
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinoilla hyvät kasvunäkymät pk-yritysten kasvattaessa automaatiota ja siirtyessä pilvipohjaisiin ratkaisuihin
- Laaja olemassa oleva asiakaskunta, jossa paljon lisämyyntipotentiaalia nykyisellä laajemmalla tuoteportfoliolla
- 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 taloushallinnon ohjelmistoissa ja tilitoimistoalan konsolidaatio voi muuttaa kilpailuasetelmaa ja pienentää kohdemarkkinaa
- Pienemmät resurssit ja matalampi investointikyky suhteessa pääkilpailijoihin voi heikentää tuotteen kilpailukykyä pitkällä tähtäimellä
- Tavoiteltu kasvu voi realisoitua odotettua heikompana ja kannattavuus jäädä odotuksista. Osakkeen arvostus on herkkä näiden tekijöiden muutoksille.
- Kansainvälisten kasvupanostuksien epäonnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,00	5,00	5,00
Osakemäärä, milj. kpl	5,23	5,23	5,23
Markkina-arvo	26	26	26
Yritysarvo (EV)	28	27	25
P/E (oik.)	39,0	26,3	19,4
P/E	>100	59,9	33,2
P/Kassavirta	31,0	23,0	17,0
P/B	3,8	3,6	3,2
P/S	2,3	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	2,4	2,1	1,9
EV/EBITDA (oik.)	11,1	9,1	7,4
EV/EBIT (oik.)	32,9	22,2	15,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Heeros lyhyesti

Yhteenveto ja keskeiset luvut

Heeros kehittää ja markkinoi digitaalisia yritysohjelmistoja. Yhtiö toimittaa ohjelmistot modulaarisesti SaaS-palvelumallilla, jolloin asiakas voi valita itselleen vain tarvitsemansa toiminnallisuudet.

2000

Perustamisvuosi

2016

Listautuminen

11,1 MEUR (+20% vs. 2021)

Liikevaihto 2022

+7 % 2016-2022

Liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen orgaaninen kasvu (Inderes arvio)

2,0 / 0,3 MEUR (18 % / 3 % lv:sta)

Käyttökate / EBITA 2022

95 työntekijää (2021: 78)

2022 keskimäärin

Yli 20 maata,

joissa asiakkaita palvelaan

~18 100 asiakasta

2022 lopussa

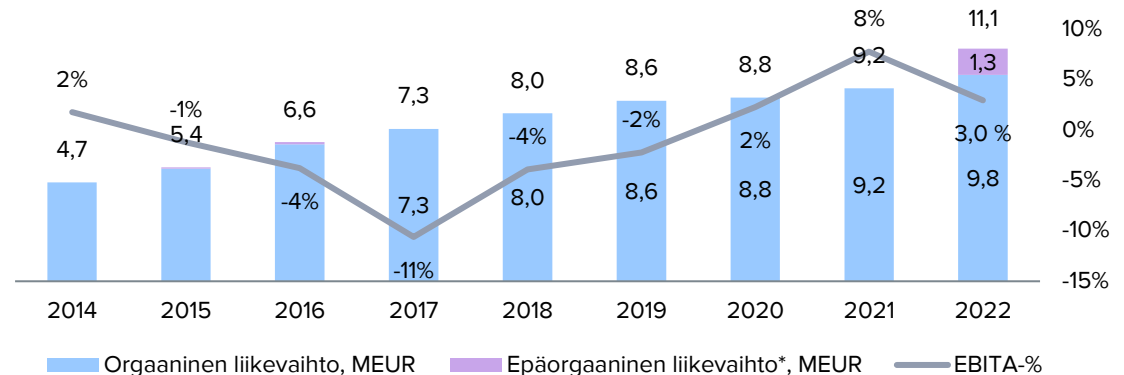
Lähde: Heeros, Inderes

Heeros on tehnyt kannattavuuskäänteen ja laajentunut taloushallinnosta yritysohjelmistoihin

Lähihistorian keskeiset tapahtumat

- | 2014-2017 | 2018-2020 | 2021- |
|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">Yhtiö kasvaa listaamattomana ja rajallisin resursseinHeeros kehittää jatkuvasti tuoteperhettäYhtiö fokusoituu vahvasti tilitoimisto-asiakkaisiinHeeros listautuu (2016) ja kerää rahaa kansainvälistymiseenYhtiö aloittaa voimakkaamat kasvuinvestoinnitYhtiö jää kasvutavoitteistaan ja kannattavuus sekä kassatilanne heikkeneeSuoriin asiakkuuksiin aletaan panostamaan vahvemmin | <ul style="list-style-type: none">Yhtiö tarkentaa strategiaa ja keskittyy tuotteen integroitavuuteen ja asiakastyytyvyyteenTaloudellinen tilanne parani rahoituksen myötäKasvu ei vahvistu kohti 20 %:n tavoitetta, painopistettä siirretään vahvemmin myyntiinHeeroksen johtoa uudistetaanOrganisaatiota järjestellään uudelleen ja kannattavuus piristyy H2/20 aikana merkittävästiYhtiö palaa juurilleen panostamalla ostoja myyntilasku-ratkaisuun ja ottaa prioriteetiksi käyttökokemuksen erityisesti mobiilissa. Tavoitteeksi vuonna 2023 kohti 50 %:a nouseva käyttökate-%:n ja liikevaihdon kasvu-%:n summa. | <ul style="list-style-type: none">Asiantuntija-organisaatioille ERP-ohjelmistoja tarjoavan Taimerin yritysostoStrateginen muutos kohti kokonaisvaltaista yritysohjelmistojen tarjoajaa aloitetaanKäyttökate-%:n ja liikevaihdon kasvu-%:n summa jää tavoitteesta (2023: kohti 50 %), pitkän aikavälin tavoitteeksi asetetaan pysyvästi yli 40 %:n summa. |

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys, MEUR



Lähde: Inderes. *Inderes arvio, Heeros ei ole raportoinut epäorganaisen kasvun vaikutusta liikevaihtoon.

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	12-13
Markkinat ja kilpailukenttä	14-18
Strategia	19-21
Taloudellinen tilanne	22-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-33
Taulukot	34-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Heeros tehostaa pk-yritysten liiketoimintaa modulaarisella SaaS-ohjelmistolla

Heeros on vuonna 2000 perustettu ohjelmistoyhtiö, joka kehittää ja markkinoi yritysohjelmistoratkaisuja. Yhtiö tarjoaa pilvipalveluna (SaaS) yritysohjelmistoja liiketoimintaprosessien tehostamiseen. Tuoteportfolio kattaa taloushallinnon lisäksi toiminnanohjauksen ja henkilöstöhallinnon ratkaisut sekä itsepalveluratkaisut pienyrityksille.

Heeros toimii pääasiassa Suomessa, jossa se on varsin hajanaisella markkinalla pienten ja keskiuurten yritysten segmentissä yksi 6 suurimmasta taloushallinnon ohjelmistoratkaisujen toimittajasta. Yhtiö tukee suomalaisia yhtiöitä myös näiden kansainvälisen liiketoiminnan parissa. Heeros on lisäksi tehnyt vuosia suoria panostuksia Hollannin ja Ruotsin markkinoihin, mutta liikevaihto muilta kuin Suomessa päämajaa pitäviltä yhtiöiltä on vähäistä.

Heeroksen ohjelmistoja käyttää loppukäyttäjinä noin 18 100 yritystä (2022 loppu) ja yhteisöä. Nähdäksemme yksikään yhtiön asiakkaista ei muodosta merkittävää osaa sen liikevaihdosta.

Heeroksen tuoteperhe laajenee taloushallinnosta pk-yritysten yritysohjelmistoihin

Perimältään Heeroksen tuoteperhe on taloushallinnon ohjelmisto yritysten ja organisaatioiden taloushallinnon prosessien ja rutiinien digitalisointiin ja automatisointiin. Vuodesta 2021 alkaen Heeros on laajentanut tuoteportfolioansa kattamaan laajemman osa pk-yritysten ohjelmistotarpeista. Nykyistä tarjoomaansa yhtiö kutsuu nimellä Heeros Business Management Cloud, joka jakaantuu neljään kokonaisuuteen: taloushallinto, toiminnanohjaus, henkilöstöhallinto ja

pienyritykset.

Yhtiön päätuote on toisiinsa nopeasti integroitavista ohjelmistomoduuleista koostuva kokonaisratkaisu. Asiakas voi ottaa käyttöönsä joko yksittäisen liiketoimintaprosessin kattavan ratkaisun tai laajemmin organisaation taloushallintoon tarvittavia sovelluksia, asiantuntijaorganisaatioille suunnatun ERP-järjestelmän ja henkilöstöhallinnon ratkaisut palkanlaskentaan sekä HR-järjestelmän. Heeroksen taloushallinnon ohjelmistoratkaisua täydentää lisäksi integraatiomoduli, jolla voidaan luoda yhteydet muiden ohjelmistotoimittajien järjestelmiin, viranomaisiin, sekä yleisempien toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) rajapintoihin. Heeroksen käyttö ei siten pakota asiakasta käyttämään yhtiön omia tuotteita vaan mahdollistaa halutun kokonaisuuden rakentamisen asiakkaan tarpeen mukaan.

Tuoteperheestä taloushallinnon alle luokiteltavat tuotteet muodostavat arviomme mukaan yhä selkeästi merkittävimmän osan Heeroksen liikevaihdosta (noin 75-80 % vuoden 2022 liikevaihdosta). Toiminnanohjaustuotteet muodostavat arviomme mukaan noin 10-15 % ja henkilöstöhallinnon tuotteet noin 5-10 %. Pienyrityskategorian tuotteet tulevat mukaan käytännössä vuodesta 2023 alkaen ja sisältävät käytännössä valittuja osia yllä mainituista kokonaisuuksista.

Ohjelmistoratkaisujen lisäksi Heeros tarjoaa erilaisia palveluita, jotka muodostavat noin 7 % 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 tämän

Heeros

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma* 2022



Suomi
>95 %*



Hollanti ja
Ruotsi
<5 %*

Toimintamaat, henkilöstön määrä 2022 lopussa



Yhteensä 92 henkilöä:

- Suomi 91
- Hollanti 1
- Ruotsi -

Lähde: Heeros, *Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

historian takia, 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 laskuratkaisut myös Suomen ulkopuolella. Heeros palvelee asiakkaitaan yli 20 eri maassa, joskin Suomen ulkopuolisilta yhtiöltä tuloutettu liikevaihto itsessään on arviomme mukaan vähäistä. Vuoden 2022 lopussa Heeroksella oli noin 200 ulkomailla liiketoimintaa harjoittavaa asiakasta.

Heeroksen tuotteen laajuus on nähdäksemme optimoitu pieniä ja keskisuuria yhtiöitä ajatellen. Yhtiön keihäänkärkituotteet ovat erityisesti osto- ja myyntilaskujen hallinta sekä ePalkkaratkaisu ja toiminnanohjausohjelmisto asiantuntijayrityksille. Lisäksi Heeros pyrkii erottautumaan erinomaisella asiakaspalvelulla, eikä käytä asiantuntijapalveluissaan juurikaan kolmansia osapuolia.

Muutos kokonaisvaltaiseksi yritysohjelmistojen tarjoajaksi on vielä varsin tuore. Heeros hankki vuoden 2021 lopulla vuonna 2013 perustetun Taimerin, joka tarjoaa asiantuntijayhtiöiden (PSA, professional services automation) toiminnanohjaukseen (ERP) keskittyvää ohjelmistoa. Nykyisen Heeros PSA-ratkaisun kohdetoimialoja ovat erityisesti markkinointi- ja media-, konsultti-, arkkitehti- ja tilitoimistoyritykset. Heeroksen nykyinen tarjoama onkin aiempaa kokonaisvaltaisempi yritysohjelmistoratkaisu (Heeros Business Management Cloud).

Heeros on kehittänyt Heeros HR-järjestelmän (lanseerattiin 10/22) osana sen palkkaratkaisujen

kehitystä ja se toimiikin yhdessä Heeros palkanlaskentaohjelman kanssa. Heeros ulkoisti vuoden 2020 lopulla ePalkat-ratkaisunsa ylläpidon ja kehittämisen eSalary Evolution Oy:lle, joka on vastuussa koko henkilöstöhallinnon tuoteperheen kehittämisestä. Tiimi toimii kuitenkin kiinteänä osana Heerosta. Heeros omistaa yhtiöstä 49 %.

Heeros toi myös loppuvuodesta 2022 1-10 henkilön yrityksen tarpeisiin suunnatun Heeros Small Business -ohjelmiston. Se on kokonaisvaltainen ja yrityksen kasvun mukana skaalautuva ratkaisu tehokkaaseen laskutukseen, työajan seurantaan sekä tarjousten ja resurssien hallintaan.

Heeroksen ohjelmistoratkaisu on syntyperältään täysverinen selainpohjainen ja modulaarinen SaaS-ohjelmisto, mikä on ollut 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 siirtyä SaaS-malliin on usein vaikea ja taloudellisesti kivulias, koska se vaatii muutoksia esimerkiksi kulttuuriin, asiakkaiden ja ohjelmistotoimittajan prosesseihin, teknologiaan ja liikevaihdon tuloutumiseen. Nykyään SaaS-malli alkaa kuitenkin olemaan jo ohjelmistoissa arkipäivää.

Suoramyyntin merkitys kasvanut viime vuosina

Heeroksella on kahdentyyppisiä asiakkaita: suorat asiakkaat (noin 1/2 liikevaihdosta) ja tilitoimistoasiakkaat (noin 1/2 liikevaihdosta). Heeroksen myyntiorganisaatio tekee myyntiä sekä tilitoimistoille että suorille asiakkaille. Lisäksi Heeros pyrkii laajenemaan kansainvälisesti ratkaisukumppanien (esim. OpenText) kanssa ja

Heeroksen tuoteperheen moduulit

Taloushallinto	# Raportointi	# Ostolaskut
	# Pankki	# Myyntilaskut
	# Kirjanpito	# Arkisto
	# eTosite	# Mobiili
Henkilöstöhallinto	# ePalkat	# Heeros HR
Toiminnanohjaus (ERP)	# Heeros PSA** ERP	# ERP Connector
Pienyritykset	# Heeros Small Business	
Integraatiot kumppaniratkaisuihin		

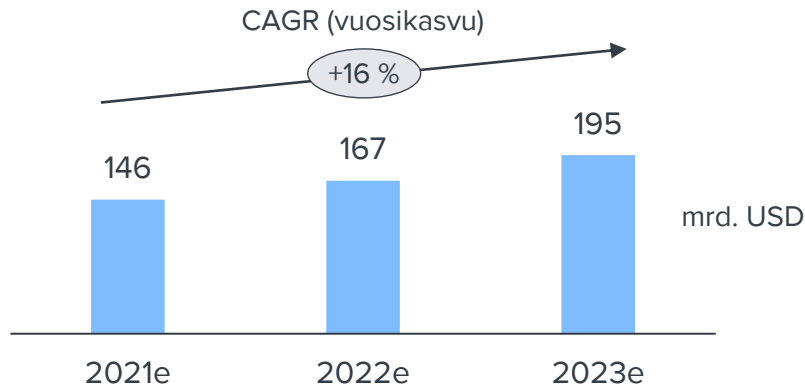
Maksuja / kk ePalkoissa



Lähde: Heeros, Inderes arvio,
**Asiantuntijayhtiöille suunnattu

Heeros on toiminut SaaS-mallilla koko historiansa

Kansainvälisen SaaS-ohjelmistojen markkinan odotetaan kasvavan vahvasti lähivuosina



Lähde: Gartner (10/2022)

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

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

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

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

Lähde: Inderes, Gartner

SaaS-mallilla on selviä etuja kaikille osapuolille

Sijoittaja

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

➤ Korkeammat arvostustasot

Ohjelmistotoimittaja

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

➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

Asiakas

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

➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

palvelee mikroyrityksiä itsepalvelumyynnin kautta nettisivuiltaan. Yhtiön uusmyynti ja laajennusmyynti (Customer success) nykyisille asiakkaille on eriytetty.

