

Heeros

Yhtiöraportti

01/2019

Yhtiö etenee asteittain parempaan suuntaan

Toistamme Heeroksen lisää-suosituksen ja osakkeen 2,60 euron tavoitehinnan. Heeroksen kehitys on ollut vuoden 2016 lopulla tehdyn listautumisen jälkeen selvästi odotuksiamme heikompaa, kun yhtiön kasvupanostusten tehokkuus on jäänyt heikoksi erityisesti ulkomailla. Yhtiö etenee jälleen asteittain parempaan suuntaan, kun toiminnan painopiste siirtyy asteittain investointivaiheesta skaalautumis-vaiheeseen, kansainvälistymisen tulosrasitus pienenee ja yhtiön tekemät hinnankorotukset tukevat kannattavuutta. Yhtiön pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali on vielä viimeisen parin vuoden kehityksen perusteella osittainen kysymysmerkki, mutta tätä kompensoi maltilliseksi painunut arvostus, jatkuvat tuotot ja vakautunut rahoitustilanne.

Vakaa asema kasvavalla Suomen taloushallinto-ohjelmistomarkkinalla, mutta laajentuminen ulkomaille pettymys

Vuonna 2000 perustettu ja vuonna 2016 listautunut Heeros tarjoaa pilvipalveluina (SaaS) taloushallinnon ohjelmistoratkaisuja tilitoimistoille ja pk-yrityksille, ja on alallaan yksi Suomen johtavista toimijoista erityisesti tilitoimistokentässä. Yhtiö on hakenut viime vuosien ajan myös kansainvälistä kasvua Hollannin ja Ruotsin markkinoilta, mutta niiden toteutunut kasvu on ollut toistaiseksi pettymys ja heikentänyt yhtiön kannattavuutta ja rahoitusasemaa. Heeroksen potentiaalinen markkina on yhtiön nykyiseen kokoon suhteutettuna suuri ja useiden trendien tukemana vahvassa kasvussa (esim. pilvipalveluiden kasvu, digitalisaatio, automatisaatio, sääntely). Yhtiö saavuttanut Suomessa vakaan markkina-aseman ja laajan, yli 11 000 organisaation asiakaskunnan, joka koostuu tilitoimistojen loppukäyttäjistä sekä suorista asiakkuuksista. Heeros erottuu erityisesti sillä, ettei se kilpaile ratkaisullaan tilitoimistojen kanssa samasta tulovirrasta, vaan on heille kumppani.

Voimakkain investointivaihe takana ja yhtiö on etenemässä asteittain kohti skaalautumisvaihetta

Heeros oli vuodet 2016-2018 voimakkaassa investointi- ja kehitysvaiheessa, kun yhtiö rakensi myyntikanavaa Hollantiin, vahvisti Suomen organisaatiota, sekä kehitti ohjelmistoratkaisuunsa puuttuvia toiminnallisuksia ja integraatiokyvykkyyttä. Yhtiö on nyt arviomme mukaan saanut tuoteportfolionsa suurimmat kehitystarpeet täytettyä, mikä mahdollistaa yhdessä vahvojen markkina-ajureiden kanssa kasvun jatkumisen Suomessa sekä vahvemman jalansijan rakentamisen Hollannissa. Kansainvälistymisen osalta arvioimme, että yhtiö on maksanut suurimmat oppirahat ja jatkossa ulkomaan liiketoiminnot rasittavat vähemmän kannattavuutta ja kassavirtaa. Liikevaihdon kasvun osalta painopiste tulee olemaan keskipitkällä aikavälillä edelleen Suomessa, jossa yhtiöllä on nykyisten asiakkaiden uusasiakashankinnassa vielä merkittävää hyödyntämätöntä potentiaalia. Ennustamme Heeroksen yltävän vuosina 2019-2021 keskimäärin noin 14 %:n liikevaihdon kasvuun (tavoite 20 %) ja SaaS-mallin mahdollistaman asteittaisen skaalautumisen myötä liikevoitto-%:n nousevan n. -2 %:n tasolta 10 %:iin.

