

# Heeros

**Sijoitustutkimus**

**9/2016**

**inde  
res.**

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän luottamuksellisen tutkimuksen Heeros Oyj:stä ("Yhtiö"), ja tutkimus on laadittu vain rajoitettua joukkoa varten taustatiedoksi. Tätä tutkimusta ei missään tapauksessa ole tarkoitettu annettavaksi yleisölle Suomessa tai missään muualla eikä julkistettavaksi millään tavoin.

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopaperien markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa. Yhtiö ei ole tehnyt päätöstä listautumisesta, eikä ole varmuutta siitä, että listautuminen toteutuu. Mahdolliseen listautumiseen liittyvä materiaali, mukaan lukien virallinen esite, laaditaan ja julkaistaan myöhemmin, jos listautuminen toteutuu.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus saattaa sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetyistä seikoista. Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Yhtiö ei ole sitoutunut toteuttamaan listautumista tai mitään muutakaan Yhtiötä koskevaa järjestelyä. Yhtiötä koskevista hankkeista voidaan luopua ilman ennakoilmoitusta ja ilman, että lukijalle annetaan mitään tietoa luopumisesta.

Tämä tutkimus ei ole arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoja Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopaperien hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus on luottamuksellinen ja tarkoitettu ainoastaan vastaanottajalle. Tätä tutkimusta tai sen sisältämiä tietoja ei saa kopioida tai antaa eteenpäin millään tavalla ilman Yhtiön nimenomaista suostumusta. Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Yhdysvalloissa, Kanadassa, Australiassa, Hongkongissa, Etelä-Afrikassa, Singaporessa tai Japanissa. Tämä tutkimus ei ole tarjous Heeros Oyj:n osakkeiden myymiseksi Yhdysvaltoihin tai Yhdysvalloissa, eikä osakkeita saa tarjota tai myydä Yhdysvalloissa, ellei niitä ole rekisteröity Yhdysvaltain vuoden 1933 arvopaperilain (muutoksineen) tai minkään Yhdysvaltain osavaltion tai muun alueen soveltuvien arvopaperilakien tai niiden nojalla annettujen säännösten ja määräysten mukaisesti tai ellei rekisteröintivelvollisuudesta ole poikkeusta.

# Tilitoimiston paras ystävä

Heeros on itsenäisenä ohjelmistotoimittajana näkemysmme mukaan hyvin asemoitunut tilitoimistoalan kilpailu- ja digitalisaatiomurrokseen. Yhtiö joutuu kuitenkin tekemään vielä merkittäviä tuotekehitys-, kasvu- ja kansainvälistymispanostuksia saavuttaakseen tavoittelemansa aseman. Heeroksen kokonaan SaaS-malliin pohjautuva liiketoiminta tarjoaa etumatkaa kilpailussa sekä oikeuttaa yhtiölle korkean arvostuksen.

## Skaalautuva SaaS-liiketoimintamalli

Vuonna 2000 perustettu Heeros tarjoaa taloushallinnon ohjelmistoratkaisuja SaaS-pohjaisesti (Software as a Service) tilitoimistoille ja pk-yrityksille. Ohjelmistoala käy läpi murrosta asiakkaiden kysynnän siirtyessä lisenseistä pilvipohjaisiin SaaS-palveluihin, mikä on aiheuttanut paineita monien ohjelmistoyhtiöiden kasvuun ja kannattavuuteen. Heeros toimii jo valmiiksi täysin pilvipohjaisella SaaS-mallilla, eikä yhtiöllä ole vanhoja, hiipuvia liiketoimintoja rasitteenaan. SaaS-malli tuo yhtiön liiketoimintaan ennustettavuutta (85 % toistuvaislaskutusta) ja kilpailuetua alan vakiintuneisiin toimijoihin nähden.

## Alan kilpailuasetelma Suomessa on Heerokselle otollinen

Taloushallinnon ohjelmistomarkkina sekä Suomen asema sähköisen taloushallinnon edelläkävijämaana tarjoaa hedelmällisen perustan Heeroksen kaltaiselle pilvipohjaisten ohjelmistojen toimittajalle kasvaa kotimaassa ja kansainvälisesti. Heeroksen markkinoiden kasvua ajavat 1) ohjelmistokysynnän siirtyä pilveen, 2) pk-yritysten taloushallinnon heikko sähköistymisen aste, 3) tilitoimistojen tarve siirtyä sähköiseen taloushallintoon tai päivittää vanhoja järjestelmiä moderneihin ratkaisuihin, 4) verkkolaskutuksen yleistymisen ja sitä kautta taloushallinnon digitalisoituminen sekä 5) regulaatiopaine. Heeros on Suomen markkinalla haastajan asemassa kahta suurempaa ja vahvempaa kilpailijaa vastaan. Accountorin ja Visman Suomeen rakentama oligopolistinen kilpailutilanne tekee kuitenkin Heeroksesta houkuttelevan kumppanin tilitoimistoille. Yhtiö erottuu Suomessa erityisesti sillä, ettei se kilpaile omien asiakkaiden kanssa, vaan on tilitoimistolle riippumaton digitalisaatiokumppani.

## Lähivuodet investoidaan tuotteisiin ja kansainvälistymiseen

Heeros on strategiassaan vielä kasvu- ja kehitysvaiheessa, koska tilitoimistojen markkinan murros sekä kansainvälisten markkinoiden avautuminen tarjoavat houkuttelevan kasvumahdollisuuden. Yhtiö on viime vuosien aikana saanut laajennettua tuoteportfolionsa sellaiseen kuntoon, joka mahdollistaa kokonaisratkaisujen myynnin tilitoimistoille ja siten asiakkaiden käyttästeen merkittävän kasvun. Suhtaudumme kuitenkin lievällä varauksella yhtiön kansainvälistymiseen, sillä näkemysmme mukaan Heeroksen kannattaisi kohdentaa resursseja kotimarkkinalle, missä sillä on parhaat kasvuedellytykset.

## Arvioimme yhtiön osakekannan arvoksi 9,6-16,6 MEUR

Heeroksen tulos tulee olemaan ennusteessamme nollan tuntumassa vielä tämän ja ensi vuoden ajan johtuen kasvuinvestoinneista. Arvioimme mukaan yhtiö tulee saavuttamaan täyden tulospotentialinsa aikaisintaan vuosikymmenen lopulla, jolloin yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset vähintään 15-20 % tasolla olevaan liikevoittoon. Skaalautuva ja hyvin ennustettava SaaS-liiketoimintamalli sekä sektorin yhtiöiden ja yrityskauppojen korkeat suhteelliset arvostukset tukevat Heeroksen osakkeen arvostusta verrattuna muihin IT-yhtiöihin. Arvioimme Heeroksen osakekannan arvon asettuvan 9,6-16,0 MEUR haarukkaan.

## Analytikot

Joni Grönqvist  
+ 358 40 515 3113  
joni.gronqvist@inderes.fi



Mikael Rautanen  
+ 358 50 3460321  
mikael.rautanen@inderes.fi



## Arvostus

<b>Edellinen rahoituskierrös</b>	<b>10/2015</b>
<b>Valuaatio ed. kierroksella</b>	<b>8,4 M€</b>
<b>Valuaatio / osake</b>	<b>2,7 €</b>
<b>Valuaatioarvio (Inderes)</b>	<b>9,6-16,0 M€</b>
<b>Arvio / osake</b>	<b>2,9-4,8€</b>

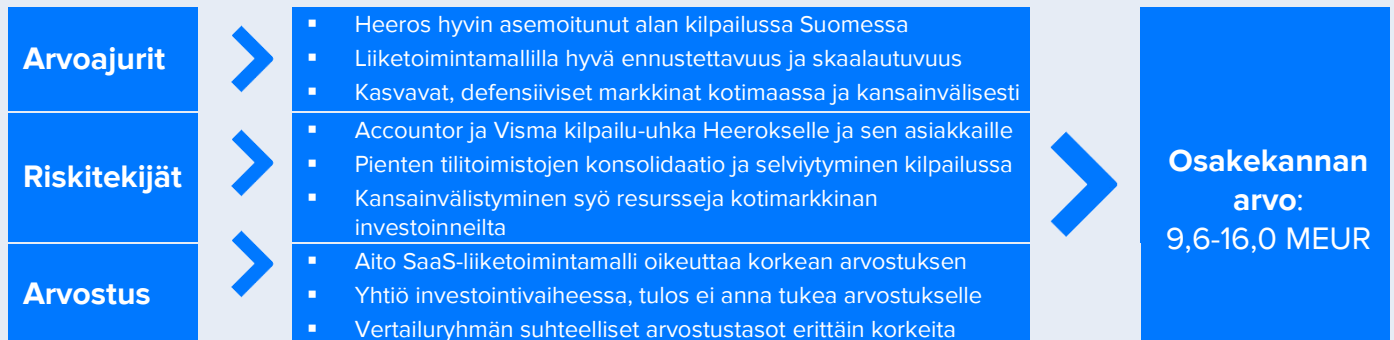
## Avainluvut

TEUR	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	5424	6750	8161	9860
- kasvu-%	15 %	24 %	21 %	21 %
EBIT	-64,5	-54,1	166,9	786,6
- EBIT-%	-1,2 %	-0,8 %	2,0 %	8,0 %
Tulos ennen veroja	-228,5	-224,1	54,7	698,1
Nettotulos	-228,7	-224,1	43,8	558,5
EPS (oik.)	-0,07	-0,07	0,01	0,17

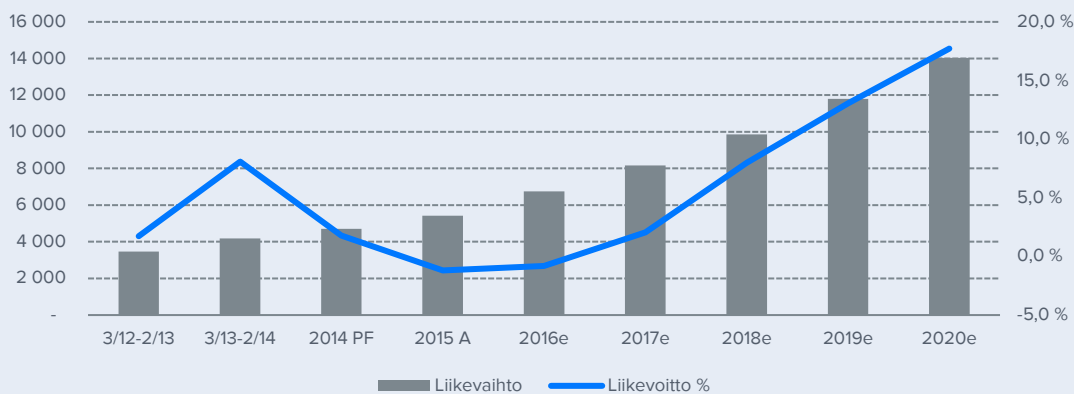


# Heeros yhteenveto

## Sijoitusnäkemys



## Liiketoiminnan kehitys



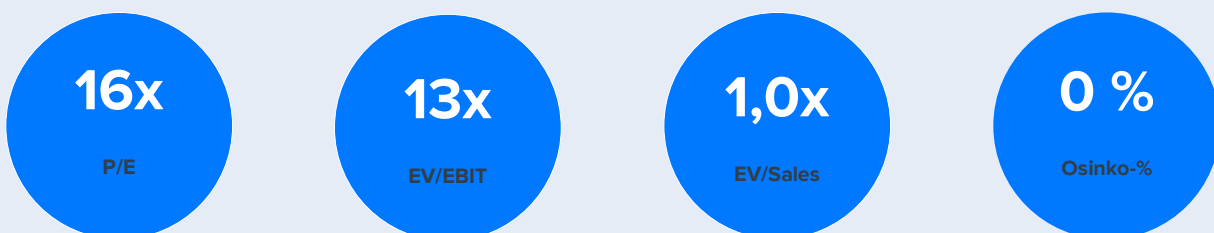
Lähde: Heeros, ennuste Inderes

## Liiketoimintarakenne



Lähde: Heeros

## Arvostus 2018e, edellisen rahoituskierröksen valuatiolla



# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli .....	6
Toimiala ja kilpailu .....	10
Strategia .....	18
Ennusteet ja arvonmääritys.....	22
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	28
Tiivistelmä .....	30
Vastuuvapauslauseke .....	31

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Vuonna 2000 perustettu Heeros tarjoaa taloushallinnon ohjelmistoratkaisuja SaaS-pohjaisesti (Software as a Service eli ohjelmistovuokraus) tilitoimistoille ja pk-yrityksille. Heeros työllistää noin 66 työntekijää ja yhtiöllä on toimipisteet Helsingissä, Jyväskylässä, Turussa, Rotterdamissa ja Tukholmassa. Yhtiö on kehitysvaiheeltaan voimakkaassa kasvussa oleva teknologiayhtiö. Heeroksella on jo Suomessa kohtalaisen hyvä markkina-asema ja merkittävää kasvupotentiaalia, minkä lisäksi yhtiö on jo ottanut ensimmäiset askeleet kansainvälistymiseen. Heeroksen historiallinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut yli 20 % tasolla, mutta yhtiön tulos on vielä nollan tuntumassa kasvuinvestoinneista johtuen. SaaS-liiketoimintamalli tuo yhtiön liiketoimintaan ennustettavuutta, skaalautuvuutta ja kilpailuetua. Lisäksi asiakkaiden ohjelmistohankintojen siirtyä paikallisesti asennettavista ohjelmistoista SaaS-ratkaisuihin tukee Heeroksen kasvunäkymää.

## Yhtiökuvaus

### Digitaalisen taloushallinnon kokonaisjärjestelmä

Heeros on digitaalisen taloushallinnon kokonaisjärjestelmä, jota voidaan käyttää niin yksittäisinä moduuleina kuin kattavana kokonaispalveluna. Heeroksen tuoteperhe kattaa pilvipalveluina kaikki digitaalisen taloushallinnon prosessit, kuten osto- ja myyntilaskujen käsittelyn ja arkistoinnin sekä kirjanpidon ja palkanlaskennan. Heeros-ratkaisuja käyttää yli 8000 yritystä ja yhteisöä, joiden kautta ohjelmistolla on yli 30 000 käyttäjää. Yhtiön ohjelmistojen kautta välitetään yli 400 000 laskua kuukaudessa. Heeros tarjoaa ratkaisujaan suoraan yrityksille (noin 30 % liikevaihdosta) tai Heeros-kumppaneina toimivien tilitoimistojen kautta (noin 70 % liikevaihdosta).

Heeroksen asiakaskunta on erittäin hajautunut. Kymmenen suurinta asiakasta tuovat noin 15 % yhtiön liikevaihdosta. Näistä yhdeksän on tilitoimistoasiakkaita, joten todellinen loppukäyttäjien määrä on huomattavasti suurempi. Yhtiö osti vuonna 2015 pienen Aboa Data Oy:n liiketoiminnan, minkä kautta yhtiö sai palkanlaskennan ohjelmiston tuoteportfolioonsa sekä noin 500 palkanlaskennan asiakasta.

Heeroksella on omistajia 227, joista suurin osa tuli omistajiksi Invesdorin joukkorahoituskerroksella 2015. Yhtiön suurin omistaja on Heeroksen perustaja Pekka Räisänen 58,2 % osuudella. Yhtiön toimitusjohtaja Matti Lattu omistaa yhtiöstä 16,4 %. Yhtiön muina omistajina on Heeroksen henkilöstöä ja asiakasyrityksiä. Yhtiöllä ei ole ollut historiassa merkittävää ulkopuolista rahoittajaa.

### Yhtiö suunnittelee listautumista kasvun rahoittamiseksi

Heeros sai kehitettyä nopeasti ensimmäiset tuotteensa 2000-luvun alkupuolella (ostolaskujen kierrätys, skannattujen laskujen optinen tulkinta sekä arkistointi).