Tilitoimistoasiakkaissa Heeros myy tuotteitaan tilitoimistojen kautta pääasiassa hieman pienemmille yhtiöille (10-100 henkeä tai <10 MEUR liikevaihto) ja laskuttaa tilitoimistoa siltä osin, kun tilitoimiston asiakkaat käyttävät Heeroksen ratkaisua. Tilitoimistot ovat yhtiölle skaalautuvaa kumppanimyyntiä. Tilitoimisto tekee itse sopimuksen loppuasiakkaan kanssa ja 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 vuosisyklissä paras myynti-ikkuna on Q2- ja Q4-neljänneksinä.

Tilitoimistokumppanit tarjoavat ohjelmiston lisäksi taloushallinnon palveluita, jolloin tilitoimisto toimii myös Heeroksen ohjelmiston käyttäjänä. Heeros ei tarjoa vastaavia palveluita, joten se ei kilpaile tilitoimistojen kanssa vaikka se tarjoakin ohjelmistoaan myös suoraan loppuasiakkaille. Yhtiön kohdeasiakaskuntaa ovat tilitoimistoissa erityisesti pienet ja keski-suuret 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).

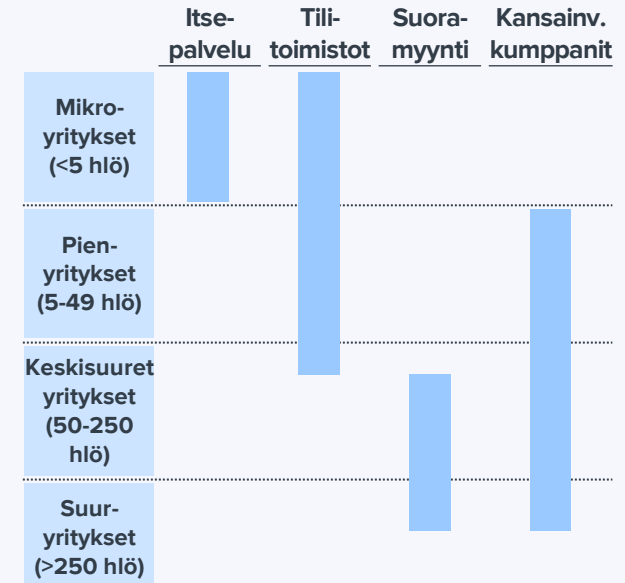
Heeroksen myynti oli aiemmin painottunut vahvasti tilitoimistomyyntiin, sillä se tarjoaa yhtiölle skaalautuvan väylän loppuasiakaskuntaan. Heeroksen liiketoimintamalli on rakennettu siten, että tilitoimistot pystyvät hankkimaan itsenäisesti uusia asiakkaita yhtiön ohjelmistojen käyttäjiksi ja laajentamaan asiakkaiden ratkaisujen käyttöä. Myynnin painopistettä on yhtiön strategiassa 2021 alkaen siirretty suoriin asiakkuuksiin.

Suorissa asiakkaissa Heeros myy ratkaisun suoraan asiakasyritykselle, joka on tyypillisesti keski-suuri yritys tai hieman pienempi suuryritys (100-500 henkeä tai 10-100 MEUR liikevaihto). 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 asiakkaan ollessa tuotannossa.

Heeroksen suoramyynti tavoittelee kotimaassa pääasiassa keski-suuria organisaatioita, joilla taloushallintoa ei ole laajalti ulkoistettu tilitoimistoille. Kokonaisratkaisua käyttävien suorien asiakkuuksien liikevaihto on kokoluokaltaan tyypillisesti alle tuhannessa eurossa kuukaudessa, mutta esimerkiksi pelkkää kirjanpidon moduulia käyttävän asiakkuuden koko on tästä vain murto-osa.

Heeroksen modulaarisuus tarjoaa sille suorissa

Myyntikanavat



Lähde: Inderes

Esimerkkejä Heeroksen asiakkaista



Yhteensä ~18100 asiakasta (2022)

Lähde: Heeros

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

asiakkuuksissa tärkeän kilpailuedun, sillä asiakas voi liittää vain yhden osan ohjelmistoa esimerkiksi erp-järjestelmäänsä. Lisäksi Heeros on hinnaltaan kilpailukykyinen asiakkaalle, joka käsittelee suuria transaktiovolyymejä.

Heerosen tulovirrat ovat lähes puhtaasti jatkuvia

Heerosen liiketoimintamallin tulovirrat jakautuvat pääasiassa kahteen ryhmään: jatkuvaan ja ei-jatkuvaan liikevaihtoon. Heeros tarjoaa tuotteitaan helposti käyttöön otettavina SaaS-ratkaisuihin, joten palveluiden osuus on varsin vähäistä ja jatkuva liikevaihto muodostaa lähes koko yhtiön liikevaihdon (2022: 93 % liikevaihdosta). Jatkuva liikevaihto muodostuu kvartaaleittain etukäteen laskutettavista SaaS-lisenssituloista (=sopimusliikevaihto, 2022: 71 % jatkuvasta liikevaihdosta) ja transaktiotuotoista (2022: 22 %), jotka veloitetaan asiakkailta pääsääntöisesti kuukausittain käytön mukaan.

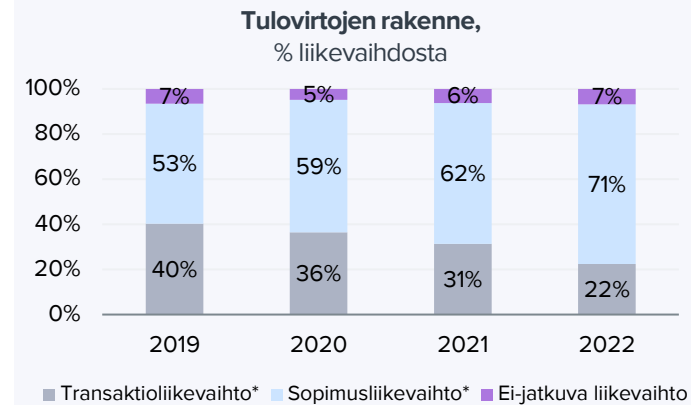
Sopimusliikevaihtoa tuottavien SaaS-lisenssien ja pakettien hinta koostuu perusmaksusta sekä käytössä olevien moduulien tyypin ja lukumäärän mukaan määräytyvästä lisämaksusta. Lisenssitulot ovat pääasiassa hyvin vakaita tulovirtoja, ja niiden kehitystä ohjaa pääasiassa asiakasmäärän kasvu ja tuotelaajennusten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

Transaktiotuotot veloitetaan asiakkailta transaktioiden lukumäärän perusteella. Transaktioihin lasketaan mm. osto- ja myyntilaskut, matkalaskut ja maksumuistutukset. Transaktiotuotot ovat luonteeltaan vaihtelevampia ja niihin vaikuttavat asiakasmäärän lisäksi yleinen taloudellinen aktiviteetti. Esimerkiksi koronakriisi vuonna 2020

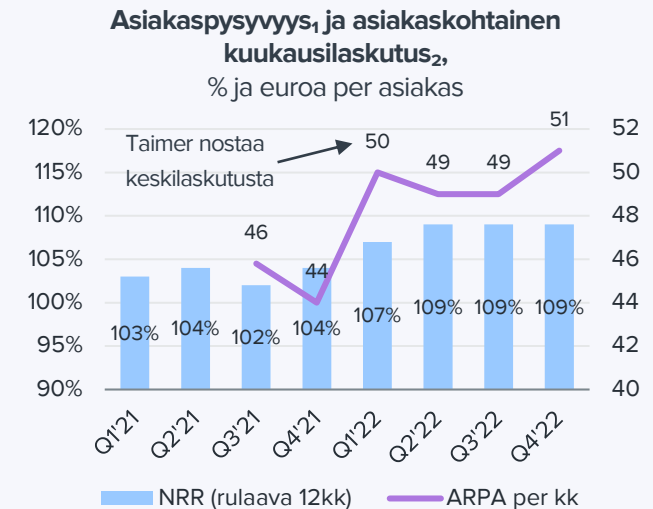
heikensi transaktioiden määrää (2020: -8 % v/v). Heeros on vähentänyt jatkuvan liikevaihtonsa transaktiosidonnaisuutta paketoimalla transaktioita kasvavissa määrin mukaan lisenssimaksuihin. Tämä näkyy jatkuvan liikevaihdon painon siirtymisessä sopimusliikevaihtoon ja jatkuvan liikevaihdon parantuneessa vakaudessa. Ymmärryksen mukaan Heeros on onnistunut paketoimalla myös nostamaan keskihintojaan.

Ei-jatkuvan liikevaihdon taustalla olevat palvelut ovat vain murto-osa Heerosen liikevaihdosta (2022: 7 % liikevaihdosta). Palvelut sisältävät pääasiassa käyttöönottojen ja käytön tukemista, kuten koulutusta ja käsipareja integraatioiden aktivointiin. Palveluista saatu liikevaihto on arviomme mukaan herkkä uusasiakasmyyntien etenemiseen ja toisaalta myös tuotelaajennusten myyntien kehitykseen. Tästä johtuen tämä liikevaihto-erä voi myös heikentyä talousympäristön mukana etenkin, mikäli varovaisuus uusien ohjelmistojen käyttöönottoista kasvaa Heerosen asiakaskunnassa.

Heerosen olemassa olevien asiakkaiden sopimusliikevaihdon nettopysyvyys (NRR, rullaava 12kk) on vaihdellut 102 % ja 109 %:n välillä vuosina 2021-2022 ja ollut vahvistuvalla trendillä. 109 % on jo hyvä taso ja orgaaninen kasvu nähdäksemme vuonna 2022 tulikin pitkälti vanhojen asiakkaiden keskilaskutuksen noususta. Heeros on kommentoinut toiminnanohjauksen pilven ratkaisujen keskihintojen olevan 5-6x taloushallinnon pilven hintoihin nähden ja henkilöstöhallinnon pilven hintojen olevan noin 2x taloushallinnon hintoihin nähden.



Lähde: Inderes



*Kuuluu jatkuvaan liikevaihtoon
1 = Net Revenue Retention. Vuoden takaisten asiakkaiden laskutuksen nettomäärän kehitys laajennusten, pienentymän ja poistuman jälkeen.
2 = Average Revenue Per Account. Loppuasiakkaiden kuukausittainen keskilaskutus, EUR/Asiakas.
Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

SaaS-yhtiönä Heeroksen kulut ja skaalautumisen potentiaali linkittyvät pääasiassa henkilöstöön

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 (2022 myyntikate: 85 %) valuu tällöin tulosriville mikäli kasvua saadaan aikaiseksi.

Heeroksen kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (46 % kustannuksista), osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (23 % kustannuksista), ja vahvasti tuotekehitysmenojen aktiivintehin painottuvista poistoista ja arvonalenemista (16 %). Liiketoiminnan muut kulut koostuvat mm. IT-kuluista, tilavuokrista, markkinointikuluista ja hallinnon kuluista. Yhtiö täydentää tuotekehitystään ulkoisella osaamisella (esim. Qvik mobiilikehitykseen), mikä on mukana tuotekehityksen aktiivoinneissa. Kokonaisuutena henkilöstöön liitännäisten kulujen skaalautuminen on yhtiön kannattavuudelle keskeistä.

Materiaalit ja palvelut (15 %) –kuluerässä näkyvät yhtiön palveluiden toimitukseen liittyvät suorat ostokulut. Nämä koostuvat pääasiassa OpenText-yhteistyöhön liittyvistä kuluista, Heeroksen myymistä kolmansien osapuolien tuotteista (esim. työajanseurannan ohjelmisto) ja täydentävistä palveluista (esim. pankkipalvelut).

Heeroksen henkilöstö jakautuu tuotekehitykseen (38 % henkilöstöstä), palvelu ja asiakashenkilöstöön (35 %), myyntiin ja markkinointiin (15 %) sekä hallintoon (12 %). 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

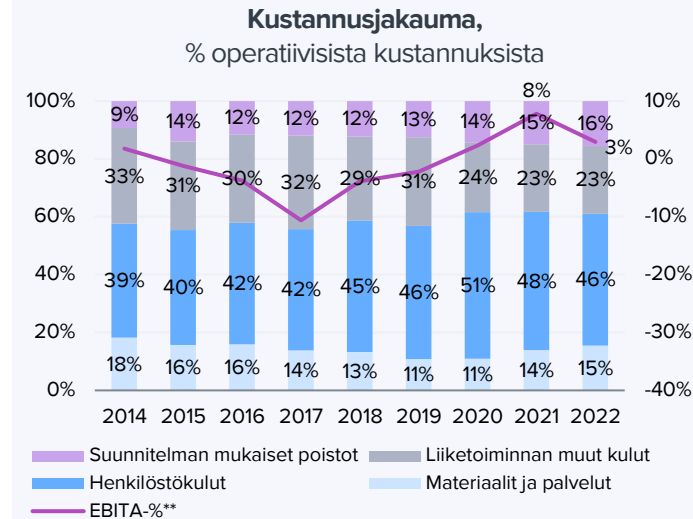
painotus tuotekehitykseen on looginen. Tämän lisäksi yhtiö on kasvattanut panostuksia myyntiin ja markkinointiin. Vahva painotus palveluihin ja asiakashenkilöstöön on myös mielestämme kriittistä, sillä Heeroksen strategia nojaa vahvasti kasvuun nykyasiakaskunnassa.

Heeroksella henkilöstön skaalautumisen suurin potentiaali on nähdäksemme T&K-kuluissa, sillä myynnin ja markkinoinnin panostusten suhteellista osuutta liikevaihdosta pienentää tilitoimistojen tekemä myynti ja tehokas laajennusmyynti nykyisille asiakkaille. Tilitoimistoasiakas pystyy hyvin koulutettuna käytännössä itse avaamaan uusia loppuasiakkaita käyttäjiksi, jolloin kasvuun ei vaadita lainkaan Heeroksen resursseja. Kun nykyiset asiakkaat saadaan ottamaan uusia ohjelmistomoduuleja käyttöön, Heeroksen tulot kasvavat myös ilman yhtiölle aiheutuvia suuria lisäkuluja.

Pääoman allokointi painottuu kasvuun

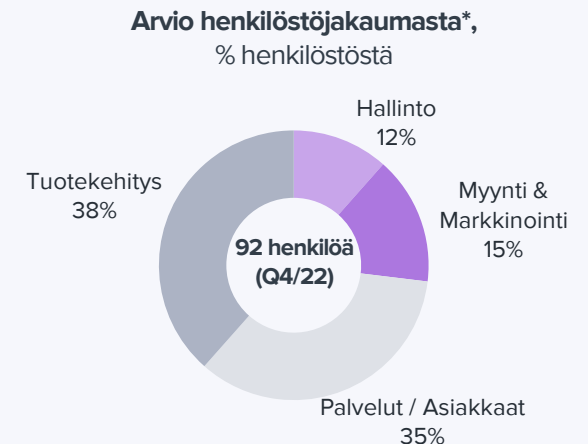
Heeros tekee edelleen investointeja kasvuun. Yhtiön tärkeintä pääoman allokoointia on tuloslaskelmassa tehtävät panostukset myyntiin, markkinointiin ja tuotekehitykseen. Pääoman allokoinnissa onnistuminen vaatii nähdäksemme oikeiden tuotekehityshankkeiden ja parhaiden myyntikanavien valitsemista. Heeros voi myös vaihtoehtoisesti tehdä tuoteportfolion laajentamista (esim. Taimer) tai uuden kansainvälisen myyntikanavan avaamista yritysostolla.

Heeroksen pääoman allokointi näyttää viime vuosina onnistuneen vähintään kohtuullisesti asiakaslaajennusten myynnissä sekä alustavasti myös Taimer-yritysostossa, joka kireästä ostohinnasta huolimatta näyttää alustavasti vahvistaneen Heeroksen kilpailuasemaa. Nykyisen strategian osalta yhtiön näytöt ovat kuitenkin vielä lyhyeltä ajalta.



Lähde: Inderes

**Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto



Lähde: *LinkedIn (12/2022)

Sijoitusprofiili

1.

Heeros on skaalautuvaan kasvuun tähtäävä kannattava SaaS-ohjelmistoyhtiö

2.

Selkeät kasvutrendit omaavat taloushallinnon- ja yritysohjelmistojen kohdemarkkinat

3.