Kohderyhmäksi yhtiö valitsi jo alkuvaiheessa tilitoimistot, koska niiden asiakkaina on 95 % Suomen kirjanpito-velvollisista organisaatioista. Yhtiö joutui kulkemaan kuitenkin pitkän tien ennen kaupallisen menestyksen käynnistymistä. Tämä johtui osin konservatiivisen toimialan ja asiakaskunnan toimintamallien muutoksen hitaudesta. Vaikka Suomi on alalla yksi edelläkävijämaita, on taloushallinnon digitalisoituminen edennyt täälläkin hitaasti monista syistä johtuen. Taloushallinnon digitalisaatio on esimerkiksi edellyttänyt muutosta ja yhteistoimintaa monen eri sidosryhmän välillä (tilitoimistot, pankit, viranomaiset, verkkolaskuoperaattorit jne.). Monet näistä sidosryhmistä ovat taas hyvin hitaita muutoksessa ja niillä saattaa olla vanhoja järjestelmiä, rakenteita, kulttuurisia tekijöitä ja toimintatapoja, jotka estävät muutoksen. Lisäksi siirtymä Heeroksen kaltaisiin pilvipalveluihin on alkanut yleistyä voimakkaasti vasta viime vuosina, vaikka käytettävyys pilvipalveluna alkaa olla tänä päivänä jo perusedellytyksenä uusien ohjelmistojen hankinnassa. Verkkolaskutus ja siirtyminen kokonaan digitaaliseen taloushallintoon on siten edennyt selvästi hitaammin kuin 2000-luvun alussa yleisesti ennakoitiin, mikä on varmasti jarruttanut myös Heeroksen alkuvaiheen kasvua.

Heeroksella kesti perustamisesta lukien seitsemän vuotta saavuttaa 1 MEUR liikevaihtotaso. 2010-luvulla yhtiö on yltänyt vahvaan, yli 20 % vuotuisen kasvuun. Kasvua ovat ajaneet esimerkiksi sähköisen taloushallinnon yleistyminen, yhtiön tuoteportfolion laajentuminen sekä tilitoimistoasiakkaiden määrän ja keskilaskutuksen kasvu. Myös muutokset kilpailukentässä ovat nostaneet Heeroksen houkuttelevaan asemaan Suomen markkinoilla. Heeros on päättänyt kiihdyttää investointejaan kasvuun, sillä Suomessa taloushallinnon digitalisoituminen jatkuu vauhdilla ja kansainväliset markkinat ovat avautumassa muun muassa verkkolaskutuksen yleistymisen, lainsäädännön sekä Euroopan yhtenäisen maksualueen (SEPA) johdosta. Markkinan kasvumahdollisuuksien takia yhtiö on kertonut suunnittelevansa listautumista Nasdaqin First North -listalle Helsinkiin. Listautumishanketta on edeltänyt onnistunut rahoituskerros joukkorahoituspalvelu Invesdorilla loppuvuonna 2015.

# Liiketoimintamalli

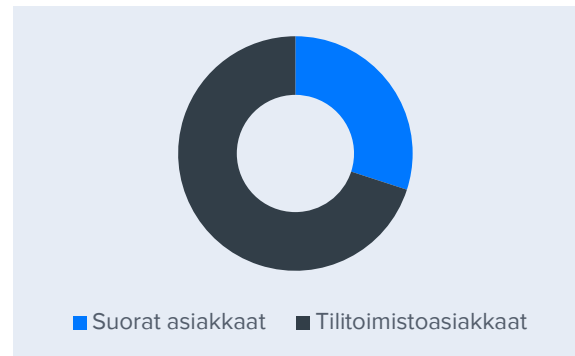
## Kaksi asiakasryhmää

Heeroksen liiketoimintamalliin kuuluu kahdenlaisia asiakkaita: suorat asiakkaat (noin 30 % liikevaihdosta) ja tilitoimistoasiukkaat (noin 70 % liikevaihdosta). Suorissa asiakkaissa asiakkuuden tuottama toistuvaisliikevaihto nousee heti asiakkuuden käynnistymisen jälkeen ja säilyy sen jälkeen vakaana. Tilitoimistoissa Heeroksen myyntisykli on hitaampi ja asiakkuuden tuottama liikevaihto alkaa kasvaa vähitellen, kun tilitoimisto aktivoi asiakkaitaan Heeroksen käyttöön. Yhtiön liikevaihto perustuu ohjelmistovuokriin (SaaS) sekä ohjelmistolla tehtävien transaktioiden (ostolaskut, myyntilaskut, matkalaskut jne.) lukumäärään.

Suurissa asiakkaissa Heeros myy ohjelmiston omaan käyttöön asiakasyritykselle, joka on tyypillisesti keskisuuri kokoluokaltaan. Näitä asiakkaita Heeroksella on noin 270. Suuren asiakkaan käynnistäminen edellyttää muutaman päivän käyttöönottoprojektia, joka on Heerokselle laskutettavaa työtä. Heeroksen kilpailuetu suorissa asiakkaissa on nopea ja tuotteistettu käyttöönotto, minkä ansiosta asiakkaat saadaan vietyä nopeasti tuotantoon (normaalisti 1-2 kuukautta riippuen asiakkaiden prosesseista). Nopea käyttöönotto on tärkeää, sillä Heeroksen SaaS- ja transaktiotuotot alkavat kertyä vasta, kun asiakas on tuotannossa. Heeroksen palvelun ostaja asiakkaalla on tyypillisesti talouspäällikkö, pääkirjanpitäjä tai talousjohtaja. Asiakkuudet ovat kokoluokaltaan tyypillisesti alle tuhannessa eurossa kuukaudessa. Suorissa asiakkaissa yhtiön kilpailijoita ovat esimerkiksi Basware sekä lukuisat ERP-toimittajat, jotka tarjoavat myös taloushallinnon ratkaisuja.

Tilitoimistoasiakkaissa Heeros myy ohjelmiston tilitoimistolle ja laskuttaa tilitoimistoa loppuasiakkaiden käytön perusteella. Tilitoimisto tekee itse sopimuksen loppuasiakkaan kanssa, joten tilitoimisto voi jälleenmyydä Heeroksen ohjelmistoa haluamallaan katteella omille asiakkailleen. Tilitoimistoja yhtiöllä on asiakkaina yli 250, joiden kautta yhtiö palvelee yli 8000 loppuasiakasta. Käyttöönotto on suorien asiakkaiden tapaan helppo ja nopea, sillä Heeroksella on valmiit liittymät yleisimpiin tilitoimistojen käyttämiin ohjelmistoihin. Lisäksi Heeros tarjoaa tilitoimistolle koulutuksen osana käyttöönottoprojektia. Tilitoimistoasiakkaiden arvo Heerokselle voi alkuvaiheessa olla vain muutamia satoja euroja per kuukausi, mutta tilitoimiston laajentaessa käyttöä nousee laskutus parhaissa asiakkaissa yli 10 tuhanteen euroon kuukaudessa. Tilitoimistoasiakkaissa Heeroksen pääkilpailijoita ovat Tikon (Accountor), ProCounter (Accountor), Fivaldi (Visma) ja Netvisor (Visma).

## Liikevaihdon arvioitu jakautuminen



Lähde: Heeros

## Skaalautuvuus

Asiakasmäärän merkittävä kasvu edellyttää Heerokselta ensisijaisesti lähinnä lisää kumppanilta hankittavaa palvelinkapasiteettia, jonkin verran tukihenkilöstöä sekä omaa henkilöstöä tai alihankintaa transaktiopohjaisiin palveluihin (kuten skannauspalvelu, verkkolaskut, paperilaskut). Näiden merkitys on kuitenkin pieni ja merkittävä osa yhtiön uudesta liikevaihdosta valuu tulokseen.

Yhtiö käyttää verkkolaskutuksen kumppanina Liaison Technologiesia, jolle Heeros maksaa asiakkaiden tekemien transaktioiden perusteella. Lisäksi Heeros tuottaa itse paperilaskujen skannauspalvelua. Transaktiopohjainen liikevaihto on siten yhtiölle heikommin skaalautuvaa kuin ohjelmistojen kuukausimaksut. Suorien materiaali- ja palvelukustannusten osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 16 %.

Heeroksen tuotteiden skaalautuvuus on tällä hetkellä parhain kotimaisissa tilitoimistoasiakkaissa, minkä pohjalle koko liiketoimintamalli on alun pitäen rakennettu. Kasvu tulee käytännössä kolmea kautta: uusista tilitoimistoasiakkaista, uusista tilitoimiston loppuasiakkaista sekä uusien moduulien myynnistä nykyisille asiakkaille. Hyvin koulutettu tilitoimistoasiakas pystyy käytännössä itse avaamaan uusia loppuasiakkaita käyttäjiksi, jolloin asiakasmäärän kasvuun ei vaadita lainkaan Heeroksen resursseja. Kun nykyiset asiakkaat ottavat uusia ohjelmistomoduuleja käyttöön, Heeroksen tulot kasvavat myös ilman yhtiölle aiheutuvia lisäkuluja. Kun uusi tilitoimisto on saatu ajettua sisään ja koulutettua Heeroksen ohjelmistoihin, on asiakkuuden skaalautuvuus siis erittäin hyvä.

Hollannissa Heeroksella on vielä haasteita skaalautuvuuden kanssa, koska tilitoimistot eivät ole tottuneet ohjelmistojen yhteyskäyttöön asiakkaan kanssa vastaavasti kuin Suomessa. Hollannissa Heeros joutuu käyttämään huomattavan määrän resursseja loppuasiakkaiden avaamiseen. Yhtiö odottaa tämän asian korjautuvan ajan myötä, kun käytännöt tilitoimistojen kanssa alkavat

vakiintua. Hollannissa valtio on pakottamassa organisaatioita sähköiseen laskutukseen 2017, mikä tukee tämän markkinan kehittämistä.

Tiltoimistoasiakkaat alkavat kerryttää Heerokselle liikevaihtoa vähitellen asiakasmäärän kasvaessa, mutta suorissa asiakkaissa liikevaihto nousee välittömästi. Suorissa asiakkaissa asiakkuuden käynnistys vaatii tyypillisesti pientä koulutus- ja integraatiotyötä ja käyttöönottoprojektin jälkeinen liikevaihto on hyvin skaalautuvaa. Myynti suorissa asiakkaissa voi skaalautua lähinnä uusien ohjelmistomodulien käyttöönoton myötä.

Heeros ei tee asiakaskohtaisia räätälöintejä ohjelmistoon, eli tuote on kaikille asiakkaille samanlainen. Tämä tukee yhtiön skaalautuvuutta pitkällä aikavälillä. Toisaalta tämä edellyttää sitä, että ohjelmiston ominaisuudet ovat todella monipuolisia, jotta se sopii tuhansien erilaisten yritysten yksilöllisiin tarpeisiin. Ominaisuuksien kirjon osalta Heeros on käsityksemme mukaan vielä alan etabloituneita toimijoita kuten Tikonia jäljessä.

### SaaS-liiketoimintamallin erot perinteiseen ohjelmistoyhtiöön nähden

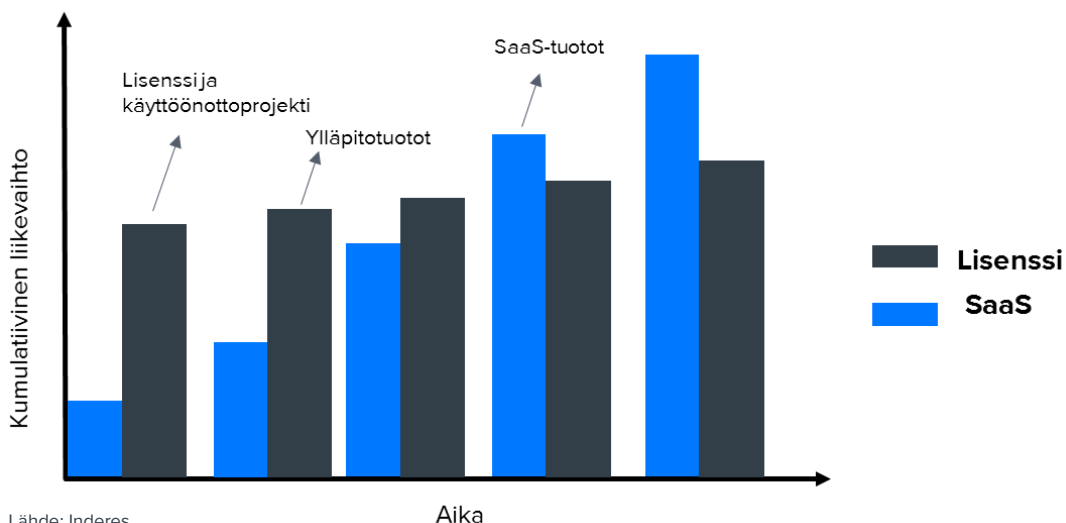
Heerosta tarkasteltaessa on tärkeä huomata, että yhtiön liiketoimintamalli on täysin SaaS-pohjainen, eli ohjelmistot toimivat selainkäyttöisesti pilvessä. Vastaavia, täysin SaaS-pohjaisia liiketoimintamalleja ei esimerkiksi Helsingin pörssin ohjelmistoyhtiöissä tällä hetkellä ole.

Normaalissa mallissa (ei-SaaS) ohjelmistoyhtiö myy asiakkaalle projektitoimituksen ja ohjelmistolisenssin, mitä seuraa ylläpito- ja tukipalveluista syntyvä liikevaihto. Liikevaihto kertyy hyvin etupainotteisesti lisenssimaksun ansiosta. Ohjelmisto toimii tällöin asiakkaan omassa IT-ympäristössä, jolloin side ohjelmistotoimittajan ja asiakkaan välillä on heikko. Heeroksen kilpailijoista esimerkiksi Tikon toimii pääasiassa näin.

Pilvipohjainen SaaS-malli on hyvin erilainen. Käyttöönottoprojekti on hyvin kevyt erityisesti, jos ohjelmisto on selainkäyttöinen. Liikevaihto alkaa kertyä tasaisina kuukausimaksuina, kun palvelu on otettu käyttöön. Asiakas saa ohjelmistopäivitykset ja ylläpidon osana SaaS-maksuja. Ohjelmisto toimii ohjelmistotoimittajan omassa ympäristössä pilvessä, jolloin side asiakkaaseen on paljon vahvempi. Liikevaihto ohjelmistotoimittajalle kertyy SaaS-mallissa perinteistä ohjelmistojen lisenssimyyntiä hitaammin, mutta pitkällä aikavälillä SaaS-malli on ohjelmistotoimittajalle tuottoisampi. Esimerkiksi Basware on arvioinut SaaS-asiakkuuden arvon olevan 1,5-kertainen perinteiseen lisenssikauppaan nähden.

Ohjelmistoyhtiöitä tarkasteltaessa on tärkeää huomata, että asiakkaiden ostokäyttäytyminen on siirtymässä voimakkaasti perinteisistä lisensseistä kohti SaaS-mallia. Tämä johtuu lukuisista tekijöistä, kuten kevyempi investointi ja helppous asiakkaalle. SaaS-yritykset ovat hyötynneet tästä, kun taas perinteisillä ohjelmistoyhtiöillä kysynnän siirtyminen lisensseistä SaaS-malliin on aiheuttanut rajua painetta liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Tämä on johtunut siitä, että näiden yritysten on täytyntä investoida pilvipalveluiden kehitykseen samalla, kun lisenssimyynti laskee. Koska SaaS-liikevaihto kertyy hitaasti yli ajan, on siirtymä lisensseistä SaaS-myyntiin aiheuttanut myös merkittävää painetta niiden liikevaihtoon. Tämä selittää myös sitä, miksi SaaS-yhtiöiden arvostukset ovat huomattavasti korkeampia.

### Havainnollistus liikevaihdon kertymästä ohjelmistoyhtiölle SaaS- ja lisenssimyyntissä



Lähde: Inderes



# Liiketoimintamalli

## Heerosen liiketoimintamalli



Lähde: Heeros

## SaaS-liiketoimintamallin erot perinteiseen ohjelmistoyhtiöön nähden

	Lisenssi+ylläpito (perinteinen ohjelmistoyhtiö)	SaaS-pilvipalvelu (Heeros)
Liikevaihdon muodostuminen	Etupainotteinen	Tasainen yli ajan
Rahavirta	Etupainotteinen	Tasainen
Tase	Sitoo vähemmän pääomaa	Sitoo enemmän pääomaa (infra, käyttöpääoma)
Kannattavuus	Epätasainen, riippuu lisenssikauppojen lukumäärästä	Vakaa, riippuu jatkuvien asiakkaiden määrästä
Ennustettavuus	Heikko	Erittäin hyvä
Asiakkaiden ostotrendi	Laskee voimakkaasti	Kasvaa voimakkaasti
Käyttöönotto	Usein raskas, asennus asiakkaan omaan ympäristöön	Nopea käyttöönotto, selainpohjainen palvelu

Lähde: Inderes

# Toimiala ja kilpailu

Taloushallinnon ohjelmistomarkkina sekä Suomen asema sähköisen taloushallinnon edelläkävijämaana tarjoaa hedelmällisen perustan Heeroksen kaltaiselle pilvipohjaisten ohjelmistojen toimittajalle kasvaa. Heeroksen markkinoiden kasvua ajavat 1) ohjelmistokysynnän siirtymä paikallisesti asennettavista ratkaisuista pilveen, 2) pk-yritysten taloushallinnon heikko sähköistymisen aste, 3) tilitoimistojen tarve siirtyä sähköiseen taloushallintoon tai päivittää vanhoja järjestelmiä moderneihin ratkaisuihin, 4) verkkolaskutuksen yleistyminen ja sitä kautta taloushallinnon digitalisoituminen sekä 5) regulaatiopaine verkkolaskuun ja sähköisiin viranomaisilmoituksiin siirtymisessä. Heeros on markkinalla haastajan asemassa kahta suurempaa ja vahvempaa kilpailijaa vastaan. Accountorin ja Visman Suomen markkinalle rakentama oligopolistinen kilpailutilanne kuitenkin lisää Heeroksen edellytyksiä jatkaa kasvua ja saavuttaa vahva kannattavuustaso pitkällä aikavälillä. Heeros pyrkii Suomessa erottumaan erityisesti sillä, ettei yhtiö kilpaile omien asiakkaidensa kanssa tilitoimistopalveluissa, vaan tarjoaa tilitoimistolle riippumattoman vaihtoehdon digitalisaatiokumpaniksi.

## Taloushallinnon ohjelmistomarkkina

### Kasvat markkinat

Heeros toimii taloushallinnon ohjelmistojen markkinalla pääasiassa Suomessa. Yhtiö keskittyy pienten ja keskisuurten yritysten segmenttiin ja pyrkii saavuttamaan nämä erityisesti tilitoimistojen kautta. Markkina Suomessa tässä segmentissä jakautuu muutamien toimijoiden kesken eikä tämän melko pienen niche-markkinan koosta ole saatavilla arvioita. Markkina on kuitenkin näkemyksemme mukaan voimakkaasti kasvava Heerokselle. Tähän vaikuttavat suotuisat pitkän aikavälin trendit (taloushallinnon digitalisoituminen) sekä Heeroksen kaltaisena pilvipalveluna tuotettavien ratkaisujen voimakas kasvu perinteisten, paikallisesti asennettavien ohjelmistojen kustannuksella. Suurissa yrityksissä siirtymä sähköisiin taloushallinnon ratkaisuihin on jo pitkälti tapahtunut, kun taas Heeroksen kohderyhmässä eli pk-yrityksissä siirtymä on vasta alkuvaiheessaan.

Heeros on aloittanut laajentumisen myös Hollannin ja Ruotsin markkinoille. Tähän mennessä markkina pk-yritysten ja tilitoimistojen taloushallinnon ohjelmistoille on ollut melko maakohtainen ja kansainvälinen kilpailu vähäistä johtuen esimerkiksi maakohtaisista toimintatavoista ja säädöksistä. Kansainväliset markkinat ovat kuitenkin avautumassa, mihin vaikuttaa esimerkiksi Euroopan yhtenäinen maksualue (SEPA) sekä verkkolaskutuksen yleistyminen. Taloushallinnon digitalisoitumisen aste on Suomessa monia Euroopan maita edellä. Vaikka Heeroksella on kotimarkkinalla vielä merkittävää kasvuvaraa, ovat suurimmat kasvumahdollisuudet kansainvälisillä markkinoilla.

Globaalilla tasolla markkinatutkimusyhtiö IDC on arvioinut laskutus- ja hankinnasta maksuun -ohjelmistojen markkinan

kasvavan 4,3 miljardista dollarista vuonna 2016 5,3 miljardiin dollariin vuonna 2019.

### Digitalisaatio muokkaa tilitoimistojen arvoketjua

Isossa kuvassa taloushallinnon ohjelmistomarkkinan kasvu perustuu siihen, että sen osuus taloushallintopalveluiden arvoketjusta kasvaa automaation myötä. Kirjanpitäjän rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan ohjelmistoilla, jolloin perinteisen, käsityönä tehtävän kirjanpidon osuus arvoketjusta pienenee (kuten tositteiden mapittaminen, tositteiden tiliöinti kirjanpito-ohjelmaan ja laskujen postittaminen).

Suomessa suuret tilitoimistoketjut (Accountor, Visma, Talenom) ovat jo vastanneet digitalisaatiokehitykseen investoimalla ohjelmistoihin sekä laajentamalla palveluvalikoimaansa. Pienet tilitoimistot ovat vaikeassa asemassa arvoketjua, koska niillä ei ole edellytyksiä investoida ohjelmistokehitykseen. Siten niiden tulee hankkia ohjelmistot kolmansilta osapuolilta ja siirtyä liiketoiminnassaan kohti taloushallinnon asiantuntijapalveluita selvittääkseen kilpailussa. Kyseessä on pitkän aikavälin uhkakuva ja tällä hetkellä tilitoimistomarkkina on hyvin terveellä pohjalla ja kirjanpitäjistä Suomessa on jopa pulaa. Digitalisaation tuoma uhka alan ammattikunnalle saattaa kuitenkin osaltaan jarruttaa digitalisaatiokehitystä, sillä kaikki eivät välttämättä ole valmiita sopeutumaan muutokseen. Alan konservatiivisuus onkin ollut yksi keskeinen hidaste sähköisen taloushallinnon yleistymiselle.

### Markkina Suomessa

Suurimmat tilitoimistoille suunnattujen ohjelmistoratkaisujen toimittajat Suomessa ovat Visma ja Accountor. Näiden kahden toimijan ohjelmistoliiketoimintojen yhteenlaskettu liikevaihto viime vuonna oli yli 50 MEUR. Ulkomaisia

kilpailijoita ei ole tullut Suomeen merkittävässä määrin. Esimerkiksi Visma operoi Suomessa pääasiassa Suomesta ostetuilla tuotteilla.

Suomi tunnetaan yleisesti sähköisen taloushallinnon edelläkävijämaana, vaikka sähköistymisen potentiaalia on täälläkin vielä valtavasti hyödyntämättä. Suomessa monia muita maita nopeampaan siirtymään sähköiseen taloushallintoon ja sen kehittämiseen ovat vaikuttaneet esimerkiksi lainsäädäntö, pankkistandardit sekä pankki- ja maksuliikennejärjestelmien standardit. Suomi on myös yksi Euroopan edelläkävijöitä verkkolaskutuksessa, mikä on luonut maahan hedelmällisen ympäristön sähköisen taloushallinnon järjestelmien kehittymiselle. Basware on esimerkki Suomeen syntyneestä, globaalisti merkittävästä toimijasta sektorilla (markkina-arvo >500 MEUR, 2015 liikevaihto 143 MEUR).

## Verkkolaskutusmarkkina ja Heeros

Heeros ei toimi suoranaisesti verkkolaskutusmarkkinoilla, sillä yhtiö ei toimi verkkolaskuoperaattorina (kuten esimerkiksi Basware), vaan käyttää laskuoperaattorikumppanina Liaison Technologiesia. Verkkolaskutuksen yleistymisen on kuitenkin yksi keskeinen taloushallinnon ohjelmistomarkkinan kasvuajuri ja taloushallinnon digitalisoinnin edellytys. Verkkolaskutusmarkkinan penetraatio Pohjoismaissa on Billentiksen raportin (5/2016) yli 40 % tasolla ja Euroopassa keskimäärin 15-40 % tasolla. Työ- ja elinkeinoministeriön tutkimuksen mukaan Suomessa on kuitenkin vielä 80 % sähköisen laskutuksen potentiaalista hyödyntämättä.

Verkkolaskuvolyymi kasvoi Euroopassa viime vuonna verkkolaskuoperaattoreiden järjestö EESPAn mukaan 27 % ja verkkolaskuja välitettiin Euroopassa 1,25 miljardia kappaletta. Markkinan kasvun odotetaan jatkuvan voimakkaana myös tulevaisuudessa. Mielestämme on selvää, että verkkolaskutuksen penetraatio tulee pitkällä aikavälillä saavuttamaan 100 %. Kyse on vain siitä, kuinka nopeasti tämä tulee tapahtumaan. Verkkolaskutuksen teknologioita on ollut olemassa jo käytännössä kahden vuosikymmenen ajan, mutta ne ovat yleistyneet monia odotuksia hitaammin. Verkkolaskuissa suurimman hyödyn saa niiden vastaanottaja, mikä ei ole kannustanut organisaatioita hankkimaan verkkolaskutusta, vaan paineen on pitänyt tulla regulaatiosta ja suurista ostoorganisaatioista.

Verkkolaskutuksen ja sitä kautta taloushallinnon digitalisoinnista kiihdyttävät monet tekijät kuten:

- Useat valtiot ovat käynnistäneet hankkeita, joilla pakotetaan yrityksiä siirtymään verkkolaskutukseen ja sähköisiin viranomaisilmoituksiin.
- Suuria laskuvolyymejä käsittelevät organisaatiot pakottavat toimittajiin siirtymään

verkkolaskutukseen sen tuomien huomattavien kustannussäästöjen takia.

- Monet organisaatioiden nykyiset järjestelmät on suunniteltu prosesseihin, joissa laskut käsitellään paperisina. Siirtymä uusiin järjestelmiin vahvistaa modernien ohjelmistoratkaisujen kysyntää.

## Taloushallinnossa siirtymä pilveen on vasta alkuvaiheessa

Pilvipohjaiset SaaS-ohjelmistot ovat yleistyneet globaalisti voimakkaasti esimerkiksi CRM- ja HRM-ratkaisuissa. Näitä pilvipohjaisia ratkaisuja tyypillisesti erottaa selainpohjainen käytettävyys, mobiliteetti, reaaliaikaisuus ja kuluttajasovelluksista tuttu helppo käyttöliittymä. SaaS-ohjelmistojen kysynnän on arvioitu kasvavan globaalisti 204 miljardista dollarista vuonna 2016 318 miljardiin dollariin vuonna 2019 (Gartner). SaaS-kysynnän kasvua ajaa ohjelmistojen kysynnän siirtymä pois paikallisesti asennettavista ohjelmistoista. Tämä selittää, miksi sijoittajat tyypillisesti arvottavat Heeroksen kaltaisia SaaS-toimijoita korkeammalle (kasvava markkina) kuin perinteisiä ohjelmistoyhtiöitä (hiipuva markkina). Siirtymä SaaS-myyntiin muuttaa merkittävästi myös ohjelmistoyhtiöiden liiketoimintamalleja.

Taloushallinnon ohjelmistoissa siirtymä pilveen on kuitenkin vielä alkuvaiheessa ja suurin osan organisaatioiden käytössä olevista ohjelmistoista perustuu vanhaa teknologiaa edustaviin, paikallisesti asennettuihin ohjelmistoihin. Niiden tyypillisiä haittoja ovat esimerkiksi toiminnallisuksien rajallisuus, vaikea käytettävyys, sidonnaisuus tiettyyn IT-ympäristöön, reaaliaikaisuuden puute, kallis ylläpito ja asennus sekä riippuvuus suurista erp-toimittajista.

Organisaatioiden kykyä ottaa käyttöön uusia moderneja taloushallinnon teknologioita ja verkkolaskutusta kuitenkin hidastavat haasteet eri järjestelmien yhteensovittamisessa, vaikeat integraatioprosessit, uusien järjestelmien vaatima koulutus sekä käyttöönottoon liittyvät uudet, luonteeltaan jatkuvat kustannukset. Johtuen näistä hidasteista, uusien taloushallinnon online-pohjaisten SaaS-palveluiden käyttöönottoto sekä verkkolaskutus ovat yleistyneet hitaammin kuin monet ovat odottaneet. Pilvipohjaisten SaaS-palveluiden teknologian kehitys on kuitenkin tehnyt niistä viime vuosien aikana kustannuksiltaan, käytettävyydeltään ja joustavuudeltaan usein ylivoimaisen vaihtoehdon verrattuna paikallisesti asennettaviin ohjelmistoihin. Erityisesti pk-yritysten kentässä pilviohjelmistojen helppous ja matala investointikynnys ovat yksi ratkaiseva tekijä, millä sähköisen taloushallinnon hyödyt saadaan myös pienille yrityksille.

Taloushallinnon digitalisointuminen on myös osin itse itseään ruokkiva ilmiö: mitä useampi organisaatio ottaa käyttöön verkkolaskutuksen ja kytkeytyy ostajat ja myyjät yhdistävään digitaaliseen verkostoon, sitä suurempia hyötyjä kaikki osapuolet siitä saavat.

## Tilitoimistomarkkina Suomessa

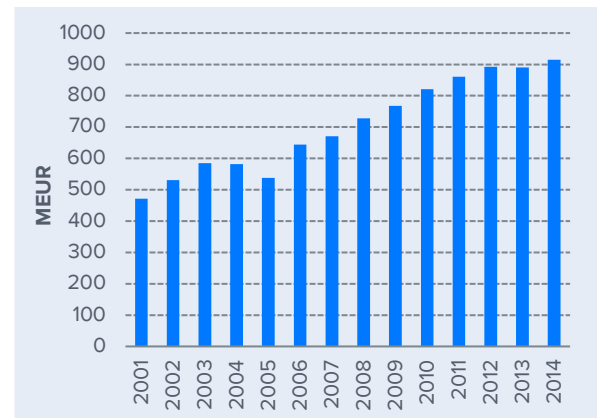
Suomen kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on liikevaihdoltaan noin 915 MEUR:n kokoinen. Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 6 % vuodessa 2000-2014 välisenä aikana. Heeroksen pääasiallinen asiakaskunta toimii siis vaikeasta taloustilanteesta huolimatta terveellä markkinalla. Markkina on myös varsin defensiivinen.

Tilitoimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut. Toimijoita on lukumäärältään yli 4 300 (Tilastokeskus) ja suurimmat kuusi alan toimijaa pitävät hallussaan vain noin 27 % markkinasta. Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 2,8 työntekijää, joten keskimääräinen tilitoimisto on erittäin pieni ja toimii paikallisesti. Pienet tilitoimistot ovat Heerokselle kiinnostavaa asiakaskuntaa, sillä ne joutuvat usein tukeutumaan vain yhteen ohjelmistoon ja hankkivat sen kokonaisratkaisuna.

Heeroksen kannalta negatiivinen markkinatrendi tilitoimistokentässä on pienten toimijoiden poistuma. Tämä johtuu yrityskaupoista sekä alan yrittäjien korkeasta keski-ikästä. Heerokselle yksi uhka on, että suuret tilitoimistoketjut ostavat sen asiakkaita. Toisaalta tilitoimistojen matalan alalle tulon kynnyksen takia myös uusia yrityksiä syntyy markkinalle.