Ennustettava liiketoimintamalli ja laaja, vakiintunut asiakaspohja madaltavat riskejä

4.

Haastajan asema kilpailuissa taloushallinnon ohjelmistoissa ja kevyet näytöt kasvusta nostavat riskitasoa

5.

Osakkeen tuotto nojaa skaalautuvaan kasvuun ja on herkkä muutoksille kasvuvauhdissa sekä kannattavuusodotuksissa

Potentiaali



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

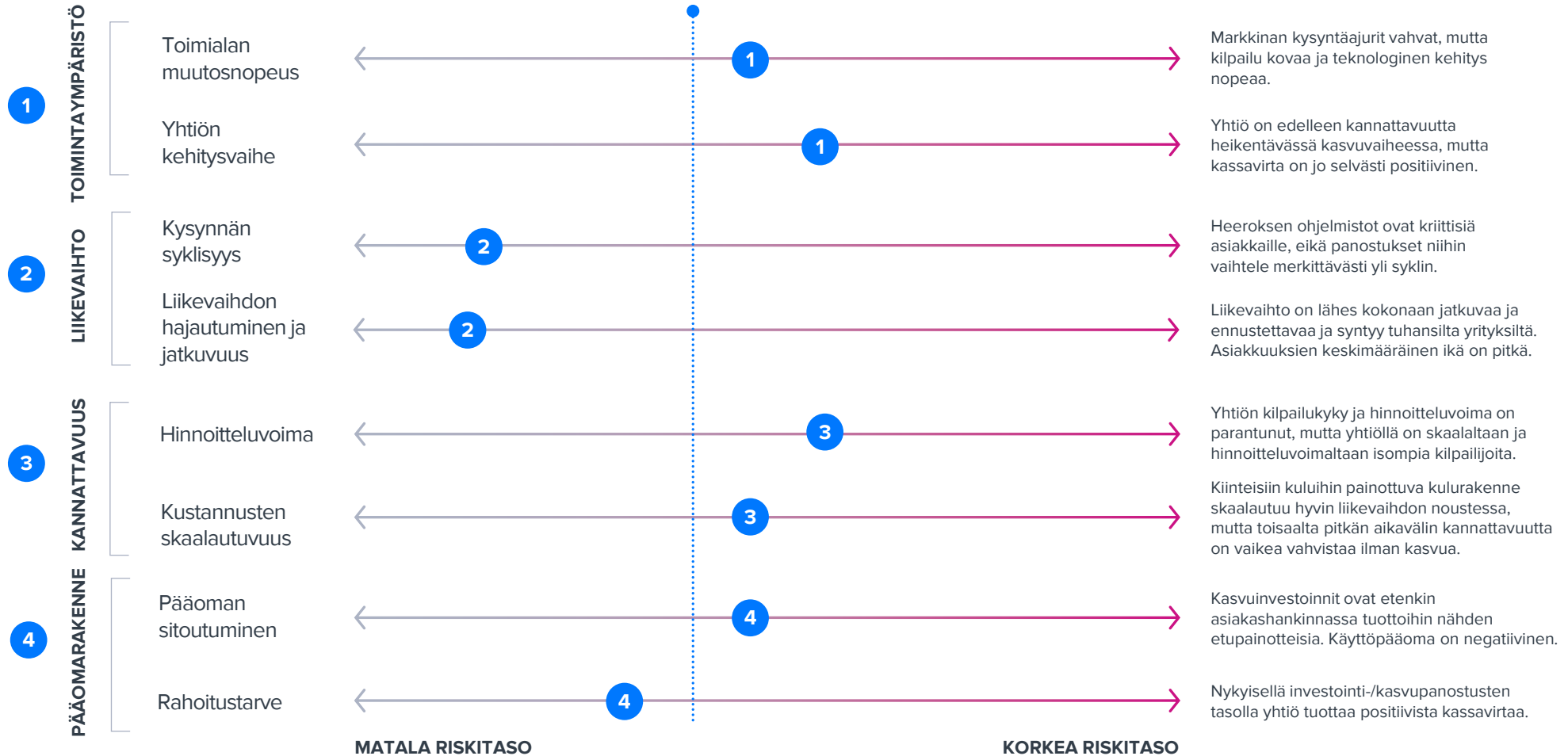
Riskit



- Yhtiö on kilpailullisesti haastajan asemassa taloushallinnon ohjelmistoissa ja tilitoimistoalan konsolidaatio voi muuttaa kilpailuasetelmaa ja pienentää kohdemarkkinaa
- Pienemmät resurssit ja matalampi investointikyky suhteessa pääkilpailijoihin voi heikentää tuotteen kilpailukykyä pitkällä tähtäimellä
- Tavoiteltu kasvu voi realisoitua odotettua heikompana ja kannattavuus jäädä odotuksista. Osakkeen arvostus on herkkä näiden tekijöiden muutoksille.
- Kansainvälisten kasvupanostuksien epäonnistuminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Heeroksen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Markkinat ja kilpailukenttä 1/5

Yritysohjelmistomarkkinoilla on selvät kasvutrendit

Heeroksen kohdemarkkinana ovat laajasti katsoen yritysohjelmistot, missä yhtiö keskittyy pienten ja keskisuurten (pk-yritykset, 4-250 henkilöä) yritysten segmenttiin. Heeros on arvioinut sille relevantin markkinan Euroopassa koostuvan noin 200 tuhannesta keskikokoisesta yrityksestä ja olevan noin kahden miljardin euron suuruusluokkaa.

Mielestämme nämä arviot ovat isossa kuvassa realistisia eikä markkinan koko mielestämme aseta rajoitteita yhtiön kasvulle.

Heeroksen historia ja liikevaihdon enemmistö on vielä taloushallinnon ohjelmistoissa, joten keskitymme markkinaosiossa kyseiseen markkinaan. Laajemmassa yritysohjelmistojen kontekstissa taloushallinnon ohjelmistot ovat myös arviomme mukaan osin yleisen digitalisaation ajuri. Esimerkiksi sähköisen laskutuksen yleistymisen voi toimia pk-yritykselle kipinäinä muiden toimintojen automaatioon (esim. ajankäytön digitaalinen kirjaus). Siten taloushallinnon ohjelmistojen tarkastelu kohdemarkkinana antaa mielestämme varsin hyvän kuvan Heeroksen kohdemarkkinoiden ajureista.

Taloushallinnon ohjelmistojen markkina on nähdäksemme selvässä kasvussa, sillä kasvua tukevat digitalisaatioon linkittyvät markkinatrendit (ks. oikea sivu). Kasvu perustuu ohjelmistojen osuuden kasvuun taloushallintopalveluiden arvoketjussa automaation myötä. Kirjanpitäjän ja taloushallinnon rutiinitehtäviä automatisoidessa käsityönä tehtävän työn osuus pienenee (esim. tositteiden mapittaminen ja tiliöinti tai 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 vahvasti käynnissä. Ohjelmistomarkkina on lisäksi yleisesti murroksessa kohti pilvipohjaisia ja jatkuvien sopimusten toimitusmalleja, minkä myötä markkinan kasvu on vahvinta Heeroksen segmentissä pilviohjelmistoissa.

Tilitoimistot ovat Heerokselle edelleen keskeinen myyntikanava ja ohjelmiston käyttäjä, joten niiden liiketoiminnan kehitys on myös olennaista yhtiön kohdemarkkinan kannalta. Tilitoimistojen markkina on kasvanut jo pitkään, minkä taustalla ovat nähdäksemme olleet sekä hinnankorotukset että taloudellisen aktiviteetin kasvu. Arviomme mukaan tilitoimistojen tarjoamat lisäarvopalvelut ja ulkoistukset ovat jatkossa toimialan kasvun ajureita.

Tilitoimistojen kasvu mahdollistaa lähtökohtaisesti myös hyvän ympäristön taloushallinnon ohjelmistojen kasvulle. Toisaalta tilitoimistomarkkinan keskittyminen konsolidaation myötä suuremmille tilitoimistoille (esim. Accountor, Rantalainen, Talenom, Administer ja Aallon Group) muuttaa kilpailuasetelmaa ohjelmistojen osalta, mikäli omaa tai kilpailevaa ohjelmistoa priorisoivat tilitoimistot kasvattavat markkina-osuuttaan ja vähentävät Heeroksen ohjelmiston käyttöä. Alan konservatiivisuus nähdäksemme osin

Taloushallinnon ohjelmistomarkkinan keskeiset trendit



Lähde: Inderes arvio

Markkinat ja kilpailukenttä 2/5

suojelee Heerosta. Kirjanpitäjistä on alalla pulaa, eikä pitkään tiettyä ohjelmistoa käyttäneitä kirjanpitäjiä välttämättä haluta pakottaa yrityskaupan jälkeen uuden ohjelmiston käyttäjäksi. Tilitoimistolle voi olla myös strateginen valinta käyttää valmisohjelmistoja. Tällöin tilitoimisto voi tarjota palvelua asiakkailleen näiden jo käyttämillä ohjelmistoilla sekä seurata valmisohjelmistojen kehitystä ja valita näistä itselleen käyttöön parhaiten kehittyvät. Lisäksi tilitoimistoilla on useimmiten useita ohjelmistoja käytössä.

Heeros on laajentunut myös Hollannin markkinoille. Lisäksi yhtiöllä on muutamia asiakkuuksia 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 yhtenäisen maksualue (SEPA) sekä verkkolaskutuksen yleistymisen. Muissa yritysohjelmistoissa (HR ja toiminnanohjaus) maakohtaiset rajoitteet ovat arviomme mukaan kuitenkin jossain määrin lievempiä.

Taloushallinnon digitalisoitumisen aste on Suomessa monia Euroopan maita edellä. Eurostatin mukaan vuonna 2021 48 % pk-yrityksistä (10-249 hlö) Suomessa käyttivät pilvipohjaisia taloushallinnon ohjelmistoja ja 28 % pilvipohjaisia ERP-ohjelmistoja, EU-27 maissa vasta 19 % ja 9 %. Vaikka Heeroksella on kotimarkkinalla vielä merkittävää kasvuvaraa, ovat suurimmat kasvumahdollisuudet kansainvälisillä markkinoilla.

Heeros profiloituu puhtaaksi ohjelmistotoimittajaksi

Pienemmillä tilitoimistoilla ei ole suurten toimijoiden

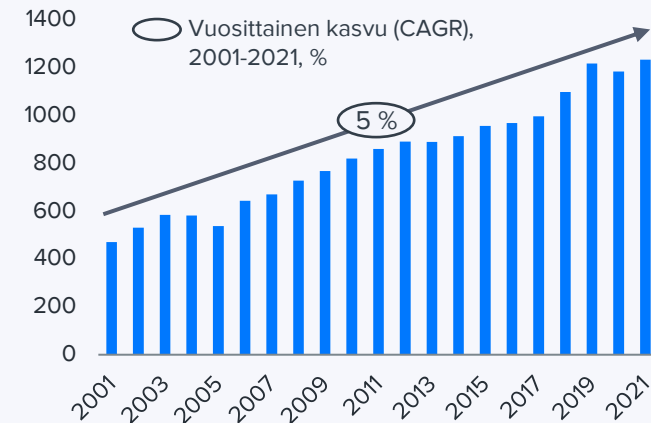
(esim. Accountor, Talenom) resursseja investoida omiin ohjelmistoihin, mikä on luonut tarpeen ohjelmistotoimittajille. Taloushallinnon ohjelmistojen markkinoilta löytyy laaja valikoima ohjelmistoja ja kilpailutilanne on yleisesti kireä. Eroja ohjelmistoista löytyy mm. ohjelmistojen laajuudessa (Taloushallinnon sisällä, muut yritysohjelmistot ja toimialakohtaiset ratkaisut), palvelujen kattavuudessa (Ohjelmisto/Tilitoimisto), kohdeasiakasryhmissä (Mikro-, pk- & suuryritykset) ja hinnoitteluperusteissa.

Yksinkertaistaen kilpailukentästä 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 erityisesti pienyrityskentän ulkopuolella. Keskeisiä kilpailutekijöitä ovat nähdäksemme tuotteiden ominaisuudet ja kattavuus, käyttökokemus, asiakaspalvelun ja -tuen laatu sekä ohjelmistotoimittajan strateginen asema. Heeroksen hinnoittelu on käsityksemme mukaan yleisesti kilpailukykyinen ja se asemoituu käsittääksemme kalliimpien (esim. Procountor ja Netvisor) ja halvempien toimittajien (esim. Asteri) väliin.

Puhtaasti ohjelmistoon keskittyvät yhtiöt ovat nähdäksemme Heeroksen keskeisimpiä kilpailijoita.

Tilitoimistomarkkinan kehitys Suomessa, 2001-2021, MEUR



Lähde: Tilastokeskus

Markkinat ja kilpailukenttä 3/5

Näillä yhtiöillä (esim. Heeros, Visma, Lemonsoft) on taloushallinnon keskeiset prosessit kattavat ohjelmistot, joita yhtiöt tarjoavat yrityksille ja tilitoimistoille.

Puhtaasti ohjelmistoihin keskittyvän segmentin keskeinen erottautumistekijä on välttää kilpailuaseman muodostuminen ohjelmistotarjoajan ja tilitoimiston välille, kun ohjelmistotarjoaja antaa tilitoimistojen ottaa palveluntarjoajan roolin taloushallinnon arvoketjussa. Viime vuosina vahvasti kasvanut Fennoa myy ohjelmistoaan pelkästään tilitoimistoille, joka tuo sille nähdäksemme jonkin verran kilpailuetua verrattuna muihin ohjelmistotoimittajiin, jotka myyvät myös suoraan yrityksille. Toisaalta tämä rajaa sen asiakaskenttää. Lemonsoft ja Visma tarjoavat taloushallinnon ohjelmistojen lisäksi muita yritysohjelmistoja (esim. CRM, ERP), johon suuntaan Heeros on myös menossa sen ERP- ja HR-tarjonnan myötä. Lemonsoft on nähdäksemme Heeroksen selkein suora kilpailija yli tuotesegmenttien.

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, Administer) ovat arvioimme mukaan segmenteissään varsin suosittuja, jolloin etenkin pienemmät tilitoimistot voivat nähdä vahvan ohjelmiston tärkeämpänä kuin ohjelmistotoimittajan kilpailuasetelman. Keskisuurille suurimpia toimijoita haastaville tilitoimistoille (esim.

Aallon Group, Rantalainen) arvioimme tämän kilpailunäkökulman hiertävän enemmän.

Lisäksi markkinoilla on toimijoita, joilla taloushallinnon ohjelmisto kehitetään sisäisesti (erityisesti Talenom), mutta ohjelmistoa ei käytännössä tarjota ilman tilitoimistopalveluita. Nämä yhtiöt eivät mielestämme muodosta Heerokselle suoraa kilpailijaa, mutta niiden markkinaosuuden kasvu tilitoimistoissa söisi Heeroksen kohdemarkkinaa.

Taloushallinnon ohjelmistojen markkinat ovat vielä toistaiseksi hyvin paikallisia eikä kansainvälisiä merkittäviä toimijoita ole vielä muodostunut. Arvioimme 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 tärkeitä kilpailutekijöitä.

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. Myös Heeros on rakentanut kansainvälisiä kyvykkyksiään osto- ja myyntilaskuissa OpenText-kumppanuuden avulla ja voi eteneekin näiltä osin palvelulla kansainvälistyviä suomalaisia asiakkaitaan.

Heeros on taloushallinnon ohjelmistojen markkinalla haastajan asemassa

Asiakasmäärillä mitattuna Accountorin Procountor ja Visman omistamat Fivaldi ja Netvisor ovat

Keskeiset kilpailutekijät markkinoilla

Ratkaisun ominaisuudet, kattavuus ja integroitavuus

Käyttökokemus

Asiakaspalvelun ja -tuen laatu

Toimittajan strateginen asema

Hinnoittelun kilpailukyky ja sopivuus asiakkaan käyttötarkoitukseen

Lähde: Inderes arvio

Markkinat ja kilpailukenttä 4/5

kirjanpito-ohjelmistojen markkinan suvereenit johtajat ja muodostavat lähes 2/3 markkinasta (ks. taulukko oikealla). Heeros on tilitoimisto-kanavassa haastajan asemassa. Taloushallintoliiton tilitoimistoille suunnatussa kyselyssä (10/2021) Heeroksen kirjanpito-ohjelmisto ei myöskään yleisarvosanan osalta yllä sen pahimpien kilpailijoiden tasolle (Heeros: 3,2/5, Kilpailijat: 3,6-4,2/5).