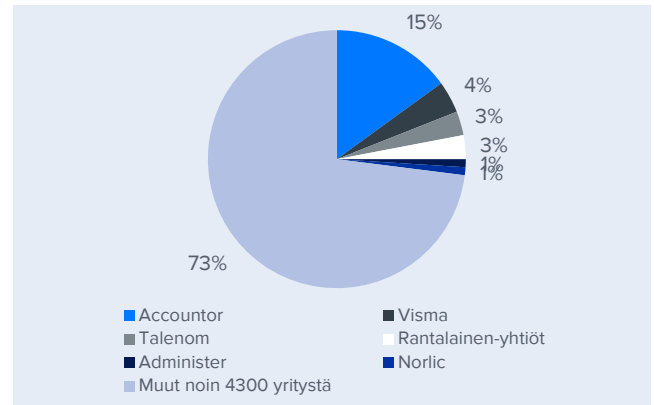
Digitalisaatio ei ole enää tilitoimistomarkkinassa kilpailuetu, vaan välttämättömyys. Käytännössä kaikki edes jossain määrin ajan hermolla olevat tilitoimistot ovat jo siirtyneet käyttämään sähköisiä järjestelmiä. Näissä järjestelmissä ensimmäisen sukupolven ohjelmistot ovat kuitenkin jo tulossa elinkaarensa päähän ja ohjelmistoihin kohdistuvat vaatimukset ovat kasvaneet. Seuraavaa sukupolvea edustavat Heeroksen kaltaiset pilvipalvelut, joita voidaan käyttää yhteiskäytössä tilitoimiston ja asiakkaan kanssa. Asiakkaiden vaatimusten johdosta tilitoimistot saattavat joutua käyttämään lisäksi useita ohjelmistoja rinnakkain.

## Tilitoimistomarkkinan kasvu Suomessa



Lähde: Tilastokeskus

## Tilitoimistomarkkinan jakautuminen



Lähde: Inderesin tekemät arviot.

## Kilpailukenttä

### Pääkilpailijat

Heeroksen pääkilpailijoita Suomessa erityisesti tilitoimistoasiakkaissa ovat Visman omistamat Fivaldi ja Netvisor sekä Accountorin omistamat Procounor ja Tikon. Visma ja Accountor tarjoavat myös itse tilitoimistopalveluita ja ovat ottaneet tilitoimistomarkkinaa haltuun yritystostoin. Suorissa asiakkaissa yhtiön kilpailijoita ovat Basware sekä tietyt erp-toimittajat, jotka tarjoavat vastaavia ominaisuuksia kuin Heeros (kuten Maestro ja Netbaron). Heeroksen lähin itsenäinen kilpailija on suomalainen erp-toimittaja Lemonsoft, joka tarjoaa ohjelmistoa myös tilitoimistoille. Tietty epäsuora kilpailija Heerokselle on myös manuaalinen työ, eli asiakkaat, jotka eivät halua siirtyä sähköiseen laskutukseen ja tekevät kirjanpidon käsityönä tai ilmaisiohjelmistoilla. Kilpailu Suomessa on hyvin paikallista eikä markkinalla ole merkittäviä kansainvälisiä toimijoita.

## Keskeiset kilpailutekijät ja alalle tulon kynnyks

Pilvipalvelut ovat lyöneet taloushallinnon ohjelmistoissa jos sen verran vahvasti läpi, että paikallisesti asennettavalla ohjelmistolla markkinalle tulo ei olisi enää tänä päivänä mahdollista. Pitkän aikavälin peruskilpailuedellytyksenä on siten ohjelmistotoimittajan kyky tuottaa palvelu helppokäyttöisenä, selainpohjaisena pilvipalveluna. Ohjelmistoja käytetään usein yhteiskäytössä tilitoimiston ja asiakkaan välillä, joten käyttäjäkokemuksen pitää sopia molempien tarpeisiin.

Myös ominaisuuksien kirjo on tärkeä kilpailutekijä. Ohjelmistotoimittajilta edellytetään kykyä tuottaa laajaa määrää eri ominaisuuksia, joilla pystytään hoitamaan useiden eri asiakastyypin erityistarpeet. Tämä on yksi keskeinen alue, mihin Heeros on joutunut investoimaan historiassa ja joutuu investoimaan myös tulevaisuudessa. Lisäksi taloushallinnon ohjelmistotoimittajan tulee pystyä tuottamaan tukea ja jatkuvaa kehitystä, jotta ohjelmisto pysyy ajan tasalla (esimerkiksi muuttuvat viranomaisraportit). Tämän osalta pilvipalvelut tarjoavat ylivoimaisen edun paikallisesti asennettaviin ohjelmistoihin nähden, sillä ohjelmistoja voidaan päivittää suoraan pilvestä. Ohjelmistojen luotettavuus niin toiminnallisuuden kuin luottamuksellisten asiakastietojen suojauksen osalta on myös tärkeä kilpailutekijä.

Tilitoimistoissa kilpailukynnyks ohjelmistotoimittajalle on erittäin korkea, sillä taloushallinnon järjestelmän vaihtaminen on tilitoimistolle vaikea prosessi. Ensinnäkin, tilitoimiston pitää pystyä perustelevaan jokaiselle asiakkaalle ohjelmiston vaihtaminen. Myös oma henkilöstö on koulutettava uuteen ohjelmistoon. Toiseksi, varsinkin pienillä tilitoimistoilla ei ole resursseja tai varaa pyrittä rinnakkain useita eri ohjelmistoja. Kun ohjelmistovalinta on kerran tehty, on tilitoimisto tietynlaisessa avioliitossa ohjelmistotoimittajan kanssa tästä eteenpäin, koska kyseessä on hyvin liiketoimintakriittinen järjestelmä tilitoimistolle. Uuteen ohjelmiston valintaprosessiin ei helposti lähdetä, kun valinta on kerran tehty. Asiakassuhteet markkinalla ovat siten hyvin sementoituja.

Uusien kilpailijoiden uhka Heeroksen toimialalla on näkemyksemme mukaan pieni johtuen korkeista alalle tulon kynnyksistä, kuten konservatiivinen, nykyisiin ratkaisuihin lukittunut asiakaskunta sekä ohjelmistokehitykseen vaadittavat investoinnit. Suurin uuden kilpailun uhka on mielestämme se, että jokin pilvipohjaisten erp-ratkaisujen toimittaja laajentaa tarjontaansa taloushallinnon alueelle. Ulkomaisten toimijoiden laajentuminen Suomen markkinoille ei ole mielestämme oleellinen kilpailu-uhka Heerokselle, sillä taloushallinnon digitalisaatio on Suomessa yleisesti ottaen pidemmällä kuin muissa Euroopan maissa. Kansainvälisillä toimijoilla ei todennäköisesti ole vielä teknologiaa, joka olisi kilpailukykyistä Suomen markkinoilla pienten ja keskisuurten yritysten segmentissä. Sen sijaan suurten yritysten segmentissä kilpailu on jo melko kansainvälistä (toimijoita Basware, Coupa, IBM, Oracle, SAP jne.).

## Hinta ei ole ratkaiseva kilpailutekijä

Taloushallinnon ohjelmistojen hinnoittelu on kirjavaa, mikä tekee niiden vertailun asiakkaalle erittäin vaikeaksi. Ohjelmistojen hinnoittelu voi perustua esimerkiksi lisenssiin, ohjelmistovuokriin (SaaS), moduulien käyttöön, käyttäjämääriin, transaktiomääriin tai näiden yhdistelmiin. Lisäksi käyttöönotto ja koulutus vaikuttavat kustannuksiin. Myös epäsuorat kustannukset ohjelmiston vaihtamisesta voivat olla merkittäviä. Siten markkinaa on vaikea vallata hintavetoisella strategialla. Asiakkaiden heikko läpinäkyvyys hinnoitteluun usein tarkoittaa korkeampia marginaaleja ohjelmistotoimittajille.

## Heeros pääkilpailijoihin verrattuna

Tilitoimistojen ohjelmistoissa alan vakiintunut ratkaisu on Accountorin omistama Tikon, jolla 800 tilitoimistoa hoitaa noin 80 000 organisaation kirjanpidon (Heeroksen vastaavat luvut ”yli 250” ja 8000). Tikon hoitaa tehtävänsä varmasti ja siinä on laaja ominaisuuksien valikoima. Tikon on kuitenkin teknologialtaan vanhentunut ja kyseessä on paikallisesti asennettava ohjelmisto. Tikonia voi käyttää etäyhteydellä, mutta se ei ole selainkäyttöinen pilvipalvelu. Tikon tunnetaan alalla yleisesti melko hintavana ja käytöltään raskaana ohjelmistona. Siirtymä Tikonista pois esimerkiksi Heerokseen on tilitoimistolle tyypillisesti raskas prosessi ja vaatii paljon manuaalista työtä, koska ohjelmistoon ei ole helppoja siirtotyökaluja.

Toinen Accountorin omistama Heeroksen kilpailija on Procountor, joka on selainkäyttöinen pilvipohjainen ohjelmisto. Procountor on kasvanut viime vuosina voimakkaasti. Procountor kilpailee suoraan Tikonin kanssa, vaikka yhtiöillä on sama omistaja. Accountorin tavoite kuitenkin on todennäköisesti siirtää vähitellen Tikonin käyttäjiä Procountorin piiriin, sillä Procountor edustaa pilvipohjaista teknologiaa. Procountorin hinnoittelu perustuu pääasiassa transaktiomääriin, joten hinta määräytyy asiakkaan käytöstä riippuen. Procountor on käytössä yli 500 tilitoimistolla ja sillä hoidetaan yli 15000 organisaation kirjanpito.

Vismalla on portfoliossaan kaksi Heeroksen kilpailijaa Fivaldi ja Netvisor, jotka ovat molemmat pilvipohjaisia ohjelmistoja. Fivaldilla on yli 500 tilitoimistoa asiakkaana ja sillä hoidetaan 40 000 organisaation kirjanpito. Fivaldi on vanha Oraclen tietokannan päälle rakennettu ohjelmisto, jonka heikkoutena on raskas käytettävyys erityisesti loppuasiakkaalle. Netvisor edustaa näistä modernimpaa teknologiaa, mutta on hinnoittelultaan kalliimpi. Netvisorilla on 400 tilitoimistoasiakasta ja yli 13 000 loppuasiakasta. Visman omistama Passeli ei ole oleellinen kilpailija Heerokselle.

Tilitoimistoketju Talenom on myös Heeroksen epäsuora kilpailija. Talenom kilpailu-uhka tulee siitä, että se pyrkii voittamaan markkinaosuutta tilitoimistoilta aggressiivisella myynnillä. Vastaavaa epäsuoraa kilpailua Heeros kohtaa

myös suurilta tilitoimistoketjuilta (Accountor, Visma, Rantalainen), jotka valtaavat tilitoimistomarkkinaa yritysostoilla.

Näkemyksemme mukaan Heeroksen keskeisiä kilpailuetuja ovat:

- Heeros on tilitoimistolle riippumaton digitalisaatiokumppani, joka ei kilpaile tilitoimistojen kanssa.
- Tilitoimisto voi saada uuden ansaintalähteen tarjoamalla Heeroksen ratkaisua asiakkailleen. Kilpailevissa tuotteissa ohjelmiston kate menee tilitoimiston omalle kilpailijalle.
- Heeros on pilvipohjainen ratkaisu eikä yhtiöllä ole rasitteena vanhoihin teknologioihin perustuvaa liiketoimintaa. Ohjelmistoa voidaan käyttää yhteiskäytössä tilitoimiston ja loppuasiakkaan välillä, mikä mahdollistaa joustavan työnjaon.
- Heeroksen tuoteperhe on modulaarinen ja integroituu laajasti eri järjestelmien kanssa. Yhtiö voi tarjota asiakkaalle koko tuotepaketin tai vain osia siitä. Yhtiön pääkilpailijoiden tuotteet eivät ole vastaavalla tavalla modulaarisia.

Heeros pitää riippumattomuutta sen yhtenä keskeisenä kilpailutekijänä. Taloushallintoliiton vuoden 2014 alussa tekemän tutkimuksen mukaan ”ohjelmistotoimittajan taustat (esim. omistussuhteet)” eivät kuitenkaan olleet tilitoimistoille kovin merkityksellinen tekijä ostopäätöksessä (36 % piti tämän merkitystä suurena tai erittäin suurena).

Huomattavasti tärkeimpinä kriteereinä tilitoimistot pitivät referenssejä, suosittelua, uskottavia resursseja sekä aikaisempia kokemuksia. Taloushallintoliiton tutkimus toteutettiin kuitenkin vuonna 2014, eli ennen kuin Accountor oli ostanut Tikonin. Viime vuosien kehitys kilpailukentässä on todennäköisesti nostanut omistussuhteiden merkitystä tilitoimistojen ostopäätöksessä.

Näkemyksemme mukaan Heeroksen keskeisiä kilpailuhaittoja ovat seuraavat tekijät:

- Yhtiö on haastajan asemassa suuriin ketjuihin nähden (Accountor, Visma ja osin Talenom)
- Yhtiöllä on rajalliset resurssit panostaa tuotekehitykseen ja myyntiin verrattuna pääkilpailijoihin
- Heeroksen tunnettuus on heikko
- Yhtiön tuoteportfolio ei ole vielä täysin iskukunnossa. Yhtiön tulee kehittää vielä tiettyjä ominaisuuksia ja toiminnallisuuksia ohjelmistoihin kattaakseen vastaavan ominaisuuksien laajuuden kuin esimerkiksi Tikonilla.

## Toimialalla tehdään hyviä marginaaleja

Taloushallinnon ohjelmistotoimittajien kannattavuudet Suomessa ovat keskimäärin erittäin hyviä. Keskimääräiset liikevoitto-%:t liikkuvat jopa 20 %:n tuntumassa. On huomioitava, että vakiintuneet, lisenssipohjaiset

ohjelmistoyhtiöt (kuten Tikon ja Passeli) tekevät huomattavasti korkeampaa kannattavuutta kuin nuoremmat SaaS-ohjelmistoyhtiöt (Heeros ja Procountor). Toimijoiden keskimääräiset marginaalit kuitenkin vahvistavat, ettei hintakilpailu markkinoilla ole erityisen kovaa.

Heerokselle paras vertailukohta kilpailijoista on Procountor. Heeros on viime vuosien hyvästä kasvustaan huolimatta kasvanut hitaammin kuin Procountor ja Visma Solutions, joiden liikevaihdot ovat kasvaneet yli 40 % vauhtia 2011-2015. Tämä todennäköisesti heijastelee Accountorin ja Visman kykyä investoida myyntiin ja markkinointiin. Heeros on kannattavuudeltaan selvästi kilpailijoitaan heikompi. Tämä johtuu näkemyksemme mukaan SaaS-liiketoimintamallista (liikevaihdon hitaampi kertymä), Hollannin toimintojen tappiollisuudesta sekä siitä, että yhtiö on investoinut merkittävästi tuotekehitykseen viime vuosina.

Taloushallinnon ohjelmistoyhtiöillä on kaikilla edessään enemmän tai myöhemmin siirtymä pilvipohjaisiin SaaS-ratkaisuihin. Siirtymä SaaS-mallin tulee rasittamaan vakiintuneiden toimijoiden kasvua ja kannattavuutta, koska se vaatii niiltä investointeja ja vaikuttaa liikevaihdon kertymään. Esimerkiksi Baswaren kasvu ja kannattavuus on kärsinyt viime vuosina merkittävästi tästä siirtymästä. Heeros saa etua siitä, että yhtiö toimii jo valmiiksi SaaS-pohjaisella liiketoimintamallilla.

## Taloushallinnon ohjelmistoyhtiöiden kasvu- ja kannattavuusvertailu

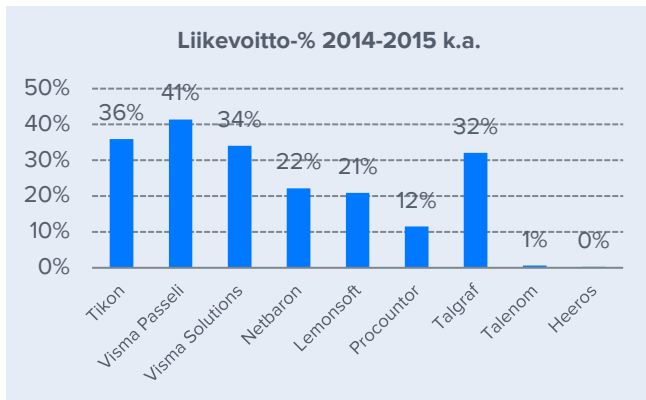
2015	Liikevaihto (MEUR)	Liikevaihdon kasvu	Liikevoitto-%	Henkilöstö	Liikevaihto / henkilö (TEUR)	Liikevoitto / henkilö (TEUR)
Tikon	10,9	33 %	31 %	42	260	80
Visma Passeli	4,1	6 %	41 %	29	140	57
Visma Solutions	24,8	22 %	35 %	113	219	76
Netbaron	1,5	8 %	21 %	17	87	18
Lemonsoft	5,3	37 %	24 %	45	118	29
Procountor	11,3	44 %	12 %	100	113	13
Talgraf	2,5	21 %	34 %	17	147	49
Talenom*	33,0	12 %	-4 %	576	57	-2
<b>Heeros</b>	<b>5,4</b>	<b>15 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>53</b>	<b>102</b>	<b>-1</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>22 %</b>	<b>21 %</b>	<b>138</b>	<b>36</b>		

\*Talenomin liiketoiminta painottuu tilitoimistopalveluihin

Lähde: Asiakastieto

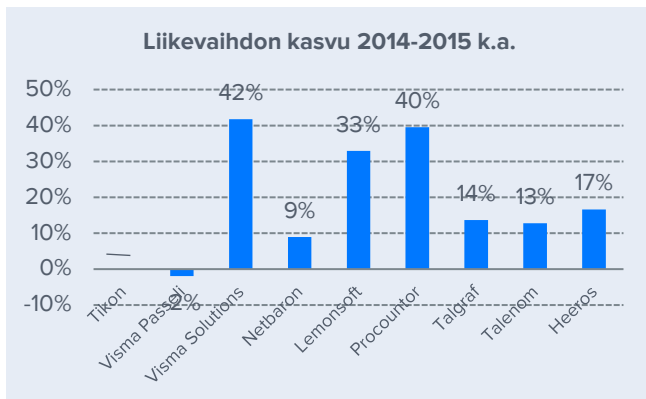


## Taloushallinnon ohjelmistoyhtiöiden liikevoitto-% 2014-2015 keskiarvo



Lähde: Asiakastieto

## Taloushallinnon ohjelmistoyhtiöiden kasvu-% 2014-2015 keskiarvo



Lähde: Asiakastieto

## Kilpailukentän konsolidaatio

Heerosin kilpailukenttä on ajautunut yhtiön kannalta kiinnostavaksi erityisesti Visman ja Accountorin tekemien yritysostojen takia. Visma osti Suomesta Netvisor ja Fivaldi -ohjelmistot vuosina 2011 ja 2014. Accountor osti Suomesta Procountor- ja Tikon -ohjelmistot vuosina 2010 ja 2014. Näiden yrityskauppojen jälkeen Heeros jäi käytännössä ainoaksi merkittävistä tilitoimistoketjuista itsenäiseksi toimijaksi Suomen markkinalle. Tilanne kuitenkin muuttui syyskuussa 2016, kun Visma kertoi divestoiwansa taloushallinnon palvelut omaksi yksikökseen ja keskittyvänsä vain ohjelmistoihin. Samalla Visma kertoi ”konfliktin” ohjelmisto- ja ulkoistuspalvelun välillä poistuvan. Yhtiö siis myönsi, ettei ole strategisesti järkevää pitää ohjelmisto- ja tilitoimistopalveluita saman yhtiön alla.

Accountor ja Visma pyrkivät selvästi saamaan hallitsevaa markkina-asemaa Suomessa, sillä yhtiöiden tekemissä yritysostoissa synergiat ovat heikkoja ja molemmilla on nyt portfolioiden sisällä keskenään kilpailevia ohjelmistoja. Molemmat ovat ostaneet yhden toimialan vakiintuneen,

suuren asiakaskunnan ohjelmiston (Accountor Tikonin ja Visma Fivaldin). Samalla molemmat ovat ostaneet yhden uutta teknologiaa edustavan, selainpohjaisen SaaS-ohjelmistoyhtiön (Accountor Procountorin ja Visma Netvisorin). Molemmilla on nyt siis vahvaa asiakaskuntaa ja uutta teknologiaa. Pienten tilitoimistojen kannalta tilanne on huono, sillä markkinoilla on rajallisesti valinnan varaa, mikäli tilitoimisto ei halua maksaa kilpailijalleen ohjelmistosta. Ostamalla Heerosin Accountor tai Visma voisi saavuttaa dominoivan markkina-aseman Suomessa, vaikka tuoteportfolion puolesta Heeros ei ole näille toimijoille kiinnostava kohde.

Taloushallinnon ohjelmistoissa on tehty myös muita yrityskauppoja. Nämä eivät kuitenkaan kilpailullisesti kosketa Heerosta, mutta ovat arvostuksen näkökulmasta kiinnostavia. Visma osti viime vuonna tanskalaisen e-conomicin korkealla 7x liikevaihtokertoimella. Tämän vuoden alussa Visma yritti ostaa ruotsalaista Fortnoxia, mutta ostotarjous kaatui siihen, ettei yhtiö saanut viranomaishyväksyntöjä. Ostotarjous vastasi jopa 10x liikevaihtokerrointa. Basware osti Yhdysvalloista SaaS-toimija Verianin vuoden 2016 alussa arvostuksella, joka vastasi noin 3,4x liikevaihtokerrointa. Heerosin hinnoittelua ei tule nojata suoraan sektorin yrityskauppojen arvostuksiin, mutta on selvää, että toimialan yrityskauppojen suhteellisen korkeat arvostustasot tukevat myös Heerosin hinnoittelua.

## Taloushallinnon ohjelmistojen yrityskauppoja

Ajankohta	Kohde	Ostaja	Arvo MEUR	Liikevaihtokerroin	Henkilöstö
04/2016	Verian	Basware	36	3,4	200
03/2016	Fortnox	Visma	148*	10,8	139
05/2015	E-conomic	Visma	200	7,1	240
07/2014	Tikon	Accountor	-	-	-
01/2014	Finnvalli (Fivaldi)	Visma	14	2,8	32
10/2011	Solanum (Netvisor)	Visma	43	5,2	-
09/2010	Procountor	Pretax (Accountor)	5,5**	3,6	-

\*Julkinen ostotarjous, joka ei menestynyt

\*\*Perustuu Inderesin Dovre Groupin tilinpäätöstiedoista tekemiin arvioihin

Lähde: Inderes

## Heeroksen vertailu pääkilpilijoihin nähden

	Ohjelmiston käyttäjä- yritysten lkm.	Tilitoimisto- käyttäjiä	Liikevaihto 2015
Heeros	Yli 8 000	Yli 250	5 MEUR
Visma Fivaldi	40 000	Yli 500	Visma Solutions yht 25 MEUR
Visma NetVisor	Yli 13 500	400	
ProCountor	Yli 15 000	Yli 500	11 MEUR
Tikon	80 000	800	11 MEUR

### Heeroksen kilpailutekijät

- + Riippumaton kumppani tilitoimistolle, ei kilpaile asiakkaidensa kanssa
- + Tarjoaa tilitoimistolle ansaintamahdollisuuden
- + Täysin pilvipohjainen ohjelmisto
- + Modulaarinen, integroitava tuoteperhe

### Heeroksen kilpailuhaitat

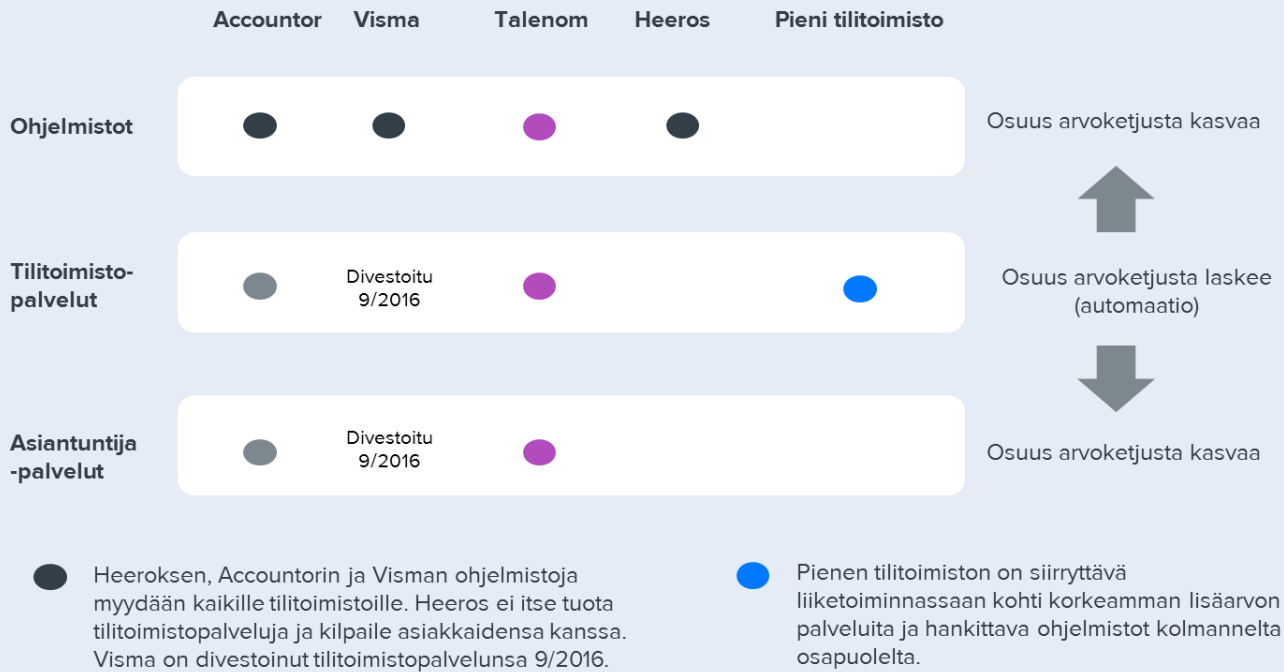
- Haastajan asemassa isoihin kilpailijoihin nähden
- Rajalliset resurssit panostaa tuotekehitykseen ja myyntiin
- Heikko tunnettuus
- Tuoteportfolio ei vielä täydessä iskukunnossa (mm. raportointiominaisuudet)

Lähde: Inderes, Visma, Accountor, Heeros, Asiakastieto



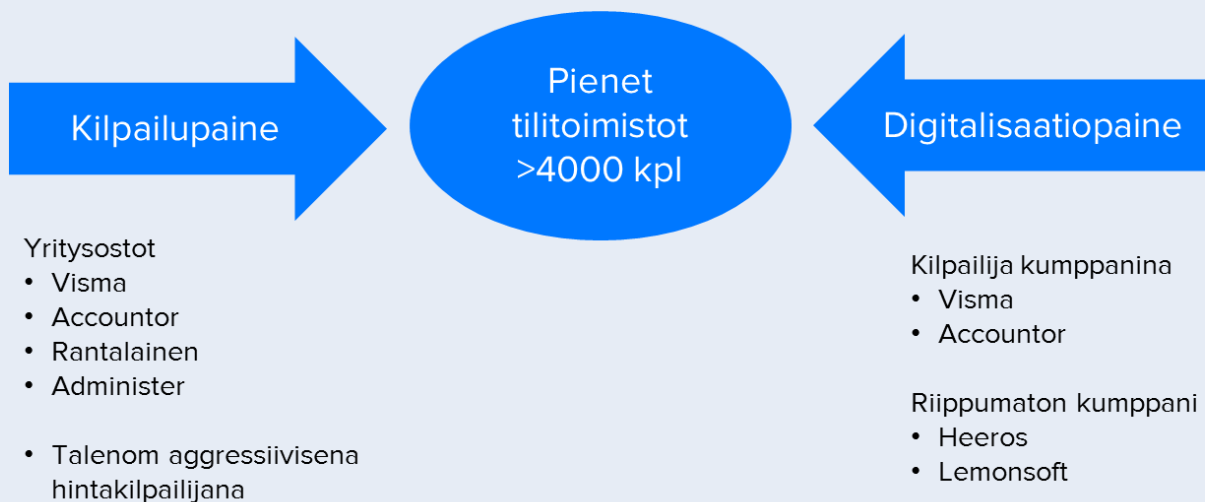
# Kilpailukenttä

## Taloushallinnon palveluiden arvoketju (Suomen markkina)



Lähde: Inderes

## Taloushallinnon ekosysteemien sota Suomessa



Lähde: Inderes

# Strategia

Heeros on strategiassaan vielä kasvu- ja kehitysvaiheessa, koska tilitoimistojen markkinan murros tarjoaa houkuttelevan kasvumahdollisuuden. Yhtiö on viime vuosien aikana saanut laajennettua tuoteportfolionsa sellaiseen kuntoon, joka mahdollistaa kokonaisratkaisujen myynnin tilitoimistoille ja tätä kautta nykyasiakkaiden käyttöasteen merkittävän kasvun. Heeroksen visiona on olla tilitoimistojen ja pk-yritysten johtava kumppani digitaalisessa taloushallinnossa Suomessa ja Euroopassa. Yhtiön tavoite on saavuttaa 20 MEUR liikevaihtotaso vuoteen 2020 mennessä. Tavoitteeseen päästäkseen yhtiön on nyt luotava perustaa skaalautuvuudelle ja kansainvälistymiselle, minkä takia yhtiö suunnittelee myös listautumisantia. Kansainvälistyminen on yhtiön teknologioiden skaalautuvuuden kannalta mielenkiintoinen optio, mutta Heeroksen rajallisten resurssien ja Suomen markkinan otollisen markkinatilanteen takia näkisimme mieluiten yhtiön keskittävän resurssinsa nyt kotimarkkinan haltuunottoon. Yhtiön strategian toteutusta tukee markkinan suotuisat kasvuajurit, mutta samalla sitä tulevat hidastamaan toimialan ja asiakaskunnan hitaus digitalisaation omaksumisessa sekä järjestelmiin liittyvät suorat ja epäsuorat vaihtamiskustannukset tilitoimistolle.

## Strategiset tavoitteet ja toimenpiteet

### Tavoitteena 20 MEUR liikevaihto 2020

Heeroksen tavoitteena on saavuttaa yli 20 MEUR liikevaihtotaso vuoteen 2020 mennessä. Tavoitteessa yhtiön liikevaihdon kasvusta kolmannes eli 5 MEUR tulisi kansainvälisiltä markkinoilta 2020. Kasvusta toinen kolmannes perustuisi nykyisen liiketoiminnan kasvuun uusiasiakashankinnan ja käyttöasteen kasvun kautta. Viimeinen kolmannes perustuisi uusiin tuotteisiin ja palveluihin. Pidämme kasvutavoitteita hyvin kunnianhimoisina. Niissä onnistuminen edellyttäisi yhtiöltä merkittäviä lisäpanostuksia myyntiin ja markkinointiin. Kotimarkkinoiden osalta askelmerkit kasvun saavuttamiseksi ovat mielestämme varsin selkeät, mutta kansainvälistymiseen suhtaudumme lievällä varauksella. Kasvustrategian toteutus edellyttää rahoitusta, mitä varten Heeros on kertonut suunnittelevansa listautumisantia. Yhtiö kartoittaa yritysostomahdollisuuksia yhtiöistä, joilla voisi olla Heeroksen strategiaan yhteensopivia teknologioita.

Heeroksen mukaan tällä hetkellä noin 15 % tilitoimistoasiakkaiden loppuasiakkaista käyttää Heeroksen palveluita. Yhtiö näkee siten nykyisessä asiakaskunnassa huomattavaa kasvupotentiaalia käyttöasteen nostamisen kautta. Yhtiön tavoitteena on nostaa käyttöaste 30 %:iin vuoteen 2020 mennessä. Merkittävä osa loppuasiakkaista ei käytä sähköisiä palveluita vielä lainkaan, joten kasvun ei tarvitse perustua pelkkään markkinaosuuden ottamiseen kilpailijoilta. Yhtiö pyrkii kasvattamaan ohjelmistojensa tunnettuutta myös tekemällä yhteistyötä kirjanpidon koulutusta järjestävien oppilaitosten kanssa.