Kirjanpito-ohjelmistoissa on tapahtunut selkeää muutosta aikaisemman markkinajohtajan Accountorin omistaman Tikon-ohjelmisto poistuttua markkinoilta. Tikonin tuki loppui vasta kesäkuussa 2022, joten sen markkinaosuus laskenee lähemmäs nolaa vuoden 2021 lopun 6 %:n tasosta. Accountorin modernimpi ohjelmisto Procountor on odotetusti voittanut selkeästi (8 %-yksikköä) markkinaosuutta Tikon-siirtymässä ja noussut markkinajohtajaksi.

Toinen selkeä voittaja on ollut Fennoa, jonka markkinaosuus on kasvanut 2 % → 8 %:iin kahdessa vuodessa. Fennoa erottautuu tarjoamalla ohjelmistoaan pelkästään tilitoimistojen kautta eikä kilpaile ollenkaan sen tilitoimistokumppanien kanssa. Fennoa on perustettu vasta vuonna 2014 ja sen ratkaisu vaikuttaa taloushallintoliiton kyselyn perusteella erittäin modernilta ja kilpailukykyiseltä.

Heeros ei ole juuri voittanut markkinaosuutta kyselyn perusteella osin sen strategisen valinnan takia, sillä yhtiö on kohdentanut myyntipanostuksia suuriin asiakkuuksiin tilitoimistojen ohii. Yhtiö ei myöskään kilpaile hinnalla. Heeroksen kirjanpito-ohjelma on myös merkitykseltään pieni sen tarjonnassa, jonka takia pelkästään siihen huomion kiinnittäminen ei anna kokonaiskuvausta Heeroksen kilpailukykyistä.

Heeroksen vahvuudet taloushallinnon ohjelmistoissa korostuvat ymmärryksemme mukaan sen osto- ja

myyntilaskuratkaisuissa sekä palkkaratkaisuissa. Lisäksi Heeroksesta on muodostumassa kokonaisvaltaisempi yritys ohjelmistojen tarjoaja, jonka kilpailukyky nojaa pisteratkaisujen sijaan laajaan ja helposti integroitavaan tuotetarjontaan.

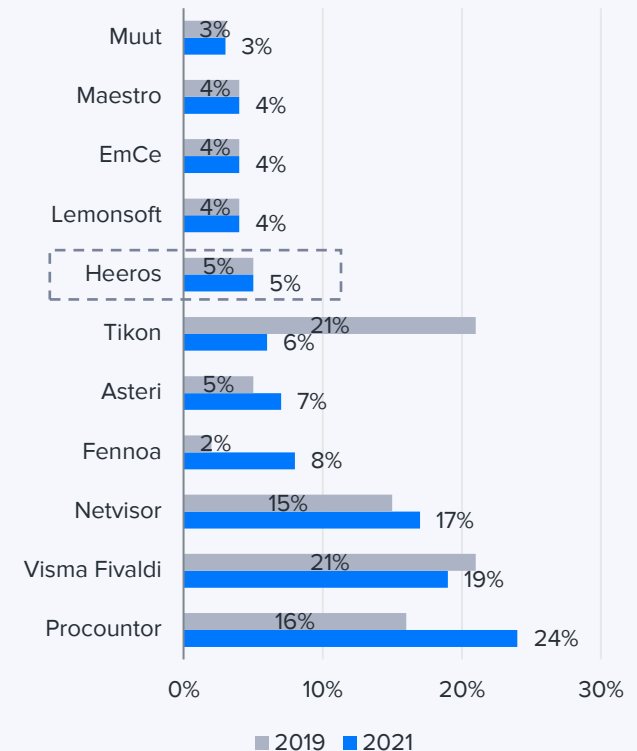
Tilastosta on hyvä huomata, että se ei huomioi itsenäisesti taloushallinnon hoitavia yrityksiä. Kysely ei myöskään huomioi tilitoimistoja, jotka käyttävät itse kehittämiään ohjelmistoja (esim. Talenom), minkä myötä ohjelmistojen todelliset markkinaosuudet ovat tätä kyselyä pienempiä. Kyseessä on myös osuus tilitoimistojen loppuasiakasyritysten kappalemäärästä, mikä saa esimerkiksi Asterin markkinaosuuden näyttämään todellista suuremmalta, koska sillä on arviomme mukaan käyttäjänä erittäin paljon pienyrityksiä. Kokonaisuutena taloushallinnon ohjelmistojen markkina on kuitenkin erittäin kilpailtu,

Heeroksella runsaasti tilaa kasvaa toiminnanohjaus ohjelmistojen markkinalla

Heeros on arvioinut talous- ja PS (professional services) toiminnanohjaus ohjelmistojen kohdemarkkinan koon Suomessa olleen vuonna 2021 noin 420 MEUR. Markkina kasvaa taloushallinnon automaation lisääntyessä ja prosessien digitalisoituessa pk-yrityksissä.

Heeroksen toiminnanohjaus-tuotteiden liikevaihto on markkinaan nähden erittäin pientä ja sillä onkin runsaasti tilaa kasvaa markkinalla Heeros PSA ratkaisullaan (ent. Taimer) ja laajenevalla henkilöstöhallinnon ratkaisullaan. Näemme kasvumahdollisuuksia erityisesti uusien tuotteiden myynnissä nykyiseen asiakaskuntaan ja asiakaskohtaisten keskihintojen nostamisessa integroidulla kokonaistarjoamalla.

Ohjelmistojen markkinaosuus tilitoimistojen asiakasyrityksistä, % asiakkaiden lukumäärästä

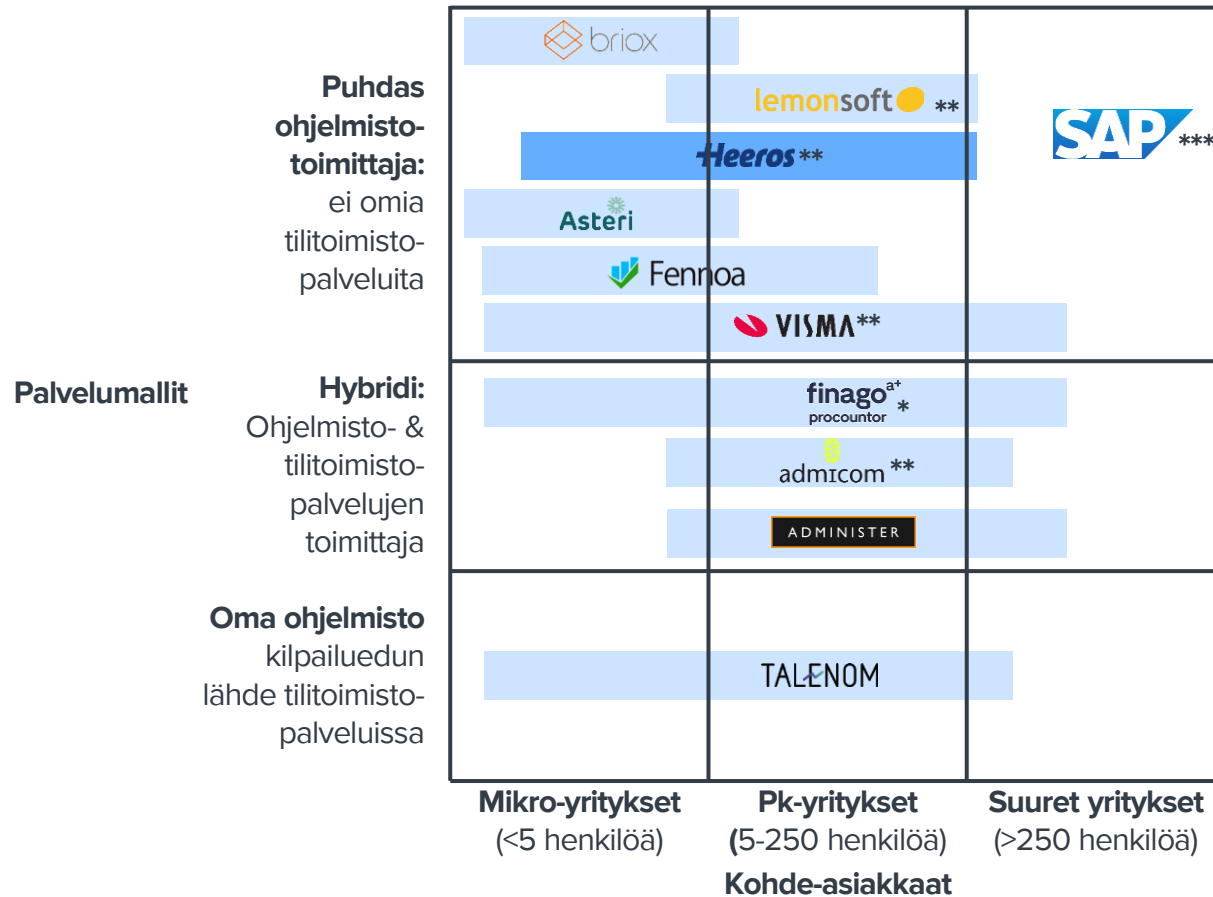


Lähde: Taloushallintoliitto (kysely tilitoimistoille, 2019 n=2066, 2021 n=2151). Kysely ei huomioi esim. Talenomia ja Admicomia.

Markkinat ja kilpailukenttä 5/5

Taloushallinnon ohjelmistojen kilpailukentässä näkyy eroja kohdeasiakasryhmissä ja tarjonnan strategisissa valinnoissa

Listaus ei ole kattava ja painottuu taloushallinto-ohjelmistojen kilpailijoihin



Heeroksen kilpailutekijät

- + Modulaarinen, yhtenäinen ja kattava ohjelmistoratkaisu taloushallintoon, toiminnanohjaukseen ja henkilöstöhallintoon
- + 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
- + Kansainvälisiin kumppanuuksiin nojaten kyky palvella myös kansainvälistyviä asiakkaita
- Tuotteen kilpailukyky on ollut vertailuissa kilpailijoita heikompi 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 1/2

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 myös tutkii nyt aktiivisemmin yrityskauppamahdollisuuksia, joilla se voisi laajentaa sen tuoteportfoliota tai jopa laajentaa maantieteellistä peittoa. Vuoden 2021 lopun Taimer-yritysostolla yhtiö pyrki tuotetarjontansa laajentamiseen.

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 kasvupotentiaalia asiakkuuksien laajentumisen kautta. Etenkin viimeaikaisen tuoteportfolion laajentamisen ansiosta (erit. toiminnanohjaus ja HR-järjestelmä).

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.

Nykyisessä strategiassa Heeros on kertonut kasvattavansa kansainvälistä liiketoimintaansa aiempaa valikoidummin, ja pyrkii välttämään riskituottosuhteeltaan heikompia avauksia. Esimerkkinä yhtiön strateginen OpenText-kumppanuus. 2021 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 valikoiva kansainvälistyminen on yhtiön resurssit huomioiden järkevää ja laskee sen riskitasoa. Toisaalta yhtiön kansainvälistymisen realistinen kasvupotentiaali on myös samalla rajallisempi. Näemme yhtiöllä kuitenkin suuremman potentiaalın kasvaa ristiinmyynnillä nykyiseen Suomeen keskittyvään asiakaskuntaan.

Heeros strategia 2021-2023

Strategiakauden saavutukset toistaiseksi

Organisaatio	Tuoteportfolio	Taloudellinen tulos
Asiakas-keskeinen organisaatio ja kumppanuudet	Uudistettu käyttäjäkokemus. Uudet mobiili ja HRM ratkaisut	Kannattava, skaalautuva liiketoimintamalli. Fokus keskisuuriin yrityksiin tuotuloksia



Strategiakauden lopun prioriteetit

Organisaatio valmiina kasvun tukemiseen	Integroitu tuoteportfolio	Asiakasfokus
Organisaatio valmiina digitalisoimaan asiakkaiden prosesseja	Keskittyminen integroituihin taloushallinnon, toiminnanohjauksen ja henkilöstöhallinnon yritysohjelmistoihin	Talousjohtajien muuttuvat tarpeet digitalisoituvassa ja datalähtöisessä liiketoiminnassa Pk-yrityksissä

Lähde: Inderes, Heeros

Strategia 2/2

Kansainvälistymisen fokuksessa vuosina 2022-2023 on Hollannissa laajentuminen paikallisen myyntikumppanin avulla taloushallinnon ohjelmistoissa Pk-yrityksissä (>10 MEUR liikevaihto) ja Ruotsissa yhtiö keskittyy toiminnanohjausohjelmistojen myyntiin pienyrityksille paikallisen myyntikumppanin kanssa. Lisäksi Heeros pyrkii viemään mikroyrityksille suunnattua itsepalveluratkaisua myös ulkomaille sekä testaamaan sen avulla kustannustehokkaasti uusia markkinoita.

Käyttäjäkokemuksen vahvistamisen fokuksessa on erityisesti yhtiön ratkaisun kilpailukyvyyn parantaminen käyttäjäkokemuksen harmonisoinnilla eri ratkaisujen välillä. Heeros hyödyntää tähän myös ulkoisia toimijoita, mikä on mielestämme järkevää ottaen huomioon yhtiön oman ydinosaamisen keskittyvän taloushallinnon prosesseihin ja niiden automaatioon.

Tavoitteissa riittää yhä kunnianhimoa

Heeros pyrkii strategiassa vahvistamaan kasvun ja kannattavuutensa profiilia, ja on asettanut tavoitteen nostaa kasvun (orgaaninen) ja kannattavuuden (EBITDA-%) summan pysyvästi yli 40 %:n. 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 käyttökateen jälkeen. Käyttökate antaa siten turhan positiivisen kuvan yhtiön operatiivisesta kannattavuudesta.

Pidämme Heeroksen tavoitteita hyvin kunnianhimoisina. Yhtiön kasvun (orgaaninen) ja kannattavuuden (EBITDA-%) summa on ollut viime vuodet 18-27 %:n välissä. Tavoitteiden toteutuminen ja yli 40 %:n tason saavuttaminen vaatisikin nähdäksemme sekä kannattavuuden että liikevaihdon kasvun piristymistä nykytasosta. Kasvuun on selviä työkaluja, mutta yhtiö ei vielä ole onnistunut kääntämään näitä vahvaksi yli 10 %:n orgaaniseksi kasvuksi, vaikka vuonna 2022 kasvu kiihtyikin. Kasvun vahvistuminen, joka valuu myös kannattavuuteen, onkin keskeinen tekijä tavoitteiden saavuttamisessa ja se vaatii nähdäksemme kansainvälisen kasvun vetoapua.

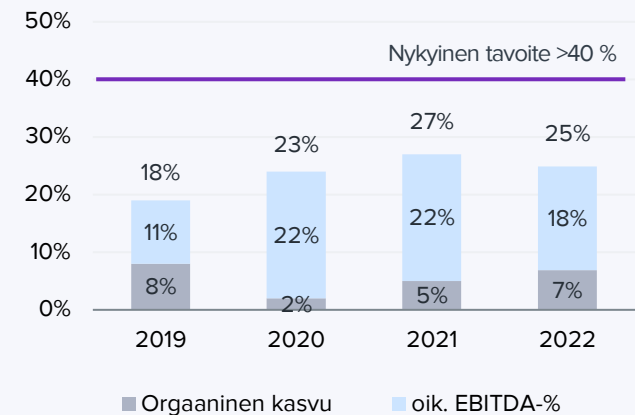
Strategia rahoitetaan kassavirralla

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 ja 2021 oik. EBIT-% 8 %). Heikommin kannattavan Taimerin mukaantulo laski kannattavuuden 3 %:iin vuonna 2022, pysyen kuitenkin yhä positiivisena ja ollen loppuvuonna vahvistuvalla trendillä. Yhtiön käänteen takana oli nähdäksemme erityisesti organisaatiomuutokset ja strategiset valinnat. Lisäksi Heeroksen liiketoiminta on merkittävässä määrin jatkuvaa, joten pidämme käännettä kestäväenä emmekä näe merkittäviä riskejä strategian kassavirtapohjaisessa rahoituksessa lähivuosina. Yrityskauppojen rahoituksessa Heeros voi myös hyödyntää omaa osakettaan, kuten se teki Taimer-yritysoston tapauksessa.