Arviomme mukaan Heeroksen kannattavuus tulee olemaan nollatasolla tai hieman tappiolla yhtiön tekemien investointien takia vielä vuosina 2016-2017. Vuodesta 2018

alkaen odotamme kasvun alkavan skaalautua kannattavuuteen. Heeros ei ole kertonut kannattavuustavoitetta vuodelle 2020. Arviomme mukaan yhtiöllä on kuitenkin hyvät edellytykset saavuttaa 15-20 % liikevoittotaso 3-4 vuoden tähtäimellä skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta. Tällä tasolla yhtiön kannattavuus olisi kuitenkin vielä alempi kuin kilpailijoilla keskimäärin.

### Tuoteportfolio mahdollistaa nyt kokonaisratkaisun tarjoamisen

Heeroksen tuoteportfolio on vasta viime vuosina kasvanut kattamaan kaikki keskeiset taloushallinnon ohjelmisto-osat, jotta Heeros pystyy tarjoamaan kokonaisvaltaisia ratkaisuja tilitoimistoille. Tuoteportfoliossa on vielä hiomista yksittäisten toimintojen osalta, mutta olennaisia puutteita yhtiöllä ei ole. Tämä mahdollistaa kasvun kiihdyttämisen erityisesti tilitoimistoasiakkaissa. Aiemmin yhtiöltä puuttui portfolioistaan kirjanpito-ohjelmisto, mikä oli selkeä heikkous Heerokselle. Tilitoimistoasiakkaiden alhainen 15 %:n käyttöaste johtuu yhtiön mukaan siitä, että Heeros ei ole aiemmin voinut tarjota omaa kirjanpito-ohjelmistoa, vaan tilitoimistoilla on pitänyt olla joku muu taloushallinnon järjestelmä, jonne Heeroksesta tullut data on täytynyt siirtää. Lisäksi yhtiö hankki viime vuonna tuoteportfolioonsa palkanlaskenta-ohjelmiston Aboa Data Oy:n yrityskaupalla. Yhtiön asiakkaista noin neljännes on tällä hetkellä koko tuoteportfoliota hyödyntäviä asiakkaita. Uusien moduulien myynti olemassa olevaan asiakaskuntaan tuottaa yhtiölle hyvin skaalautuvaa uutta liikevaihtoa.

### Kansainvälistyminen

Kansainvälistyminen on osa Heeroksen strategiaa ja yhtiö aloitti kansainvälistymisen vuonna 2013 avaamalla toimipisteen Hollantiin. Kuluvaan vuoden aikana yhtiö on myös avannut toimipisteen Ruotsiin. Yhtiötä kiinnostavat laajentumiskohteina erityisesti Pohjoismaat.

Mielestämme kansainvälistyminen tarjoaa houkuttelevan pitkän aikavälin kasvumahdollisuuden, sillä taloushallinnon digitalisoituminen on Suomessa pääasiassa muuta Eurooppaa edellä ja markkinan kasvunäkymät ovat houkuttelevat. Markkinat ovat kuitenkin vielä toistaiseksi hyvin paikallisia eikä kansainvälisiä merkittäviä toimijoita ole vielä muodostunut. Arviomme mukaan tähän on monia syitä. Kansainvälistymistä rajoittavat esimerkiksi maakohtaiset lainsäädännöt sekä tilitoimistojen toimintatavat. Pankki-, laskuoperaattori- ja viranomaisyhteyksien sekä järjestelmäintegraatioiden tekeminen vaatii ohjelmistotoimittajilta paikallista läsnäoloa ja paikallistuntemusta. Ohjelmistot ja niiden tukimateriaali on räätälöitävä paikalliselle kielelle ja vastaamaan paikallisia käytäntöjä. Lisäksi paikallinen asiakastuki ja koulutus ovat tärkeä kilpailutekijä. Vaikka ohjelmiston ydin on maiden rajojen yli skaalautuva, ei sen skaalaaminen ulkomaille siisi ole helppoa. Suhtaudumme siten lieväällä varauksella Heeroksen kansainvälistymisen liikevaihtopotentiaaliin lyhyellä aikavälillä. Yhtiön resurssit ovat hyvin rajallisia jo pelkästään kotimarkkinoita ajatellen ja lisäksi Heeroksella on heikosti kansainvälistymisen osaamista sen tiimissä. Pitkällä aikavälillä uskomme, että Heeroksen vahva kotimaan liiketoiminta ja sen tulorahoitus voisi tuoda yhtiölle vahvemmat muskelit kansainvälistymiseen.

Heeroksen Hollannin toiminnot tekivät vuonna 2014 0,35 MEUR tappion ja 0,23 MEUR tappion vuonna 2015. Yhtiön haasteena Hollannissa on ollut skaalautuvuus, sillä paikalliset tilitoimistot eivät ole tottuneet tarjoamaan ohjelmistoja asiakkailleen, jolloin loppukäyttäjien aktivointi Heeroksen käyttäjiksi on vaatinut Heerokselta lisätyötä. Emme odota Hollannin toimintojen nousevan voitolliseksi ainakaan lyhyellä aikavälillä. Maassa taloushallinnon digitalisoitumista edistää kuitenkin valtion pakottama sähköiseen laskutukseen siirtyminen 2017.

Ruotsissa Heeroksella on jo muutamia asiakkuuksia kotimaisten asiakkaiden kautta. Ruotsissa yhtiö pyrkii saamaan kilpailuetua ostolaskujen kierrätysohjelmiston suoralla pankkiyhteydellä, minkä ansiosta tilitoimiston asiakas pystyy laittamaan laskuja maksatukseen suoraan järjestelmästä. Kyseessä on standardi-toiminnallisuus Suomessa, mutta Ruotsissa vastaavaa toimintoa ei vielä ole pankkiyhteyksien haasteiden takia, vaikka kysyntää olisi paljon. Heerokselle voi avautua kasvupotentiaalia Ruotsissa, mikäli se saa ensimmäisten joukossa tämän ja muita vastaavia uusia ominaisuuksia markkinoilla käyttöön.

## Tuotekehitys ja tuotestrategia

### Tuotekehityksen painopiste

Saatuaan kirjanpito-ohjelmiston valmiiksi Heeros sai tuoteportfolionsa suurimman puutteen paikattua ja yhtiö kykenee nyt tarjoamaan kokonaisratkaisua. Tällä hetkellä

Heeroksen tuoteportfolion suurin heikkous on johdon raportointiominaisuudet. Yhtiön tavoitteena on investoida tähän toiminnallisuuteen joko yritysostolla tai kehittämällä ratkaisu itse. Muita uusia tuotekehitysinvestointien kohteita ovat kansainvälisten pankkiyhteyksien ja maksatustoimintojen rakentaminen ja liittäminen osaksi ostoreskontraa sekä verkkopalkka -ominaisuus (julkaistaan syksyllä 2016). Lisäksi yhtiö investoi jatkuvasti nykyisten tuotteiden jatkokehitykseen pysyäkseen kilpailukykyisenä.

### Tuotekehitysinvestointien määrä

Heeros käyttää tällä hetkellä yli 20 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen. Yhtiö aktivoi tuotekehitystä viime vuonna taseeseen noin 1 MEUR edestä ja kirjasi tuotekehitystä kuluksi noin 0,3 MEUR. Tuotekehitystä aktivoidaan sellaisen kehitystyön osalta, mistä on ennakoitavissa uutta ansaintaa. Heeroksen tuotekehitys työllistää noin 25 henkilöä.

Heeroksella on taseessa aktivoituja tuotekehitysmenoja 3,0 MEUR:n edestä ja tuotekehitysaktoimintien poistot ovat hieman alle 1 MEUR tasolla vuodessa.

## Myynti ja markkinointi

### Suoramyynti ja myynti tilitoimistojen kautta

Heeroksen myyntiorganisaatiossa on tällä hetkellä seitsemän työntekijää, jotka tekevät myyntiä sekä tilitoimistoille että suorille asiakkaille. Yhtiön strategiassa myyntihenkilöstön määrä nelinkertaistuu vuoteen 2020 mennessä.

Heeroksen tilitoimistomyyntiin pohjautuva strategia tarjoaa mielestämme yhtiölle vahvan väylän loppuasiakaskuntaan. Yhtiön liiketoimintamalli on rakennettu siten, että tilitoimistot pystyvät helposti ottamaan uusia asiakkaita ja uusia moduuleja Heeroksen ohjelmistojen käyttäjiksi, mikä mahdollistaa Heeroksen liiketoiminnan hyvän skaalautuvuuden.

Tilitoimistokentässä markkinaa jaetaan tällä hetkellä, minkä takia yhtiön kannattaa investoida kasvuun. Heeroksen strategian kannalta erityisen kriittistä olisi, että tilitoimistot siirtyisivät laajamittaisesti vanhasta Tikon-järjestelmästä käyttämään Heerosta. Tässä kehityksessä yhtiölle on tärkeää sekä aktivoida olemassa olevia tilitoimistoasiakkaita laajempaan Heeroksen ohjelmistojen käyttöön, että voittaa uusia asiakkaita. Tähän yhtiö pyrkii erilaisten kumppanuuksien kautta. Heeros on käsityksemme mukaan menestynyt erityisesti uusien, aloittavien tilitoimistojen voittamisessa. Kasvu vakiintuneissa tilitoimistoissa tapahtuu kuitenkin hitaasti, sillä tilitoimistoille järjestelmän vaihtaminen on työläs ja kallis prosessi. Heeroksen liikevaihto alkaa kertyä vähitellen ja pienistä puroista sitä mukaa, kun tilitoimisto aktivoi asiakkaitaan Heeroksen ohjelmistojen käyttöön.

Kilpailukentässä tilitoimistot saattavat kokea tällä hetkellä Accountorin ja Visman kilpailu-uhan niin suurena, että ne eivät halua siirtyä Netvisorin tai Procounorin käyttöön. Tätä uhkaa todennäköisesti lieventää Visman ilmoitus myydä tilitoimistopalveluita tarjoava Visman BPO-yksikkö pääomasijoittajalle syyskuussa 2016. Vastaavasti siirtymä pois Tikonista saattaa kiihtyä Accountorin ostettua Tikon vuonna 2014. Heeros on siten itsenäisenä toimijana kilpailuasetelman kannalta hyvässä asemassa markkinoilla.

Heeroksen suoramyynä tavoittelee kotimaassa pääasiassa keskisuuria organisaatioita, joilla taloushallintoa ei ole laajalti ulkoistettu tilitoimistoille. Suurimpia asiakkaita suorissa asiakkuuksissa ovat esimerkiksi verkkokauppa.com ja Grano. Yhtiön pääkohderyhmää eivät ole suurimmat organisaatiot ja julkishallinto. Suuremmissa asiakkaissa Heeroksen modulaarisuus tarjoaa sille tärkeän kilpailuedun, sillä asiakas voi liittää vain yhden osan ohjelmistoa esimerkiksi erp-järjestelmäänsä. Lisäksi Heeros on hinnaltaan edullinen asiakkaalle, joka käsittelee suuria transaktiovolyymejä.

## **Muut jälleenmyyntikumppanit**

Heeroksen ohjelmistoilla on muutama jälleenmyyjä perinteisen tilitoimistokentän ulkopuolelta. Nämä voivat olla esimerkiksi erp-toimittajia, jotka myyvät Heerosta osana kokonaisuuksiaan. Jälleenmyyjien painoarvo on kuitenkin hyvin pieni eikä yhtiö ole täysin onnistunut jälleenmyyjäverkoston rakentamisessa. Yhtiö pyrkii strategiassaan lisäämään panostuksia jälleenmyyntiverkoston rakentamiseen.

# Strategia

## Heeroksen strategia



Lähde: Inderes, Heeros

# Ennusteet ja arvonmääritys

Heeros profiloituu sijoittajille kehitysvaiheessa olevaksi, kasvavaksi teknologiayhtiöksi. Yhtiön tulos tulee olemaan ennusteessamme nollan tuntumassa vielä tämän ja ensi vuoden ajan johtuen kasvuinvestoinneista. Arviomme mukaan yhtiö tulee saavuttamaan täyden tulospotentialinsa aikaisintaan vuosikymmenen lopulla, jolloin yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset vähintään 15-20 % tasolla olevaan liikevoittoon. Skaalautuva ja hyvin ennustettava SaaS-liiketoimintamalli sekä sektorin yhtiöiden ja yrityskauppojen korkeat suhteelliset arvostukset tukevat Heeroksen osakkeen arvostusta verrattuna muihin IT-yhtiöihin. Vastaavia täysin SaaS-pohjaisia yrityksiä ei ole Helsingin pörssissä listattuna. Arvioimme Heeroksen osakekannan arvon asettuvan 9,6-16,0 MEUR haarukkaan eri arvonmääritysmenetelmiin pohjautuen. Vuoden 2015 lopulla tehdyssä rahoituskierroksessa yhtiö arvotettiin noin 8,3 MEUR arvoiseksi.

## Historiallinen kehitys

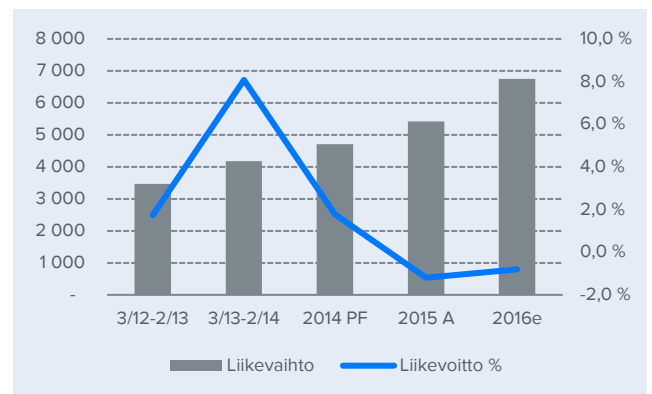
### Kasvu- ja kannattavuuskehitys

Heeroksen historiallinen kasvu on ollut vahvaa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 24 % vuodessa vuosina 2008-2015. Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto kasvoi 2014 proforma lukuun (poikkeava tilikausi oikaistuna) nähden 15 % 5,4 MEUR:oon. Vuoden 2016 ensimmäisellä puoliskolla yhtiö kasvoi 29 % edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan nähden.

Heeros on historiallisesti investoinut tulorahoitustaan kasvuun, minkä takia yhtiön liikevoitto on viime vuosina ollut vain hieman nollan yläpuolella. Poikkeuksena tilikaudella 2013 yhtiö teki kohtalaisen 8 %:n liikevoittomarginaalin. Heeroksen ulkomaantoimintojen tappioista oikaistuna yhtiön liikevoitto-% olisi ollut 9,3 % vuonna 2014 ja 3,1 % vuonna 2015. Yhtiön alla oleva kotimaan liiketoiminta on siten jo kohtalaisen hyvin kannattavaa.

Arviomme mukaan yhtiö on tarkoituksella pyrkinyt tasapainottelemaan kasvupanostusten ja kannattavuuden välillä niin, että tulos pysyy niukasti voitolla. Näin tarve ulkopuoliselle rahoitukselle on saatu pidettyä minimissä. Vuonna 2015 yhtiö kuitenkin teki rahoituskierroksen Invesdorilla ja vuonna 2016 yhtiö suunnittelee listautumisantia First Northiin. Rahoituksen myötä yhtiöllä on hieman enemmän "varaa" tehdä tappiota eli toisin sanoen kiihdyttää kasvuinvestointeja. Vuonna 2015 yhtiön tulos painui lievästi miinukselle ja arviomme myös tämän vuoden tuloksen jäävän yhtiölle tietoisesti tappiolliseksi vuodeksi.

### Liikevaihto- ja kannattavuuskehitys



Lähde: Heeros, ennuste Inderes

### Tase ja rahoitusasema

Heeroksen tase ei tällä hetkellä anna yhtiölle juurikaan muskeleita kasvustrategian toteutukseen. Yhtiöllä oli kassassa H1'16 lopussa vain 0,2 MEUR, joten yhtiön likviditeettitilanne on melko heikko. H1'16 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 21 % ja nettovelkaantumisaste 145 %. Melko suurten ennakkomaksujen osuuden ja sitä kautta negatiivisen käyttö pääoman ansiosta yhtiö pystyy toimimaan hyvin matalalla omavaraisuusasteella, joten 21 %:n omavaraisuusaste ei ole niin huolestuttava kuin miltä se aluksi kuulostaa. Yhtiöllä on korollista velkaa taseessa noin 1,25 MEUR. Velkavivun käyttö kasvuvaiheessa olevalle teknologiayhtiölle on hieman poikkeuksellista ja yhtiö tarvitsee mielestämme kasvunsa rahoittamiseksi oman pääoman ehtoista rahoitusta.

## Ennusteet

### Lyhyen aikavälin ennusteet

Heeroksen H1'16 liikevaihto kasvoi vahvat 29 % 3,3 MEUR:oon, mikä osoittaa yhtiön olevan hyvällä kasvu-uralla

tänäkin vuonna. Pientä osaa kasvusta selittää Aboa Data -yritysosto (Aboa Datan liikevaihto 53 TEUR 2015). Liikevoitto vuoden ensimmäiselle puoliskolla oli vertailukauden tavoin 0,2 MEUR tappiolla. Vuoden jälkimmäisellä puoliskolla arvioimme yhtiön kasvun tasaantuvan hieman 20 %:iin ja liikevoiton olevan lievästi positiivinen. Koko vuoden 2016 ennusteemme vastaa 24 %:n liikevaihdon kasvua 6,8 MEUR:oon ja liikevoiton arvioimme olevan -0,1 MEUR (EBIT-% -0,8 %). Arvioimme kasvun perustuvan asiakasmäärien kasvuun, uusien moduulien myyntiin sekä tilitoimistojen käyttöasteiden nousuun. Arvioimme mukaan yhtiön tulosta rasittavat vuonna 2016 aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistot noin 0,9 MEUR:n edestä, joten käyttökate on 0,9 MEUR positiivinen ennusteessamme (käyttökate-% 13 %). Yhtiö aktivoi ennusteessamme lähes yhtä suuren määrän tuotekehitystä taseeseen, minkä takia rahavirta on melko lähellä liikevoittoa.

Vuosi 2017 tulee olemaan Heerokselle vielä kasvun perustan rakentamisen aikaa. Arvioimme 2017 liikevaihdon kasvavan 21 %:a 8,2 MEUR:oon tilitoimistojen määrän ja keskilaskutuksen kasvaessa pääasiassa kotimaassa. Yhtiö tulee lisäämään panostuksia tuotekehitykseen ja myyntiin, minkä johdosta kulurakenne tulee kasvamaan lähes liikevaihdon suhteessa ennusteemme mukaan. Myös tuotekehityksaktiivointien poistojen kasvu rasittaa tulosta. Hollannin toimintojen tappioiden pienentyminen voisi vastaavasti parantaa tulosta. Arvioimme Heeroksen 2017 liikevoiton olevan 0,2 MEUR positiivinen ja nettotuloksen olevan nollassa.

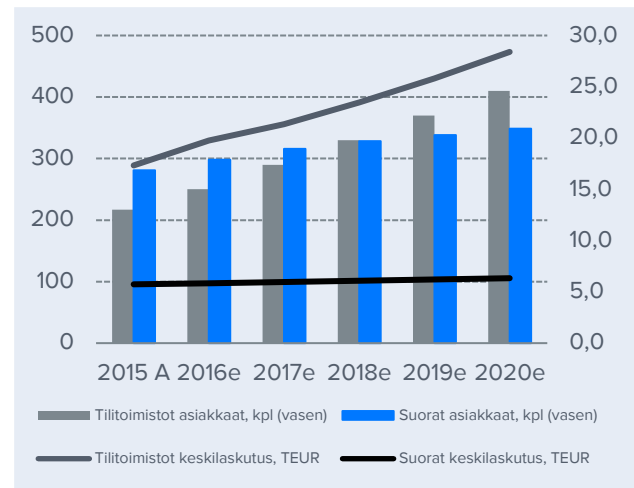
## Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme Heeroksen liiketoiminnan skaalautuvuuden käynnistyvän vuodesta 2018 eteenpäin. Arvioimme yhtiön pystyvän ylläpitämään vahvaa noin 20 %:n tasolla olevaa kasvua tilitoimistojen käyttöasteiden ja määrän edelleen kasvaessa. Ennustamme tilitoimistojen keskilaskutuksen nousevan 28 tuhanteen euroon 2020 viime vuoden 17 tuhannesta eurosta. Suorissa asiakkaissa arvioimme kasvun olevan vakaampaa. Vuonna 2018 myös yhtiön ulkomaantoiminnot alkavat tukea kasvua. Ennusteessamme yhtiö saavuttaa 14,0 MEUR liikevaihdon vuonna 2020. Tämä on alle yhtiön 20 MEUR tavoitetason, sillä pidämme kasvutavoitetta hyvin kunnianhimoisena ja odotuksemme kansainvälistymisen tuoman liikevaihdon suhteen ovat varovaisia.

Kannattavuuden osalta arvioimme Heeroksen saavuttavan 8 %:n liikevoittomarginaalin ja 0,8 MEUR liikevoiton vuonna 2018. Vuonna 2019 arvioimme liikevoittomarginaalin kohoavan 13 %:iin ja 18 %:iin vuonna 2020. Kasvu ei täysin skaalautu tulokseen, sillä uusia kuluja aiheutuu esimerkiksi tukipalveluiden kasvavasta tarpeesta sekä transaktiomäärien kasvun kautta lisääntyvistä suorista kustannuksista (kuten verkkolaskuoperaattorin maksut, paperilaskujen käsittelytyö). Lisäksi yhtiö todennäköisesti jatkaa voimakkaita panostuksia tuotekehitykseen.

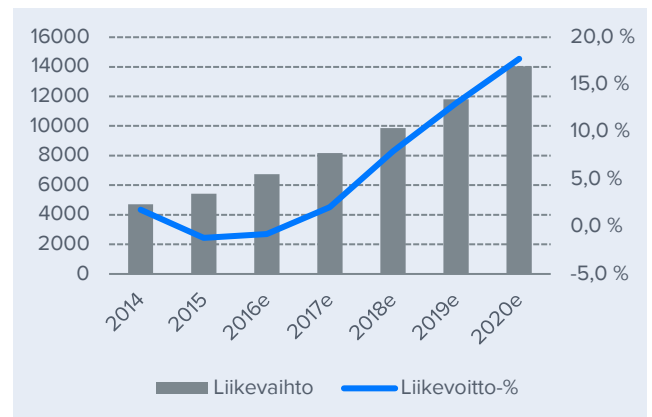
Ennusteessa yhtiö tekee 2,5 MEUR liikevoiton ja 0,58 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2020. Ennusteessa on tärkeää huomata, että Heeros alkaa saavuttaa tulospotentiaaliaan aikaisintaan vasta vuosikymmenen lopulla. Mikäli yhtiö saavuttaa tulospotentiaalinsa, tulee tuloskunto olemaan hyvin vakaata johtuen liiketoimintamallin tasaisista SaaS-tuotoista.

## Asiakasmäärien ennuste



Lähde: Inderes

## Liikevaihto- ja kannattavuusennuste



Lähde: Inderes

## Kassavirta ja rahoituksen tarve

Ennusteemme mukaan Heeroksen kassavirta tulee olemaan lievästi negatiivinen tai nollan tuntumassa tämän ja ensi vuoden ajan johtuen tuotekehityspanostuksista. Yhtiö tekee selvästi positiivista käyttökate (2016e: 0,9 MEUR), mutta taseeseen aktivoitavat tuotekehitysinvestoinnit rasittavat vastaavasti rahavirtaa.

Heeroksen kassavarat H1'16 lopussa olivat 170 TEUR, mikä antaa rajallisesti liikkumavaraa kasvustrategian toteutukseen. Rahavirta on kuitenkin luonteeltaan hyvin vakaata johtuen tasaisista SaaS-maksuista, mikä pienentää



rahoitusriskejä oleellisesti. Lisäksi on tärkeää huomata, että Heeros kykenee toimimaan negatiivisella käyttöpääomalla johtuen suuresta ennakkomaksujen määrästä (ennakkomaksut noin 10 % liikevaihdosta). Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön liikevaihdon kasvu rahoittaa osin itseään.

Nykyisen ennusteemme mukaisessa kasvussa Heeroksen velkaantuneisuus nousee ja korollisten velkojen määrä kasvaa noin 2 MEUR:oon vuonna 2017, sillä nykyinen tase ja ennustettu tuloskehitys eivät riitä rahoittamaan ennustettua kasvua. Siten yhtiö tarvitsee ulkopuolista rahoitusta tavoittelemansa kasvuun. Arviomme mukaan Heeros tarvitsisi noin 2-3 MEUR:n rahoituksen kasvustrategiansa toteutukseen. Tämä nostaisi yhtiön velkaantuneisuusasteen negatiiviseksi ja antaisi yhtiölle hyvin liikkumavaraa investointeihin sekä mahdollisesti pienen yritystoston tekemiseen. Nykyisellään Heeroksen tase ei anna edellytyksiä merkittäviin investointeihin. Tämä on osaltaan kilpailuhaitta yhtiölle, sillä markkinan kasvu ja kilpailutilanne edellyttäisivät nyt voimakkaampia panostuksia kasvuun.

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Heeros profiloituu kehitysvaiheessa olevaksi, kasvavaksi teknologiayhtiöksi. Vastaavaa, puhtaasti SaaS-liiketoimintamallilla toimivaa ohjelmistoyhtiötä ei ole Helsingin pörssissä listattuna. Tyypillisesti SaaS-yrityksiä hinnoitellaan korkeammilla arvostustasoilla kuin muita IT-sektorin toimijoita johtuen SaaS-mallin skaalautuvuudesta ja hyvästä ennustettavuudesta.

Heeroksen läheisin verrokki Helsingin pörssissä on Basware. Heerosta Baswaresta erottaa lähinnä se, että Basware toimii kansainvälisillä markkinoilla ja tavoittelee suuria organisaatioita. Vastaavasti Baswarella siirtymä SaaS-liiketoimintamalliin on vielä kesken, kun taas Heeros on jo puhtaasti SaaS-yritys. Lisäksi Basware ei ole pelkästään ohjelmistoyhtiö, vaan sillä on myös verkkolaskuoperaattori-liiketoimintaa sekä rahoituspalveluliiketoimintaa, joilla on merkittävä painoarvo Baswaren osakkeen arvomuodostuksessa. Basware asettaa tietyn ylärajan Heeroksen hinnoittelulle, sillä emme näe perusteltuna, että huomattavasti pienempää Heerosta hinnoiteltaisiin Baswaren arvostustasolla.

Toinen Heeroksen verrokki Helsingin pörssissä on Talenom, joka kehittää myös omia ohjelmistoja, vaikka sen liiketoiminnan ytimessä ovat tilitoimistopalvelut. Mielestämme Talenom asettaa tietyn alarajan Heeroksen hinnoittelulle. Vaikka Heeros on Talenomia pienempi, tulee sitä SaaS-pohjaisena ohjelmistoyhtiönä hinnoitella mielestämme korkeammin kuin pääosin palveluliiketoiminnassa olevaa Talenomia.

Näkemyksemme mukaan Heeroksen arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- SaaS-liiketoimintamalli tuo yhtiön liiketoimintaan skaalautuvuutta ja ennustettavuutta, mikä pienentää riskitasoa.
- Houkutteleva markkina-asema Suomessa merkittävänä itsenäisenä toimijana.
- Kasvavat, defensiiviset markkinat ja hyvät pitkän aikavälin kasvufundamentit.
- Yhtiön näytöt historiallisesta kasvusta.
- Heeros on potentiaalinen yritystostokohde yhtiön vahvan markkina-aseman johdosta. Toimialan yrityskauppojen arvostustasot ovat olleet erittäin korkeita.

Vastaavasti näkemyksemme mukaan Heeroksen arvostukseen negatiivisesti vaikuttavat seuraavat tekijät:

- Yhtiöllä on pääkilpailijoihin verrattuna heikon taseen ja pienen koon takia hyvin rajalliset resurssit käytettävissä tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin.
- Yhtiön kansainväliset toiminnot ovat tappiollisia ja pyrkimykset kansainvälistyä melko rajallisilla käytettävissä olevilla resursseilla nostavat mielestämme riskitasoa.
- Heeros on hyvin pieni yritys verrattuna moniin listattuihin ohjelmistoyhtiöihin ja siten riskitasoltaan korkeampi ja todennäköisesti epälikvidimpi.
- Yhtiön korkea aktivoitujen tuotekehitysmenojen määrä rajoittaa lähivuosien tulostuntoa merkittävästi.

### Riskit

Vaikka Heeros on kehitysvaiheessa oleva kasvuyhtiö, on sen riskitaso suhteellisen maltillinen. Tämä johtuu erityisesti tilitoimistomarkkinan defensiivisyydestä, korkeasta toistuvaisliikevaihdon osuudesta (85 %) sekä liikevaihdon hajautumisesta laajalle asiakaskunnalle. Vaikka kulurakenne on pääosin hyvin kiinteää, ovat riskit liikevaihdon laskulle hyvin pieniä. Liiketoiminta ei myöskään sido merkittävästi pääomia lukuun ottamatta tuotekehitykseltä vaadittavia investointeja. Heeroksen riskit syntyvät lähinnä yhtiön kasvuhakuisesta strategiasta ja kansainvälistymisestä, sillä yhtiö investoi tällä hetkellä tietoisesti kaiken tulorahoituksen kasvuun ja tuotekehitykseen.

### Arvostuskertoiin pohjautuva arvostus

Heeroksen arvon määrittäminen on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta. Yhtiön tulostunton ei anna arvostukselle tukea. Vertailukohtaa arvostukselle on jossain määrin haettavissa toimialan yrityskauppojen arvostuksista sekä listattujen verrokkien arvostuksista.

Olemme koonneet Heeroksen kahdesta eri ryhmästä: kotimaiset ohjelmistoyhtiöt (markkinapaikkaverrokki) sekä



taloushallinnon ohjelmistoyhtiöt (suorat verrokkit). Lisäksi otamme Talenomin mukaan vertailuryhmään.

Vertailuryhmän mediaani EV/Liikevaihto -kerroin tälle vuodelle on 3,3x ja EV/EBITDA-kerroin 13,6x. Heeroksen kilpailijoiden keskimääräinen liikevaihtokerroin yrityskaupoissa on ollut 5,5x, missä on kuitenkin mukana yrityskaupparemiota.

Liikevaihtopohjaisissa kertoimissa pidämme Heeroksen hinnoittelun alarajana Talenomin 1,7x liikevaihtokerrointa. Ylärajana pidämme vastaavasti vertailuryhmän mediaanikerrointa 3,3x alennettuna 10 % alennuksella yhtiön pienestä koosta johtuen. Yhtiön osakekannan arvon haarukaksi muodostuu näin 10-19 MEUR.

Käyttökatteeseen (EBITDA) nojautuvat kertoimet ovat hieman epäluotettavia Heeroksen arvottamiseen, sillä merkittävä osa yhtiön kuluista kulkee käyttökäteen ohitse tuotekehitysaktivointien takia. Yhtiön kehitysvaiheen takia käyttökätekertoimet antavat kuitenkin pientä tukea arvonnäilykselle. Arvotamme yhtiötä tämän vuoden käyttökäteestä laskettuna 10-16x kertoimilla, jolloin yhtiön osakekannan arvoksi muodostuu 8-13 MEUR.