Taloudelliset tavoitteet

Rule of 40 toteuma ja ennuste, orgaaninen kasvu + oik. EBITDA-%



Lähde: Inderes

Heeroksen strategian yhteenveto

Kohdemarkkina ja Heeroksen asemoituminen

Heerokselle relevanttien taloushallinnon ohjelmistojen markkina Euroopassa, ~2022

~2 MRD.
EUR

Markkinan kasvunäkymät



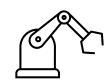
Talous- sekä PS* toiminnanohjaus ohjelmistojen kohdemarkkina Suomessa

~420
MEUR

Trendit markkinan** kehityksen taustalla



Sähköisen laskutuksen yleistyminen



Kasvava digitalisaation ja automaation aste etenkin pk-yrityksissä



Ohjelmistojen siirtymä pilvipohjaisiksi



Tilitoimistomarkkinan konsolidaatio



Integroitu ja modulaarinen yritysohjelmisto taloushallintoon, toiminnanohjaukseen ja henkilöstöhallintoon

Heeros

Strategiset painopisteet

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



Strategian rahoitus kassavirralla ja yrityskaupoissa valikoidusti oman osakkeen käytöllä



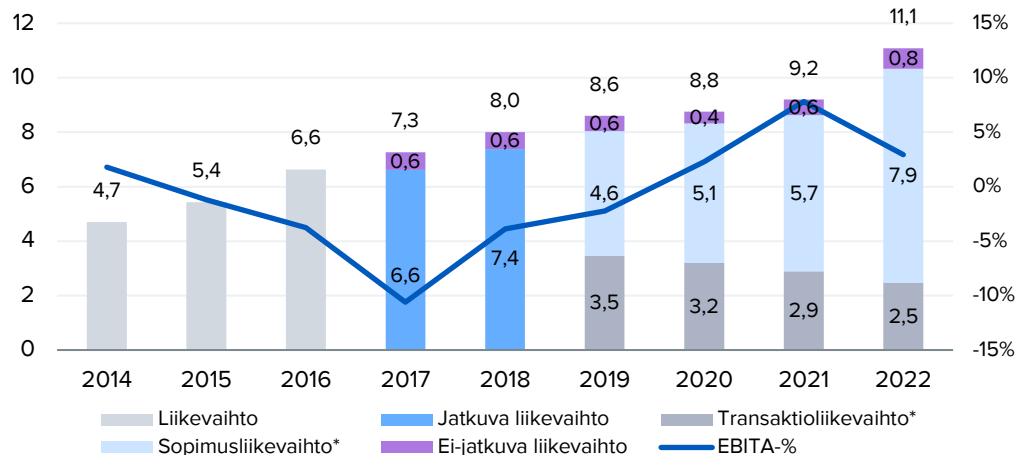
Yli 40 %

liikevaihdon kasvu-% ja käyttökate-% summa pysyvästi

Heeros etsii kasvumahdollisuuksia yrityskaupoilla. Mahdollisten yrityskauppojen vaikutus ei aiemmasta poiketen sisälly pitkän aikavälin tavoitteeseen.

Taloudellinen tilanne 1/2

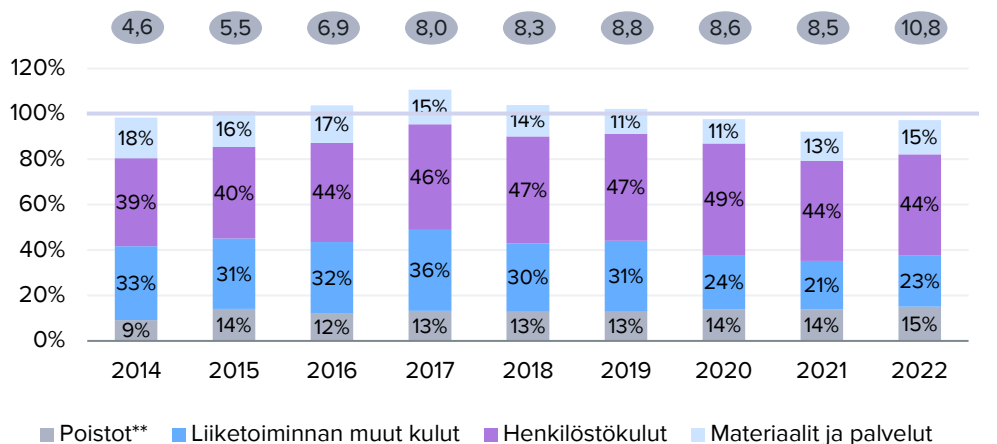
Liikevaihdon jakauma tyypeittäin*,
2014-2022, MEUR



Heeros on kasvanut tasaisesti ja nostanut kannattavuusprofiiliaan selkeästi viime vuosina

- Heeroksen liikevaihdon orgaaninen kasvu-% on ollut arviomme mukaan vuosittain keskimäärin noin 7 % vuosina 2016-2022. Koko liikevaihdon keskimääräinen kasvu-% on ollut 9 % (CAGR) kyseisinä vuosina, kun huomioidaan myös yritysostot (Taimer).
- Vuoden 2021 lopulla toteutettu Taimer-yrityskauppa toi arviomme mukaan noin 1,2 MEUR epäorganista liikevaihtoa vuoden 2022 liikevaihtoon.
- Heeros on paketoinut viime vuosina transaktioliikevaihtoa osaksi sopimusliikevaihtoa, mikä on osaltaan tehnyt liikevaihdosta ennustettavampaa sekä kasvattanut sopimusliikevaihtoa.
- Kannattavuus (EBITA) oli nousujohteisella uralla vuosina 2017-2021 nousten 8 %:iin vuonna 2021, mutta laski 3 %:iin heikommin kannattavamman Taimerin mukaantulon myötä. Vuoden 2022 lopulla Taimer alkoi kuitenkin jo tukea Heeroksen kannattavuutta.

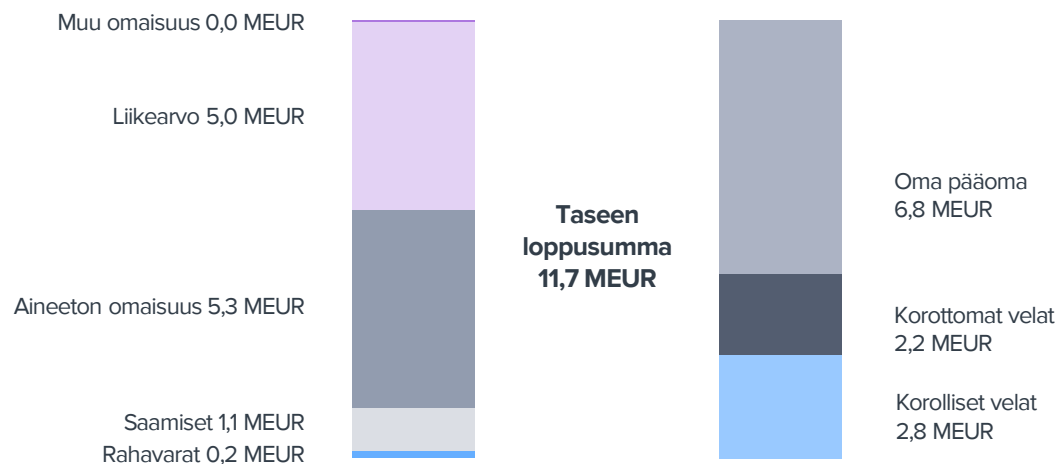
Operatiivinen** kustannusrakenne,
2014-2022, % liikevaihdosta



- Heeroksella on ohjelmistoliiketoiminnalle tyypillisesti korkeat myyntikatteet (2022: 85%). Näemme katteessa hieman tilaa vahvistumiselle etenkin matalampikatteisten paperilaskujen käsittelyn vähentyessä taloushallinnon digitalisoitumisen jatkuessa.
- Henkilöstökulut on Heeroksen merkittävin kuluerä ja erityisesti tuotekehityksen sekä myynnin (>50 % henkilöstöstä) panostuksia on mielestämme oleellista ajatella osittain investointeina.
- Liiketoiminnan muut kulut ovat skaalautuneet vuoden 2017 jälkeen tasaisesti ja luonteeltaan ne ovat pääasiassa melko kiinteitä. Heeros teki kiinteiden kulujen säästötoimenpiteitä, joka näkyi henkilöstökuluissa ja liiketoiminnan muissa kuluissa.
- Poistot (pois lukien liikearvon poistot) ovat pääosin tuotekehitysmenojen aktivoineista johtuvia. Niissä on skaalautumisvaraa kypsässä kehitysvaiheessa. Heeros on aktivoinut viime vuosina konservatiivisesti tuotekehitysmenoja ja vuonna 2022 poistot olivat aktivointien tasolla.

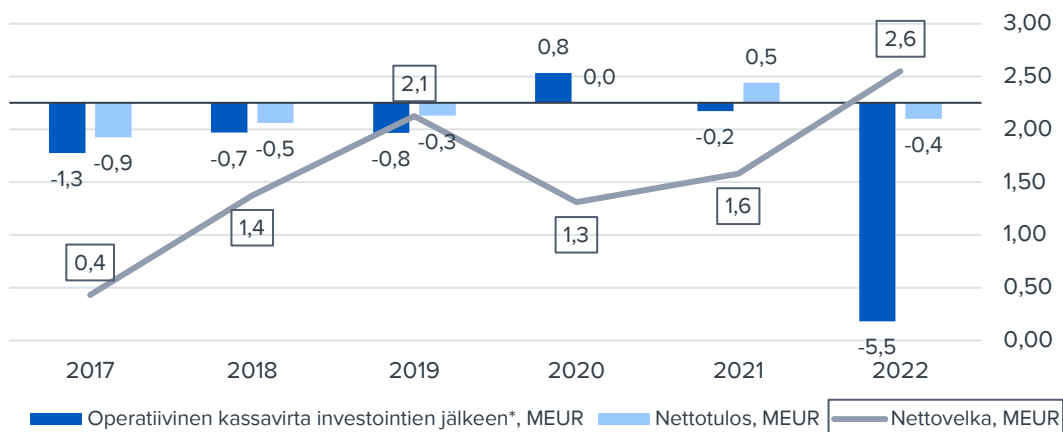
Taloudellinen tilanne 2/2

Taserakenne, 31.12.2022



- Taseen pysyvien vastaavien puoli koostuu käytännössä aineettomasta omaisuudesta.
 - Noin puolet aineettomasta omaisuudesta koostuu Taimer-kaupassa muodostuneesta liikearvosta (31.12.22: 5,0 MEUR), joka poistetaan yhteensä 5 vuodessa.
 - Loput aineettomista omaisuuseristä on syntynyt tuotekehitysmenoista (5,3 MEUR).
- Kassa on suhteellisen pieni (0,2 MEUR).
- Nettovelka (2,6 MEUR) ja nettovelka/käyttökate (1,3x) ovat historiaa korkeammilla tasoilla yritystoston seurauksena, mutta yhtiöllä on nähdäksemme edelleen tarvittaessa velanottokapasiteettia. Positiivinen operatiivinen kassavirta ja oman osakkeen käyttö maksuvälineenä mahdollistavat myös mahdollisia tulevia yritystostoja.
- Kassavirta käytetään kasvuinvestointeihin ja yritystostoihin, emmekä siten odota osinkoa lähivuosina.

Operatiivinen kassavirta investointien* jälkeen, nettotulos ja nettovelka, 2017-2022



- Heeroksen liiketoiminta tuottaa kassavirtaa pääomakeveästi.
 - Orgaaniset kasvuinvestoinnit tapahtuvat isoilta osin tuloslaskelman kautta henkilöstö- ja liiketoiminnan muiden kulujen muodossa.
 - Tuotekehitysmenojen aktivoinnit (1,64 MEUR) olivat poistojen (1,67 MEUR) tasolla vuonna 2022 ja yhtiö onkin viime aikoina aktivoinut tuotekehitysmenoja konservatiivisesti.
 - Vuonna 2022 Taimer-yritystosto (kauppahinta 5,1 MEUR, EV 5,7 MEUR) käänsi kassavirran vahvasti negatiiviseksi*, kun huomioidaan oman osakkeen käyttö investoinneissa.
- Heeros maksoi Taimerin kauppahinnasta 91 % omilla osakkeillaan, jonka ansiosta sen ei tarvinnut kasvattaa nettovelkaa merkittävästi yrityskaupan rahoittamiseksi.
- Jatkossa nettotuloksen tulisi olla operatiivista kassavirtaa matalampi normaalivuonna, koska se huomioi liikearvon poistot

Ennusteet 1/2

SaaS-liiketoimintamalli on liikevaihtoennusteidemme lähtökohta

Heeros keskittyy SaaS-liiketoiminnan ja jatkuvan liikevaihdon kasvattamiseen. Ennustamme yhtiön liikevaihtoa erityisesti jatkuvien erien eli sopimusliikevaihdon ja transaktiotuottojen kautta. Heeros raportoi ennusteita tukevaa toistuvan liikevaihdon kuukausiliikevaihtoa (MRR, monthly recurring revenue). Lisäksi ennustamme yhtiön ei-jatkuvaa liikevaihtoa (palvelut) erikseen. Tämän merkitys on ennusteissamme vähäinen, mutta syklien muutokset voivat palveluiden kautta tuoda tiettyä epävakausta yhtiön liikevaihdon kehitykseen.

Näkyvyys Heeroksen liikevaihdon tasoon on lyhyellä aikavälillä kokonaisuutena hyvä, sillä yhtiön liikevaihto koostuu pääosin hyvin ennakoitavista, toistuvista tuotoista. Liikevaihdon kasvunopeus on sen sijaan haasteellisempaa ennustaa, koska se on hyvin riippuvainen yhtiön tekemistä kasvupanostuksista, yhtiön tuotteen kilpailukyvyyn kehityksestä, kauppojen ajoittumisesta ja myynnin tehokkuuden kehittymisestä.

Heeroksen kannattavuutta ja tulospasua määrittää mallissamme erityisesti kiinteiden kulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon. Yhtiön selvästi suurin kuluerä on henkilöstökulut (2022: 41 % kuluista), jota ennustamme henkilöstön määrän ja yksikkökustannuksen kautta. Toiseksi suurinta kuluerää liiketoiminnan muita kuluja (2022: 15 % kuluista) ennustamme myös suhteessa henkilöstön määrään ja yksikkökustannuksien kautta. Tuotekehityksen aktivointien odotamme laskevan suhteessa liikevaihtoon tuotteen kypsyyssasteen kasvaessa ja Heeros on myös aktivoitunut varsin konservatiivisesti tuotekehityskuluja viime vuosina.

Keskeiset ennusteparametrit:

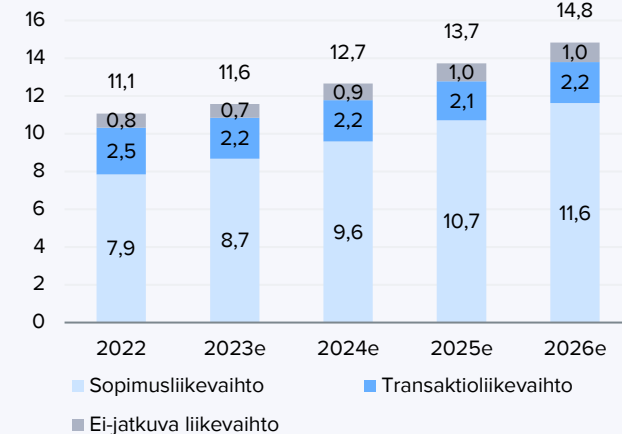
- Sopimusliikevaihdon kasvu
- Transaktiotulojen kasvu
- Henkilöstön määrän kasvu
- Henkilöstön suorat yksikkökustannukset (Henkilöstökulut)
- Henkilöstön epäsuorat yksikkökustannukset (Liiketoiminnan muut kulut)

Kuluvan vuoden ennusteemme ovat ohjeistusta hieman varovaisemmat

Heeros arvioi nostavansa käyttökatemargin (EBITDA-%) ja liikevaihdon kasvuprosentin yhteisemmän (Rule of 40) 30 %:n tasolle tilikaudelta 2023. Yhtiö toteutti edellisvuosina kannattavuuskäanteen ja on saanut suuren määrän uusia asiakkaita, joiden liikevaihto on vielä pienessä kokoluokassa. Näemmekin nykyasiakaskunnassa selkeää kasvupotentiaalia laajennuksien kautta.