## Liikevaihto- ja EBITDA-kertoimiin pohjautuva arvostus

	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: liikevaihto 2016e	6,8	6,8	6,8
x Hinnoittelukerroin	1,7	2,4	3,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>11,5</b>	<b>15,9</b>	<b>20,3</b>
- Nettovelka H1'16	1,2	1,2	1,2
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>10,3</b>	<b>14,7</b>	<b>19,1</b>
<i>Per osake</i>	3,1	4,4	5,7

	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: EBITDA 2016e	0,9	0,9	0,9
x Hinnoittelukerroin	10,0	13,0	16,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>8,7</b>	<b>11,3</b>	<b>13,9</b>
+ Nettovelka H1'16	1,2	1,2	1,2
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>7,5</b>	<b>10,1</b>	<b>12,7</b>
<i>Per osake</i>	2,2	3,0	3,8

Lähde: Inderes

## DCF-arvonnäily

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Heerokselle on 14,5 MEUR, mikä vastaa 4,0 euron osakekohtaista arvoa. Ennustemme olettaa yhtiön kasvavan lähivuodet noin 20 % vauhtia ja saavuttavan noin 20 % liikevoittomarginaalin tason vuosikymmenen lopulla. Arvoa kohottaa yhtiön negatiivinen käyttö pääoma, mikä liikevaihdon kasvun myötä kohottaa rahavirtaa. Ikuisuusoletuksen (terminal) painoarvo arvossa on hieman yli 40 %. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 10,8 %:iin, mikä pitää sisällään 4,5 %:n likviditeettipreemion johtuen yhtiön pienestä koosta ja riskisydestä. Liiketoiminnan arvo vaihtelee välillä 12,3

MEUR ja 17,5 MEUR, kun likviditeettipreemiota muutetaan +/- 2 %-yksikköä.

## Arvonnäilyksen yhteenveto

Heeros keräsi loppuvuonna 2015 järjestetyssä Invesdorin rahoituskierröksessä 0,7 MEUR rahoituksen osakeannissa. Annin merkintähinta oli 2,70 euroa osakkeelta, mikä vastasi 8,3 MEUR:n osakekannan arvoa eli noin 9,5 MEUR:n velatonta arvoa.

Käyttämillämme arvostusmenetelmillä Heeroksen liiketoiminnan arvo asettuu keskimäärin 11-17 MEUR:n haarukkaan ja osakekannan arvo 9,6-16,0 MEUR haarukkaan. Tämä vastaa noin 2,9-4,8 euron osakekohtaista arvoa. Haarukka on leveä, sillä Heeroksen kaltaisen kasvu- ja kehitysyhtiön hinnoittelua ei pystytä johtamaan millään yksittäisellä menetelmällä. Haarukan alaraja on lähellä Invesdorin rahoituskierröksen hinnoittelua ja ylärajaa vastaa noin 78 % korkeampaa arvoa.

Vertaamme arvonnäilyksen tulosta vuoden 2019 ennustettuun P/E-lukuun, sillä vuonna 2019 yhtiö on ennusteessamme lähellä tulospotentiaaliaan. Arvostuksen alarajalla P/E-luku on 8x ja ylärajalla 14x. Kertoimet ovat hyvin matalia ja niiden kuuluu olla alhaisia, jotta ne heijastelisivat tuottopotentiaalia ennusteemme mukaisen kehityksen toteutuessa.

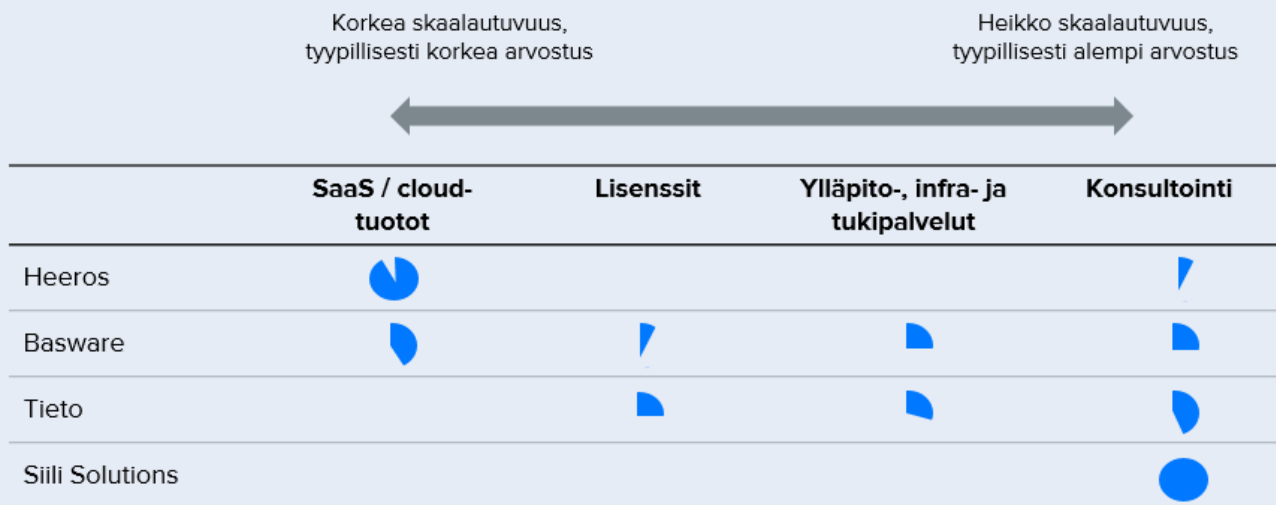
## Arvostuksen yhteenveto

	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
EV/liikevaihto	11,5	15,9	20,3
EV/EBITDA	8,7	11,3	13,9
DCF	12,3	14,5	17,5
<b>Keskisarvo (EV)</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>17,2</b>
+ Nettovelka H1'16	1,2	1,2	1,2
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>9,6</b>	<b>12,7</b>	<b>16,0</b>
<i>Per osake</i>	2,9	3,8	4,8
<i>Ero edelliseen 10/2015 rahoituskierrökseen nähden (2,70€)</i>	7 %	41 %	78 %
<i>P/E-luku 2019 ennusteesta laskettuna</i>	8	11	14

Lähde: Inderes

# Arvostus

## Heeroksen liiketoimintamalli verrattuna muihin suomalaisiin IT-yhtiöihin



Lähde: Inderes

## Heeroksen riskiprofiili



Lähde: Inderes

## Vertailuryhmä

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto	
				2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Comptel	2,40	262	262	20,5	16,6	13,5	11,6	2,4	2,2
Talenom	7,00	48		59,0	26,0	9,5	7,8	1,7	1,5
Basware	40,25	580	573		4660,2		63,2	3,7	3,3
F-Secure	3,29	522	441	23,1	18,7	18,4	14,9	2,8	2,6
QT Group	6,07	126	127				125,4	4,1	3,7
Fortnox	22,80	139	133	28,2	19,3	23,6	16,5	6,8	5,3
Esker	35,80	192	183	15,2	12,1	11,3	9,6	2,7	2,4
Reckon	1,59	120	156	14,3	14,2	6,6	6,1	2,3	2,1
Myob	3,62	1414	1668	22,4	19,1	13,7	12,3	6,9	7,0
Sage Group	717,50	9146	9489	20,6	17,5	17,5	15,4	5,1	4,6
<b>Heeros (Inderes)*</b>	<b>2,70</b>	<b>9006</b>	<b>10501</b>		<b>63,1</b>	<b>12,1</b>	<b>9,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>25,4</b>	<b>533,7</b>	<b>14,3</b>	<b>28,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>21,5</b>	<b>18,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>					<b>238 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>-57 %</b>

Lähde: Bloomberg / Inderes

\*Heerosen edellisen rahoituskierröksen hinta 2,70€

# Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

## Tuloslaskelma

(TEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	<b>4 178</b>	<b>4 706</b>	<b>5 424</b>	<b>6 750</b>	<b>8 161</b>	<b>9 860</b>
Kulut	-3 487	-4 190	-4 725	-5 884	-7 002	-8 041
<b>EBITDA</b>	<b>691</b>	<b>516</b>	<b>699</b>	<b>866</b>	<b>1 158</b>	<b>1 818</b>
Poistot	-354	-431	-764	-920	-992	-1 032
<b>Liikevoitto</b>	<b>337</b>	<b>85</b>	<b>-65</b>	<b>-54</b>	<b>167</b>	<b>787</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	337	85	-65	-54	167	787
Rahoituserät	-42	-95	-164	-170	-112	-88
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0	0	0	0	0	0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>295</b>	<b>-10</b>	<b>-229</b>	<b>-224</b>	<b>55</b>	<b>698</b>
Muut erät	0	0	0	0	0	0
Verot	0	-1	0	0	-11	-140
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0
<b>Nettotulos</b>	<b>295</b>	<b>-11</b>	<b>-229</b>	<b>-224</b>	<b>44</b>	<b>559</b>
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	295	-11	-229	-224	44	559
Satunnaiset erät	0	0	0	0	0	0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>295</b>	<b>-11</b>	<b>-229</b>	<b>-224</b>	<b>44</b>	<b>559</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,09</i>	<i>0,00</i>	<i>-0,07</i>	<i>-0,07</i>	<i>0,01</i>	<i>0,17</i>
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>0,17</b>

## Tase

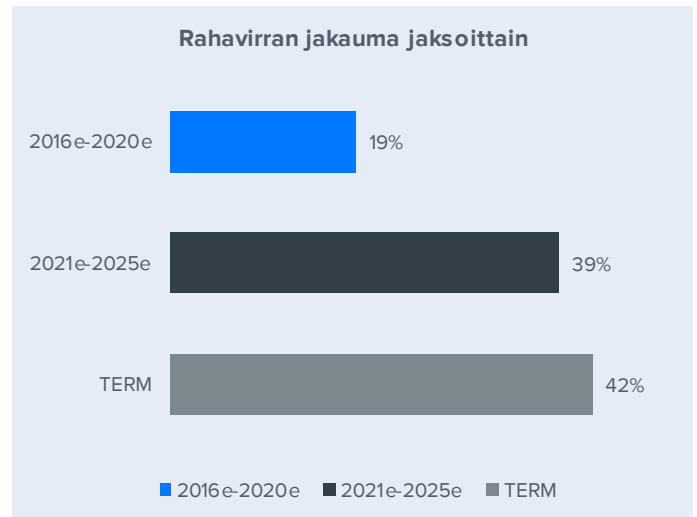
Vastaavaa (TEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>2440</b>	<b>2816</b>	<b>3258</b>	<b>3444</b>	<b>3676</b>
Liikearvo	0	0	187	187	187
Aineettomat oikeudet	2409	2783	3044	3224	3440
Käyttöomaisuus	30	33	28	34	49
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>1063</b>	<b>1015</b>	<b>1329</b>	<b>1488</b>	<b>1921</b>
Varastot	8	14	28	36	44
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	828	768	921	1148	1469
Likvidit varat	228	234	381	304	408
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>3503</b>	<b>3831</b>	<b>4587</b>	<b>4932</b>	<b>5597</b>

Vastattavaa (TEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Oma pääoma</b>	<b>431</b>	<b>625</b>	<b>1062</b>	<b>838</b>	<b>882</b>
Osakepääoma	25	25	26	26	26
Kertyneet voittovarot	170	-45	-274	-498	-454
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	216	216	216	216	216
Muu oma pääoma	20	430	1094	1094	1094
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>919</b>	<b>855</b>	<b>1288</b>	<b>1349</b>	<b>1358</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	919	855	1208	1349	1358
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	80	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2154</b>	<b>2352</b>	<b>2237</b>	<b>2745</b>	<b>3357</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	255	306	344	450	582
Lyhytaikaiset korottomat velat	1899	2045	1893	2295	2775
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>3503</b>	<b>3831</b>	<b>4588</b>	<b>4932</b>	<b>5597</b>

## DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-65</b>	<b>-54</b>	<b>167</b>	<b>787</b>	<b>1540</b>	<b>2486</b>	<b>2805</b>	<b>3317</b>	<b>3467</b>	<b>1911</b>	<b>1930</b>	
+ Kokonaispoistot	764	920	992	1032	1121	1193	1237	1216	1230	1205	1181	
- Maksetut verot	0	0	-11	-140	-297	-494	-561	-663	-693	-382	-386	
- verot rahoituskuluista	0	0	-22	-18	-11	-3	0	0	0	0	0	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-319	167	151	164	281	322	192	212	191	139	28	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>380</b>	<b>1032</b>	<b>1276</b>	<b>1825</b>	<b>2634</b>	<b>3504</b>	<b>3673</b>	<b>4082</b>	<b>4194</b>	<b>2872</b>	<b>2753</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-1206	-1106	-1223	-1326	-1351	-1326	-1296	-1251	-1167	-1135	-1222	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-826</b>	<b>-74</b>	<b>53</b>	<b>499</b>	<b>1283</b>	<b>2178</b>	<b>2377</b>	<b>2831</b>	<b>3027</b>	<b>1737</b>	<b>1531</b>	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	-826	-74	53	499	1283	2178	2377	2831	3027	1737	1531	15839
Diskontattu vapaa kassavirta		-71	46	395	917	1406	1385	1489	1438	745	593	6133
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>14476</b>	<b>14547</b>	<b>14501</b>	<b>14106</b>	<b>13189</b>	<b>11783</b>	<b>10398</b>	<b>8908</b>	<b>7471</b>	<b>6726</b>	<b>6133</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>14476</b>										
- Korolliset velat		-1633										
+ Rahavarat		381										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>13224</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,96</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %



# Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	4178	4706	5424	6750	8161
EBITDA	691	516	699	866	1158
EBITDA-marginaali (%)	17	11	13	13	14
EBIT	337	85	-65	-54	167
Voitto ennen veroja	295	-10	-229	-224	55
Nettovoitto	295	-11	-229	-224	44
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	3503	3831	4587	4932	5597
Oma pääoma	431	625	1062	838	882
Liikearvo	0	0	187	187	187
Korolliset velat	1174	1161	1553	1799	1940

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	691	516	699	866	1158
Nettokäyttöpääoman muutos	16	201	-319	167	151
Operatiivinen kassavirta	707	725	380	1032	1276
Vapaa kassavirta	-165	-83	-826	-74	53

## Yhtiökuvaus

Heeros toimittaa taloushallinnon ohjelmistoratkaisuja SaaS-pohjaisesti tilitoimistoille sekä Pk-yrityksille. Heeros perustettiin vuonna 2000 ja työllistää tällä hetkellä noin 60 työntekijää Suomessa ja ulkomailla. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna 5,4 miljoonaa euroa.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,09	0,00	-0,07	-0,07	0,01
EPS oikaistu	0,09	0,00	-0,07	-0,07	0,01
Operat. kassavirta per osake	0,21	0,22	0,11	0,31	0,38
Tasearvo per osake	0,13	0,19	0,32	0,25	0,26
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	0
Osinkotuotto, %		0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut*	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E			neg.	neg.	205,7
P/B			8,5	10,7	10,2
P/Liikevaihto			1,7	1,3	1,1
P/CF			23,7	8,7	7,1
EV/Liikevaihto			1,9	1,6	1,3
EV/EBITDA			14,7	12,1	9,1
EV/EBIT			neg.	neg.	63,1

\*Edellisen rahoituskierröksen 2,7€/osake arvostuksella

## Suurimmat omistajat

	%-osakkeista
Pekka Räisänen	58,2 %
Matti Lattu	16,4 %
Heidi Lepäntalo	4,8 %
Lauri Laanti	1,9 %
Seismo Malm	1,5 %
Oiva Karppinen	1,1 %

# Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden

osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

# Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on enemmistöltään työntekijöiden omistama.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)



**2015**

#1 ennustetarkkuus



**2016, 2015, 2014**

#1 ennusteet ja  
suositukset



**2016, 2014**

#1 suositustarkkuus



**2016, 2012**

#1-2 suositustarkkuus



**2016, 2012**

#1-2 suositustarkkuus





inde  
res.

**Palkittua  
analyysiä.**