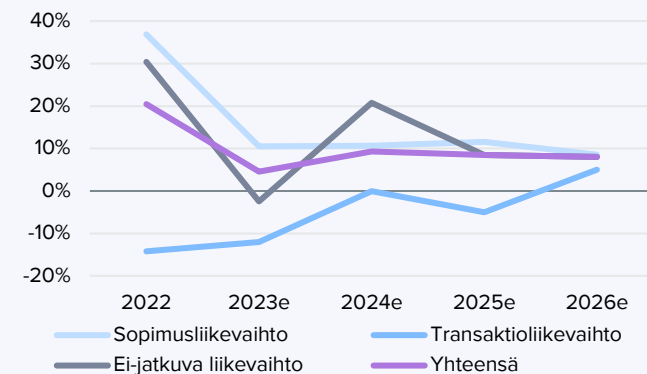
Ennustamme Heeroksen liikevaihdon kasvavan 5 % ja suhteellisen EBITA:n nousevan 7,3 %:iin (käyttökate-%: 22 %) vuonna 2023. Kasvua tukee sopimusliikevaihdon kasvu erityisesti nykyisten asiakkaiden laajennuksien sekä transaktioiden paketoinnin kautta. Paketointi taas näkyy odotuksissamme transaktioliikevaihdon 12 %:n laskuna. Odotamme heikomman talustilanteen näkyvän myös pienempinä transaktiivolymeina. Pientä vastatuulta aiheuttaa myös ei-jatkuva liikevaihto, jonka odotamme laskevan noin 3 % suhteessa edellisvuoteen pienemmän uusmyynnin seurauksena. Vuoden 2022 alusta mukaan tullut Taimer on saatu integroitua ja odotamme tämän näkyvän vahvistuvana kannattavuutena.

Liikevaihdon ennusteet tyypeittäin, 2022-2026e, MEUR



Lähde: Inderes

Liikevaihdon kasvu tyypeittäin, 2022-2026e, % kasvua edellisvuoden liikevaihdesta



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/2

Ennustamme lähivuosille selvää parannusta, mutta odotamme yhtiön jäävän tavoitteistaan

Heeroksen tavoite on nostaa orgaanisen liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summa pysyvästi yli 40 %:n. Yhtiön oikaistu käyttökatemarginaali on vaihdellut 18-22 %:ssa vuosina 2020-2022. Orgaaninen liikevaihdon kasvu on sen sijaan arviomme mukaan vaihdellut 2-7 %:ssa kyseisinä vuosina. Heeroksen selkeä kannattavuusparannus on antanut hyvän merkin tulevaisuuden suunnasta, mutta tästä huolimatta strategian tavoitteisiin on huomattavasti matkaa etenkin kasvun piristymisen osalta.

Tavoitteen saavuttaminen vaatisi nykytasolta selvästi kiihtyvää kasvua. Kasvu skaalautuisi myös vahvistuvaan kannattavuuteen, mikäli se ei vaatisi merkittäviä lisäinvestointeja. Odotammekin yhtiöltä näyttöjä kasvun vahvistumisesta ennen kuin mielestämme on perusteltua nojata ennusteissa vahvemmin yhtiön tavoitteisiin. Näkemyksemme mukaan Heeroksen nykyiset kasvuaihiot (uuden tarjoaman tuominen markkinoille, kansainväliset panostukset, nykyisten asiakkaiden laajennukset, pienasiakkaat) luovat kuitenkin hyvät edellytykset jatkuvan liikevaihdon kasvulle lähivuosien aikana.

Näiden tekijöiden myötä ennustamme Heeroksen kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summan ("Rule of 40") nousevan liikevaihdon kasvun myötä 33 %:iin vuonna 2024 ja 2025, mikä on alle yhtiön tavoitteen (pysyvästi yli 40 %:n nouseva summa). Ennusteen taustalla on liikevaihdon noin 9 % ja 8 %:n vuosittainen kasvu ja käyttökateen vahvistuminen 23 % ja 25 %:iin. Käyttökate-ennusteet ovat melko varovaisia, koska odotamme Heeroksen investoivan vahvemmin kasvuun taloustilanteen epävarmuuden

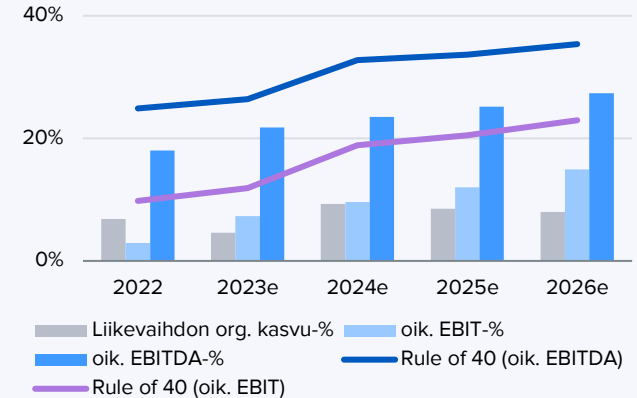
hellittäessä. Tästä huolimatta ennustamme uuden liikevaihdon lisäyksen valuvan käyttökatteeseen hyvällä 40-50 %:n marginaalilla vuosina 2024-26. Ennusteemme sisältää silti riskin kasvun jäämisestä odottamaamme hitaammaksi, jolloin myöskään yhtiön kannattavuus ei skaalautuisi kasvun myötä merkittävästi. Yhtiön arvonluonti ja ennusteidemme saavuttaminen onkin siis vahvasti kiinni orgaanisen kasvun tehokkaasta toteutumisesta, mistä yhtiö on toistaiseksi antanut vähänlaisesti historiallisia näyttöjä.

Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun hidastuvan asteittain

Pitkällä tähtäimellä Heeroksen toimialoilla on selkeät kasvuajurit. Näemmekin Heeroksella edellytykset tasaiseen kasvuun tulevaisuudessa, mikäli se onnistuu ylläpitämään ja kehittämään tuotteensa kilpailukykyä, jota viimeaikaiset näytöt tehokkaasta tuotekehityksestä tukevat.

Ennustamme Heeroksen liikevaihdon kasvun olevan 3-10 % ja hidastuvalla trendillä vuosina 2026-2031. Markkinan puolesta Heeroksen olisi mielestämme mahdollista kasvaa vielä vahvemmin ja suurempaan kokoluokkaan, mutta yhtiön vielä toistaiseksi rajalliset näytöt toimivan pitkäaikaisen kasvureseptin löytämisessä puoltavat mielestämme varovaisuutta. Liikevaihdon terminaalikasvuna käytämme 2 %:ia. Ennustamme Heeroksen suhteellisen liikevoiton nousevan skaalautuvan kasvun mukana asteittain 15 %:sta 21,5 %:iin vuosina 2026-2031. Odotamme kannattavuuskehityksen hidastuvan kiristyvän kilpailun myötä ja asettuvan pitkällä aikavälillä 19 %:iin (EBIT-%). Heeroksen kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) summan ennustamme olevan 33-37 % vuosina 2026-2031 ja huipun ajoittuvan vuoteen 2026.

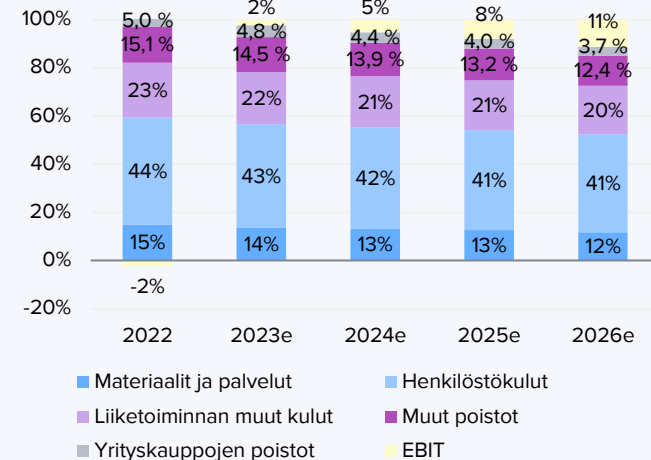
Kasvun** ja kannattavuuden yhdistelmä ("Rule of 40"), 2022-2026e



Lähde: Inderes

**Vuoden 2022 orgaaninen kasvu Inderes arvio.

Kustannusrakenteen ennuste, 2022-2026e, % liikevaihdesta



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	9,2	2,7	2,8	2,6	2,9	11,1	2,8	2,9	2,8	3,1	11,6	12,7	13,7	14,8
Käyttökate	2,0	0,2	0,5	0,6	0,7	2,0	0,5	0,6	0,7	0,8	2,5	3,0	3,5	4,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-2,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	-0,2	0,0	0,2	0,27	0,3	0,0	0,1	0,3	0,36	0,8	1,2	1,6	2,2
Liikevoitto	0,7	-0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,7	1,1	1,7
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,5	1,0	1,6
Verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	0,8	1,3
EPS (oikaistu)	0,12	-0,04	0,00	0,03	0,04	0,03	0,00	0,02	0,05	0,05	0,13	0,19	0,26	0,35
EPS (raportoitu)	0,12	-0,07	-0,02	0,00	0,01	-0,08	-0,02	0,00	0,02	0,03	0,02	0,08	0,15	0,24

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	25,0 %	25,5 %	16,1 %	15,9 %	20,5 %	2,9 %	4,2 %	5,2 %	5,9 %	4,6 %	9,3 %	8,5 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	7,0 %	-876,0 %	-61,1 %	-33,0 %	-7,0 %	-54,4 %	-119,1 %	205,9 %	60,6 %	33,6 %	157,4 %	43,1 %	35,7 %	34,4 %
Käyttökate-%	21,7 %	9,1 %	16,5 %	22,6 %	23,8 %	18,0 %	16,1 %	19,4 %	26,3 %	25,3 %	21,8 %	23,5 %	25,2 %	27,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,9 %	-6,5 %	1,7 %	7,3 %	9,2 %	3,0 %	1,2 %	5,1 %	11,2 %	11,6 %	7,3 %	9,6 %	12,0 %	14,9 %
Nettotulos-%	5,6 %	-12,7 %	-4,3 %	0,1 %	2,1 %	-3,6 %	-4,0 %	-0,7 %	3,8 %	4,7 %	1,0 %	3,4 %	5,7 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	11,6	11,6	0 %	12,7	12,7	0 %	13,7	13,7	0 %
Käyttökate	2,5	2,5	0 %	3,0	3,0	0 %	3,4	3,5	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,8	0,8	0 %	1,2	1,2	1 %	1,6	1,6	2 %
Liikevoitto	0,3	0,3	0 %	0,6	0,7	2 %	1,1	1,1	3 %
Tulos ennen veroja	0,1	0,1	0 %	0,5	0,5	2 %	1,0	1,0	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,13	0,13	0 %	0,19	0,19	1 %	0,25	0,26	2 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

- Tarkastimme kuluennusteitamme aavistuksen alapäin, sillä arvioimme yhtiön olevan aiempia odotuksiamme kurinalaisempi lähivuosien rekrytoinneissa
- Liikevaihdon ennusteemme pysyivät ennallaan

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	4,3	10,3	9,8	9,3	8,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	4,3	10,3	9,8	9,3	8,8
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
Vaihtuvat vastaavat	2,4	1,3	2,1	1,9	2,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,5	1,1	1,2	1,3	1,4
Likvidit varat	1,0	0,2	0,9	0,6	1,2
Taseen loppusumma	6,7	11,7	11,9	11,3	11,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	2,5	6,8	6,9	7,3	8,1
Osakepääoma	0,1	4,7	4,7	4,7	4,7
Kertyneet voittovarot	-2,2	-2,6	-2,5	-2,1	-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	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	1,9	2,1	1,1	0,5
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	2,0	1,9	2,1	1,1	0,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,3	3,0	3,0	2,8	2,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,9	0,7	0,3	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	2,1	2,3	2,5	2,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,7	11,7	11,9	11,3	11,3

Arvostus 1/4

Kasvun ja kannattavuuden kehitys ohjaavat arvonnääritystä

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

Heeros on yhä kasvuvaiheessa, jossa se ei pyri optimoimaan kannattavuuttaan, mikä pitää kannattavuuden vielä potentiaalinen alapuolella lähivuosina. Tästä johtuen joudumme lyhyellä tähtämällä nojautumaan yhtiön arvostuksessa myös liikevaihtopohjaisiin arvostuskertoimiin. Suhteutamme liikevaihtokertoimia yhtiön orgaaniseen kasvuun sekä ohjelmistoalalla yleisesti käytettyyn kasvuun ja kannattavuuteen summaan ("Rule of 40"). Lisäksi Heeros alkaa saamaan hiljalleen tukea tulos pohjaisista kertoimista, jota tarkastelemme lähemmäksi hyvin yhtiön kassavirtaa kuvaavan liikearvon poistoista oikaistun liikevoiton (EBITA) kautta.

"Rule of 40" -mittari toimii SaaS-yhtiöille sikäli hyvin, että se huomioi yhtiöiden strategisen tasapainottelun kasvupanostuksen ja kannattavuuden välillä. Käytämme Heeroksen arvostustason määrittämisessä "Rule of 40" -lukua laskettuna suhteellisella liikevoitolla, joka oikaisee yhtiön aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistot. Heeros itse käyttää käyttökatetta tunnusluvun laskennassa. Tämä on myös varsin yleinen tapa sektorilla, mutta se ei lähemmäksi laita yhtiöitä täysin samalle viivalle, koska yhtiöt aktivoivat tuotekehityskuluja vaihtelevissa määrin.

Katsomme arvonnäärityksessä Heeroksen

liikevaihtoa kokonaisuutena. Heeroksen liikevaihdosta vain murto-osa (noin 7 %) on palveluliikevaihtoa. Heeroksen verokkiryhmän SaaS-yhtiöissä on palveluliiketoimintaa vaihtelevilla painoilla mukana, mikä heijastuu näiden yhtiöiden kannattavuuteen ja kasvuun ja parantaa siten yhtiöiden vertailukelpoisuutta.

Arvostuskertoimet ovat koholla

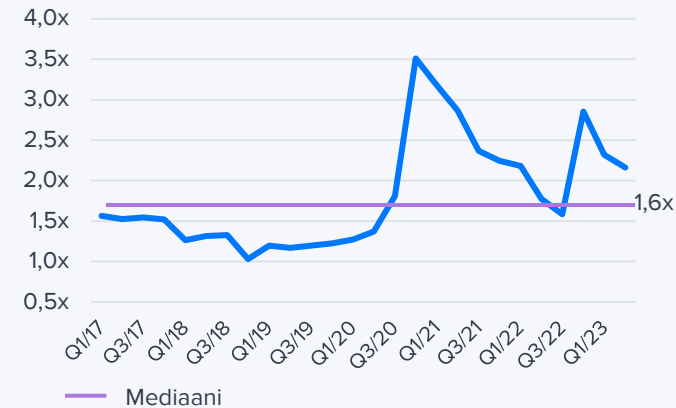
Heeroksen vuosien 2023-2024 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat korkeat 33x-22x. Vuonna 2025e oik. EV/EBIT painuu 16x, joka lähemmäksi käyvän arvonnäärityksen ylälaitaa, kun huomioidaan jäljellä oleva skaalautumispotentiaali (2025e oik. EBIT-%: 10 %). Nämä kertoimet ovat lähemmäksi absoluuttisesti koholla, mutta yhtiön tuloslaskelmassa tekemät kasvuinvestoinnit heikentävät vielä mittarin käyttökelpoisuutta. Tulos pohjaiset kertoimet tukevat Heeroksen arvostusta selkeämmin vasta myöhemmin.

Heeroksen EV/Liikevaihto -kertoimet ovat 2,4x-2,1x vuosille 2023-2024. Osakkeen historialliseen arvostustasoon (mediaani NTM* EV/S: 1,6x) nähden yhtiötä hinnoitellaan preemiolla, joskin 2020 nähtiin kannattavuuskäännöksen huomioiden hyvin perusteiden. Kertoimet saavat tukea toimialan pitkän aikavälin kasvunäkymistä sekä yhtiön skaalautuvasta ja jatkuviin tuottoihin nojaavasta liiketoimintamallista. Yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuden potentiaalilla (Inderes arvio 15-30 %:n oik. EBIT-%) simuloituna liikevaihto-kerroin vastaisi kohtuullisia 8-16x EV/EBIT -kertoimia vuodelle 2023. Yhtiön vielä rajallisiin kasvuun ja kannattavuuden näyttöihin nähden näissä kertoimissa on mielestämme nykyhetkessä varsin reilusti luottamusta sisällä.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,00	5,00	5,00
Osakemäärä, milj. kpl	5,23	5,23	5,23
Markkina-arvo	26	26	26
Yritysarvo (EV)	28	27	25
P/E (oik.)	39,0	26,3	19,4
P/E	>100	59,9	33,2
P/Kassavirta	31,0	23,0	17,0
P/B	3,8	3,6	3,2
P/S	2,3	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	2,4	2,1	1,9
EV/EBITDA (oik.)	11,1	9,1	7,4
EV/EBIT (oik.)	32,9	22,2	15,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

NTM* EV/Liikevaihto,
Q1/2017 –



Lähde: Inderes

*NTM=Next Twelve Months, 12kk eteenpäin katsova

Arvostus 2/4

Arvostus on verrokkiryhmään nähden kireä

Olemme valinneet Heeroksen verrokkiryhmään pääasiassa pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä, sillä ne heijastelevat hyvin paikallisten ohjelmistoyhtiöiden kasvuodotuksia. Lisäksi nämä yhtiöt ovat skaalaltaan ja osakkeen riskiprofiililtaan selvästi lähempänä Heerosta, kuin kansainväliset SaaS-verrokkit.

EV/Liikevaihto-kertoimilla Heeros on arvostettu vuonna 2023-2024 noin 40 % alle vertailuryhmän mediaaniin 4,3x-3,3x. Heerokselle ennustamamme kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (2024e: 19 %) on verrokkien mediaaniin nähden 40 % matalampi (2022e: 31 %). Tähän suhteutettuna yhtiötä hinnoitellaan linjassa verrokkeihin. Yhtiöltä olisi mielestämme nykyhetkessä perusteltua vaatia kasvun ja kannattavuuden alennuksen lisäksi noin 10-20 %:n alennusta verrokkeihin nähden. Vaadittavaa alennusta kasvattaa nähdäksemme yhtiön verrokkiryhmää pienempi kokoluokka sekä yhtiön kasvun ja kannattavuuden ennustamiseen liittyvät epävarmuudet vähäisistä näytöistä johtuen. Siten yhtiön arvostus on verrokkeihin nähden mielestämme kireä. Tämä arvostuskuva on vastaava myös laajempaan eurooppalaiseen SaaS-verrokkiryhmään peilattuna (ks. s. 34).

DCF-arvonmääritys ja skenaariot

Heeroksen arvonmäärityksessämme rahavirtamallin (DCF) rooli on toimia arvonmäärityksen tarkistuspisteenä. Yhtiön liiketoiminnan kehityksen ennustamisessa riskit ovat korkeat, jonka takia malliin ei voi täysin tukeutua. Kassavirtamalli antaa kuitenkin hyvän indikaation ennustamiemme skenaarioiden

kassavirroille.

Nykyennusteidemme mukainen DCF-mallimme velaton arvo (EV) Heerokselle on noin 24 MEUR, mikä vastaa 4,6 euron osakekohtaista arvoa. DCF-mallin pitkän aikavälin potentiaaliin nähden yhtiötä arvostetaan siten 9 %:n preemiolla. DCF-mallin ikuisuusoletuksena vuodesta 2034 eteenpäin oletamme konservatiivisesti liikevoitto-%:n olevan 19 % ja kasvun 2 %. Ikuisuusoletuksen (vuoden 2032 jälkeen tulevien kassavirtojen) painoarvo arvossa on skaalatuvalle kasvuyhtiölle kohtuullinen 52 %, joskin huomattava. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 10,4 %:iin (aik. 11,0 %). Tarkastimme oman pääoman kustannusta lievästi alaspäin (11,0 %, aik. 11,7 %) saatuamme raportin laatimisen yhteydessä hieman lisää luottamusta yhtiön laajemman tuoteportfolion strategian onnistumisen edellytyksiin. Liikearvopoistot huomioidaksemme käytämme DCF-mallissamme 12 vuoden ennustejaksoa.

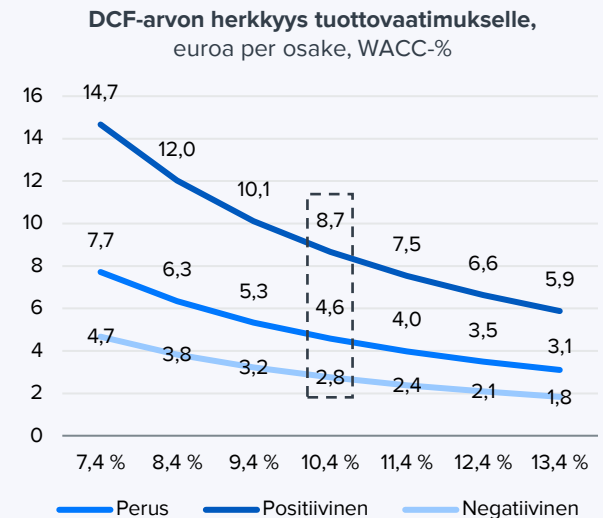
Olemme myös tehneet DCF-skenaariot, jotka jatkavat vuoden 2025 skenaarioiden mukaisia ennusteitamme. Skenaarioiden taustaoletuksia on kuvattu seuraavassa osiossa vuoteen 2025 asti ja tästä eteenpäin seuraavan sivun kuvaajassa. Pessimistisessä DCF-skenaariossa osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu 2,8 €/osake. Optimistisessä skenaariossa osakekohtaiseksi arvoksi muodostuu vastaavasti 8,7 €/osake. Heeroksen DCF-laskelma ja arvostus ovat erittäin herkkiä käyttämällemme tuottovaatimukselle, joten esimerkiksi korkoympäristön muutokset voivat heiluttaa arvostustasoa rajusti. Arvostus on myös erittäin herkkä muutoksille yhtiön kasvu- ja kannattavuusodotuksissa.

Heeroksen arvostusta tukevat tekijät

- Markkinan hyvä pitkän aikavälin kasvunäkymä
- Tehty kannattavuuskäännö, näytöt skaalautuvasta kasvusta ja korkea myyntikate
- Jatkuviin tulovirtoihin perustuva skaalautuva liiketoiminta
- Hyvä asiakaspito ja kasvuedellytykset nykyisessä asiakaskunnassa
- Palveluliiketoiminnan pieni osuus

Arvostusta heikentävät tekijät

- Uusmyynnin vaisu menestyminen viime aikoina
- Näkyvyys kannattavuuspotentiaaliin vielä heikko
- Puuttuvat näytöt kansainvälistymisen onnistumisesta
- Haastajan rooli useimmilla kohdemarkkinoilla
- Pieni kokoluokka



Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2024e
Admicom Oyj	215	209	16,9	15,1	16,7	14,9	6,3	5,8	5 %	6 %	37 %	38 %	45 %
Briox AB	17	15					12,4	9,1	56 %	36 %	-150 %	-90 %	-54 %
Carasent ASA	111	53	70,5	21,4	12,2	7,1	2,5	2,1	28 %	19 %	3 %	10 %	29 %
Efecte Oyj	67	66		45,0	259,5	30,4	2,6	2,3	16 %	14 %	-1 %	5 %	20 %
Esker SA	785	763	33,1	27,4	21,9	18,4	4,3	3,7	11 %	17 %	13 %	14 %	31 %
Fortnox AB	3838	3832	64,4	45,2	52,2	37,6	25,7	19,4	32 %	32 %	40 %	43 %	75 %
Huddlestock	30	31			176,0	27,1	4,4	2,7	59 %	61 %	-19 %	-3 %	58 %
Leaddesk Oyj	58	61	41,8	20,6	14,5	10,0	2,0	1,7	9 %	13 %	5 %	8 %	22 %
Lemonsoft	154	144	19,2	17,2	18,5	16,0	5,6	5,0	14 %	8 %	29 %	29 %	38 %
Signup Software	159	135	42,2	23,7	31,0	21,4	4,9	4,0	25 %	22 %	12 %	17 %	39 %
Simcorp A/S	2821	2826	23,7	18,9	20,9	17,4	4,7	4,4	10 %	8 %	20 %	23 %	31 %
Talenom Oyj	380	452	28,0	23,8	12,2	11,4	3,6	3,0	24 %	24 %	13 %	13 %	36 %
WithSecure	269	213				28,4	1,4	1,2	14 %	13 %	-13 %	-3 %	10 %
Nordhealth	86	71				24,2	2,0	1,7	23 %	16 %	-35 %	-19 %	-3 %
Heeros (Inderes)*	26	28	32,9	22,2	11,1	9,1	2,4	2,1	5 %	9 %	7 %	10 %	19 %
Keskiarvo			37,7	25,8	57,8	20,3	5,9	4,7	23 %	21 %	-3 %	6 %	27 %
Mediaani	157	139	33,1	22,6	20,9	18,4	4,3	3,4	19 %	17 %	8 %	11 %	31 %
Erotus-% vrt. mediaani	-83 %	-80 %	0 %	-2 %	-47 %	-51 %	-44 %	-37 %	-76 %	-44 %	-13 %	-15 %	-39 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostus 3/4

Skenaarioiden valossa nykyarvostus on kireää ja vaatisi yhtiöltä erittäin vahvaa suorittamista

Käytämme arvonmäärityksen tukena skenaarioita, joilla arvioimme Heeroksen arvostusta vuonna 2026. Peilaamme tästä muodostuvaa sijoittajan nykyhetkessä odottamaa vuotuista tuotto-odotusta kannettuihin riskeihin. Näkyvyys Heeroksen pitkän aikavälin kehitykseen on rajallinen johtuen vielä ohuista kasvunäytöistä, joten vuosi 2026 on melko kaukana oleva tukipiste yhtiön arvonmääritykselle. Skenaariot havainnollistavat kuitenkin hyvin yhtiön potentiaalia strategian toteutuksen onnistuessa.

Nykyennusteiden mukaisessa perusskenaariossa Heeroksen liikevaihto kasvaa noin 8 % vuodessa ja EBITA-marginaali vahvistuu 15 %:iin. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus on tuottovaatimusta matalampi 5 %. Ennusteriskit ovat jaksolla lisäksi koholla johtuen vaikeasta talousympäristöstä ja yhtiön vielä vaisuhkoista näytöistä kasvun osalta.

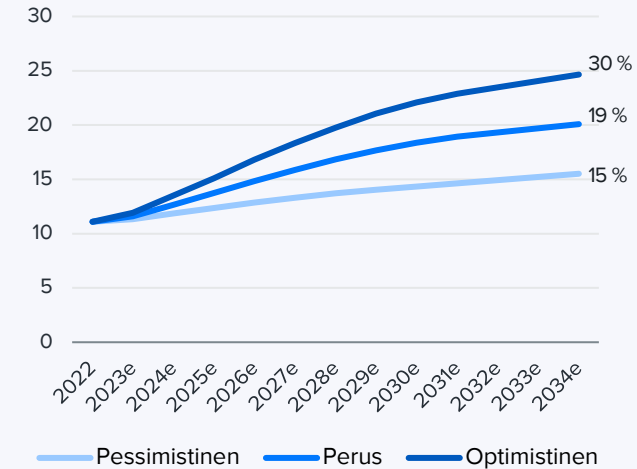
Optimistisessa skenaariossa Heeros pääsee tavoittelemaansa yli 40 %:n liikevaihdon orgaanisen kasvun ja käyttökate-%:n summaan vuosina 2024-2026 (41-43 %). Liikevaihto kasvaa keskimäärin noin 12 % vuodessa. EBITA-% vahvistuu 20 %:iin vuonna 2026. Skenaariossa kansainväliset panostukset alkavat tuottaa tulosta, nykyinen laajempi tarjoama näkyy vahvistuvana uusmyyntinä, mikä myös pitää nykyasiakkaiden laajennukset hyvällä tasolla (NRR: ~110 %). Skenaariossa talouden epävarmuus alkaa hellittämään selkeästi H2'23:lla. Hyvä orgaaninen kasvu näkyy myös skaalautuvana kannattavuutena. Kasvunäkymä näyttäytyy hyvänä myös vuoden 2026 jälkeen onnistuneella tuoteportfolion laajennuksella. Skenaario vaatisi

yhtiöltä selvää kasvun vahvistumista, emmekä näe skenaarion olevan nykyhetkenä kovin todennäköinen, kun otetaan huomioon talouskuvaan liittyvä epävarmuus. Skenaariossa liikevaihtopohjainen hyväksyttävä arvostus nousee 3,0x:ään vahvan kannattavuuden seurauksena. Skenaarion näytöillä hyväksyttävä EV/EBITA kerroin olisi nähdäksemme 15x-luokkaa, mikä sisältäisi yhä odotuksia kasvun jatkumisesta ja kannattavuuden skaalautumisesta. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus olisi kuitenkin hyvin houkutteleva 23 %, mikä heijastelee Heeroksessa piilevää potentiaalia kasvustrategian onnistuessa erinomaisesti.

Pessimistisessä skenaariossa Heeroksen liikevaihto kasvaa keskimäärin vain noin 4 % vuodessa. Tämä olisi markkinan trendit huomioiden matala taso ja tarkoittaisi yhtiön kohtaavan merkittäviä ongelmia myynnissä sekä tuotteensa kilpailukyvyyn ylläpidossa ja vahvistamisessa. Lisäksi skenaariossa talouden epävarmuus jatkuu vielä selkeästi vuonna 2024. EBITA-% skaalautuisi skenaariossa 12 %:iin. Skenaariossa liikevaihtopohjainen hyväksyttävä arvostus on 1,5x. Hyväksyttävä EV/EBITA-kerroin olisi nähdäksemme 13x-luokkaa. Arvostusta tukisi tässäkin skenaariossa nähdäksemme selkeästi korkeampi potentiaalinen kannattavuustaso. Skenaarion vuotuinen tuotto-odotus on negatiivinen -9 %.

Heeroksella on voimassa 390 tuhannen osakkeen kattavat optio-ohjelmat, joissa merkintäaika osuu seuraavan kuuden vuoden ajalle. Optioita on merkkäämatta noin 380 tuhatta. Merkintähinnat ovat 2,2-6,1e välillä. Optioiden diluutiovaikutus olisi toteutuessaan melko vähäinen (noin 7 %

Skenaarioiden liikevaihdot ja terminaalikannattavuus, MEUR ja EBIT-%



Arvostuksen skenaarioanalyysi

Vuonna 2026	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Muuttuja liikevaihdon kasvu-%	4 %	8 %	12 %
Muuttuja EBITA-%	12 %	15 %	20 %
Muuttuja liikevaihto MEUR	12,9	14,8	16,8
x kerroin liikevaihto	1,5	2,0	3,0
x kerroin EBITA	11	13	15
("Rule of 40": EBITA)	16 %	23 %	32 %
= EV (EV/liikevaihto)	19	30	50
= EV (EV/liikevoitto)	16	29	52
Keskiarvo (EV)	18	29	51
+Nettokassa+osingot	1	3	6
=Markkina-arvo	18	32	57
Osakekurssi	3,5	6,1	10,8
Tuotto	-30 %	22 %	117 %
Vuotuinen tuotto	-9 %	5 %	23 %

Arvostus 4/4

osakekannasta, nettovaikutusta lieventää merkintähinnan kassavaikutus), jonka vuoksi emme huomioi niitä ennusteissamme, mutta niillä on pieni vaikutus tuottovaatimukseemme.

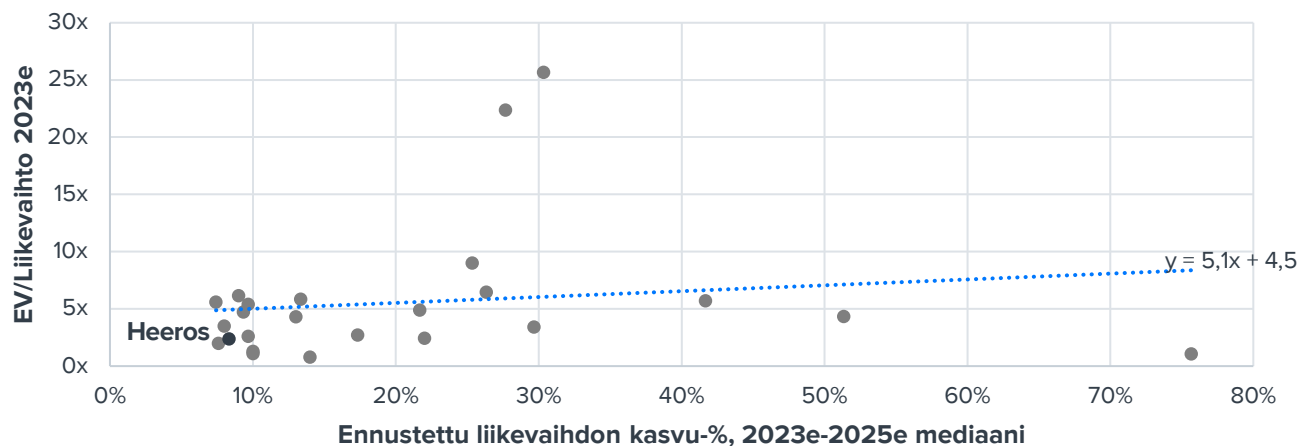
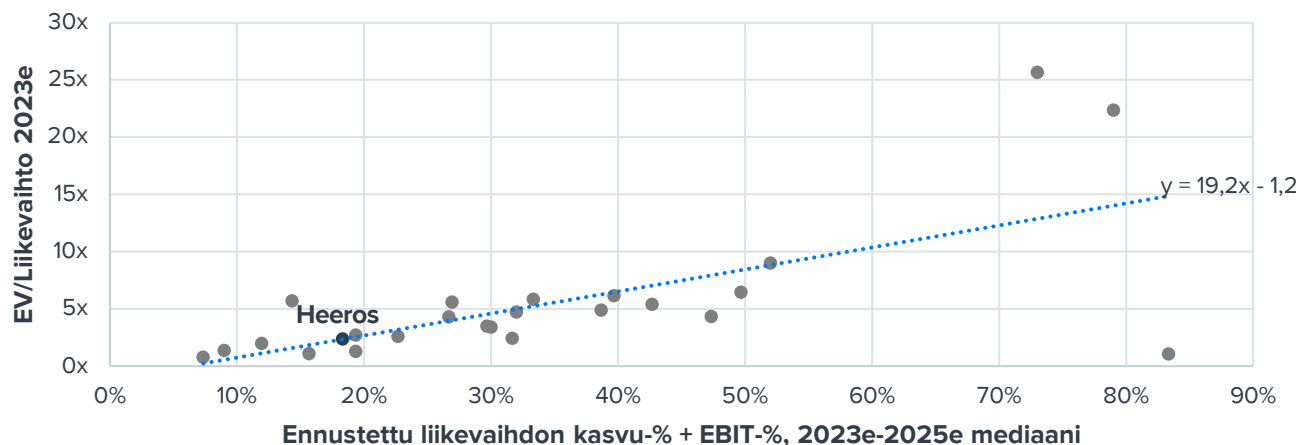
Potentiaalia riittää, mutta riskit painavat toistaiseksi enemmän

Mikäli Heeroksen laajentuminen kokonaisvaltaiseksi yritysohjelmistojen tarjoajaksi onnistuu sen strategian mukaisesti, voisi yhtiössä olla merkittävää tuottopotentiaalia. Strategiamuutos on toisaalta vielä tuore, eikä yhtiö ole viime vuosina yltänyt asettamiinsa strategisiin tavoitteisiin. Kaipaammekin yhtiöltä näyttöjen kautta parempaa näkyvyyttä strategian tuottamaan kasvuun ja sen vaatimiin kasvupanoksiin. Lisäksi epävarma taloustilanne nostaa uusmyynnin vaikeusastetta, mikä tuo yhtiön kasvuun lyhyellä aikavälillä vastatuulta ja viivästyttää toivomiemme näyttöjen pintaautumisen aikataulua.

Nostamme tavoitehintamme 4,4 euroon (aik. 3,8 €). Muutoksen taustalla on raportin yhteydessä laskenut tuottovaatimuksemme, sillä yllä mainituista tekijöistä huolimatta luottamuksemme yhtiön strategian onnistumiseen edellytyksiin kasvoivat raportin laatimisen yhteydessä. Heeros saa myös nyt tukea kansainvälisesti kokeneilta ohjelmistosijoittajilta, joiden uskomme tukevan Heeroksen muutosmatkan tekoa. Lisäksi uusien pääomistajien maksamat 4,6–4,8 euron ostohinnat nähdäksemme tukevat yhtiön arvostusta eikä yrityskauppaoptio ei ole poissuljettu, mikäli osakekurssi valuisi alas.

Verrokkien liikevaihtokertoimet suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen

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

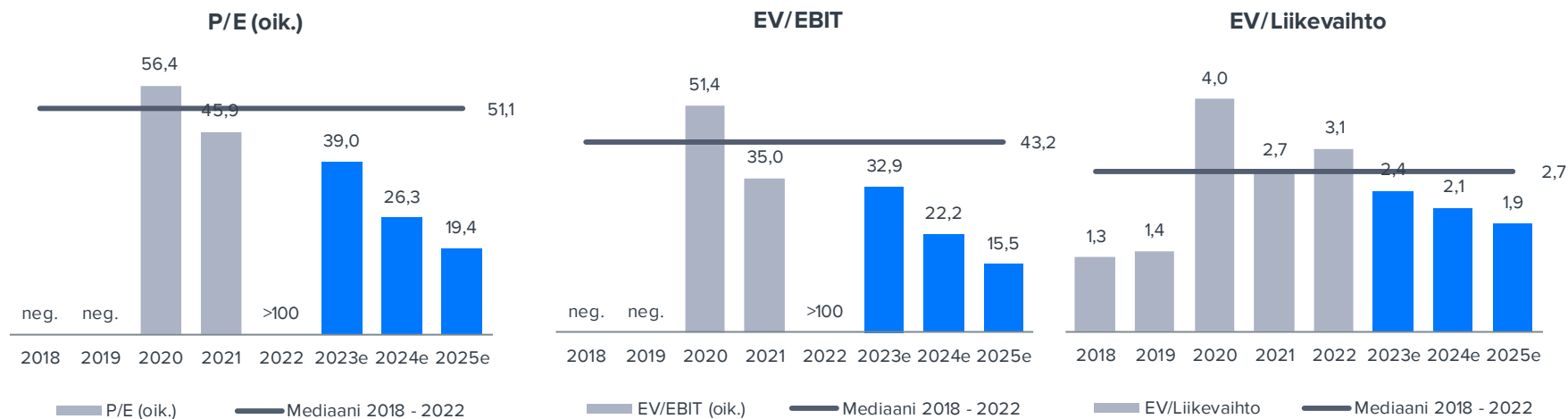


- Pohjoismaisen verrokkiryhmän lisäksi tarkastelemme arvostusta Eurooppalaiseen SaaS-verrokkiryhmään nähden. Sisällytämme ryhmään vain positiivisen kasvun ja kannattavuuden summan yhtiöt, sillä nämä ovat kehitysvaiheeltaan nähdäksemme vertailukelpoisempia Heerokseen.
- Myös Eurooppalainen verrokkiryhmä on koti- ja kohdemarkkinoiltaan varsin vertailukelpoinen Heerokseen.
- Kasvu ja kannattavuus vastaavasti ohjaavat selvästi ryhmän arvostusta. Heerosta hinnoitellaan tähän suhteutettuna linjassa verrokkeihin. Heerokselle on nähdäksemme lähtökohtaisesti perusteltua vaatia alennusta eurooppalaisiin verrokkeihin yhtiön pienen koon ja kehitysvaiheen takia. Lisäksi yhtiön kasvun näytöt ja siten ennusteriskit ovat nähdäksemme edelleen koholla.
- Aiempiin vuosiin poiketen kasvuun suhteutettu arvostus ei enää korreloi vertailuryhmässä vahvasti arvostukseen. Taustalla lienee rahoitusolojen kiristymisen tuoma riskitason nousu negatiivisen kassavirran yhtiöissä, joiden rahoituksen saatavuus voi olla epävarmaa.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osaakekurssi	2,02	2,22	7,50	5,30	6,14	5,00	5,00	5,00	5,00
Osakemäärä, milj. kpl	4,35	4,35	4,42	4,46	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23
Markkina-arvo	8,8	9,8	33	24	32	26	26	26	26
Yritysarvo (EV)	10	12	35	25	35	28	27	25	24
P/E (oik.)	neg.	neg.	56,4	45,9	>100	39,0	26,3	19,4	14,4
P/E	neg.	neg.	>100	45,9	neg.	>100	59,9	33,2	20,8
P/Kassavirta	neg.	neg.	37,3	neg.	neg.	31,0	23,0	17,0	13,1
P/B	4,4	5,4	17,0	9,5	4,8	3,8	3,6	3,2	2,8
P/S	1,1	1,1	3,8	2,6	2,9	2,3	2,1	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	4,0	2,7	3,1	2,4	2,1	1,9	1,6
EV/EBITDA (oik.)	14,2	13,0	24,3	12,7	17,3	11,1	9,1	7,4	5,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	51,4	35,0	>100	32,9	22,2	15,5	10,6
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 %

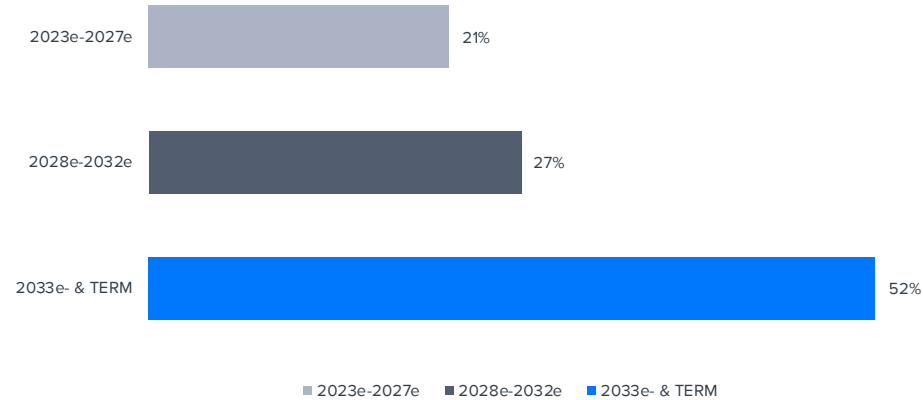
Lähde: Inderes



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	20,5 %	4,6 %	9,3 %	8,5 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-2,1 %	2,5 %	5,2 %	8,0 %	11,2 %	12,5 %	14,2 %	15,9 %	17,5 %	18,6 %	20,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Liikevoitto	-0,2	0,3	0,7	1,1	1,7	2,0	2,4	2,8	3,2	3,5	3,9	3,7	3,8	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	1,8	1,8	1,8	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	2,7	2,5	3,0	3,4	3,8	4,1	4,4	4,7	5,0	5,3	5,0	4,9	4,9	
+ 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	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-8,2	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,5	0,8	1,1	1,5	2,0	2,2	2,6	2,9	3,2	3,4	3,1	3,0	3,1	
+/- Muut	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,4	0,8	1,1	1,5	2,0	2,2	2,6	2,9	3,2	3,4	3,1	3,0	3,1	37,5
Diskontattu vapaa kassavirta		0,8	1,0	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,2	1,0	1,0	11,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		26,5	25,7	24,8	23,6	22,2	20,8	19,4	17,9	16,4	14,9	13,8	12,7	11,7
Velaton arvo DCF		26,5												
- Korolliset velat		-2,8												
+ Rahavarat		0,2												
-Vähemmistöosuus		0,0												
-Osinko/pääomapalautus		0,0												
Oman pääoman arvo DCF		23,9												
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,6												

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	8,8	9,2	11,1	11,6	12,7	EPS (raportoitu)	0,00	0,12	-0,08	0,02	0,08
Käyttökate	1,4	2,0	2,0	2,5	3,0	EPS (oikaistu)	0,13	0,12	0,03	0,13	0,19
Liikevoitto	0,2	0,7	-0,2	0,3	0,7	Operat. kassavirta / osake	0,40	0,22	0,52	0,49	0,57
Voitto ennen veroja	0,1	0,6	-0,3	0,1	0,5	Vapaa kassavirta / osake	0,20	-0,05	-0,07	0,16	0,22
Nettovoitto	0,0	0,5	-0,4	0,1	0,4	Omapääoma / osake	0,45	0,56	1,29	1,31	1,40
Kertaluontoiset erät	-0,5	0,0	-0,6	-0,6	-0,6	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	5,8	6,7	11,7	11,9	11,3	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	5 %	20 %	5 %	9 %
Oma pääoma	2,0	2,5	6,8	6,9	7,3	Käyttökatteen kasvu-%	57 %	40 %	0 %	27 %	18 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-456 %	7 %	-54 %	157 %	43 %
Nettovelat	1,3	1,6	2,6	1,8	0,8	EPS oik. kasvu-%	-283 %	-13 %	-74 %	330 %	48 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	16,3 %	21,7 %	18,0 %	21,8 %	23,5 %
Käyttökate	1,4	2,0	2,0	2,5	3,0	Oik. Liikevoitto-%	7,7 %	7,9 %	3,0 %	7,3 %	9,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	-0,9	0,8	0,1	0,1	Liikevoitto-%	2,3 %	7,9 %	-2,1 %	2,5 %	5,2 %
Operatiivinen kassavirta	1,8	1,0	2,7	2,5	3,0	ROE-%	1,2 %	23,1 %	-8,7 %	1,7 %	6,2 %
Investoinnit	-1,0	-1,2	-8,2	-1,7	-1,8	ROI-%	5,1 %	16,3 %	-3,2 %	3,1 %	7,2 %
Vapaa kassavirta	0,9	-0,2	-0,4	0,8	1,1	Omavaraisuusaste	34,0 %	36,8 %	57,8 %	57,5 %	64,8 %
						Nettovelkaantumisaste	66,4 %	63,6 %	37,8 %	26,6 %	10,9 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	4,0	2,7	3,1	2,4	2,1						
EV/EBITDA (oik.)	24,3	12,7	17,3	11,1	9,1						
EV/EBIT (oik.)	51,4	35,0	>100	32,9	22,2						
P/E (oik.)	56,4	45,9	>100	39,0	26,3						
P/B	17,0	9,5	4,8	3,8	3,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/04/2021	Lisää	8,00 €	7,06 €
01/07/2021	Lisää	7,50 €	6,46 €
12/08/2021	Lisää	7,20 €	6,06 €
07/10/2021	Lisää	6,40 €	5,42 €
22/10/2021	Lisää	6,60 €	6,00 €
16/11/2021	Lisää	7,00 €	6,38 €
28/12/2021	Lisää	6,00 €	5,26 €
04/02/2022	Lisää	5,60 €	5,16 €
22/04/2022	Vähennä	4,50 €	4,44 €
09/06/2022	Vähennä	4,00 €	3,63 €
15/07/2022	Vähennä	4,00 €	3,82 €
14/10/2022	Vähennä	3,30 €	3,13 €
01/12/2022	Myy	3,30 €	4,80 €
01/02/2023	Myy	3,80 €	5,80 €
04/04/2023	Vähennä	4,40 €	5,00 €

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.**