Arvostus on kasvuun ja liikevaihtoon suhteutettuna maltillinen, mutta yhtiön pieni koko ja likviditeetti rajoitteena

Heeroksen vakaat kasvunäkymät, asteittain parantuva operatiivinen tuloskehitys sekä vakaampi rahoitustilanne tekevät yhtiöstä tuotto-/riskiprofiililtaan houkuttelevan. Yhtiön arvostustaso (2019e EV/S 1,1x) on verrokkeihin ja potentiaaliin suhteutettuna maltillinen, vaikkakaan arvostus ei saa vielä lähivuodet jatkuvasta kasvuvaiheesta johtuen tukea tulospohjaisista kertoimista ja yhtiön näytöt kannattavasta kasvusta ovat vielä vaatimattomat. Arvioimme, että nykyisellä arvostuksella yhtiö alkaa olla kiinnostava kohde laajentumista ja synergioita hakeville kilpailijoille tai pääomasijoittajille. Suurimpina riskeinä arvostukselle näemme yhtiön resurssien riittävyyden, kilpailutilanteen muutokset, osakkeen heikon likviditeetin ja strategian toteutukseen liittyvät riskit, joita kuitenkin kompensoi tuottojen jatkuvuus ja vakaa markkina-asema.

Analytytikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)

2,60 EUR

(aik. 2,60 EUR)

Osakekurssi: 2,20 EUR

Potentiaali: 18,2 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	7,3	8,3	9,5	10,9
kasvu-%	9 %	14 %	15 %	14 %
EBIT oik.	-0,8	-0,1	0,2	0,7
EBIT-% oik.	-10,6 %	-1,7 %	1,6 %	6,7 %
Nettotulos	-0,9	-0,3	0,0	0,6
EPS (oik.)	-0,20	-0,07	-0,01	0,14

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	15,7
P/B	4,4	4,4	4,5	3,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	71,0	14,1
EV/EBITDA	58,7	11,4	7,8	5,1
EV/Liikevaihto	1,6	1,3	1,1	0,9

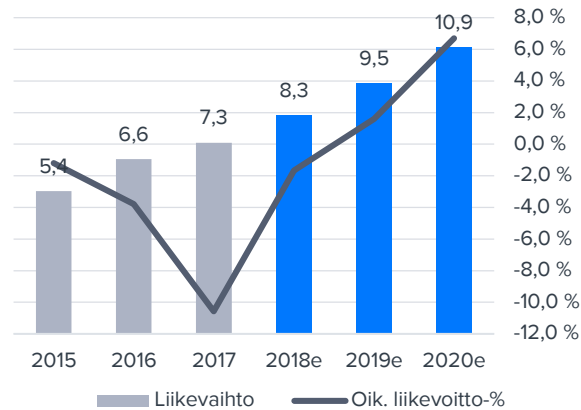
Lähde: Inderes

Osakekurssi



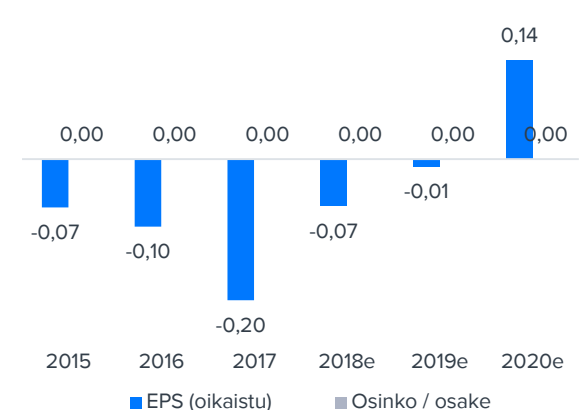
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
9,7
MEUR

EV
10,6
MEUR

Liikevaihto
9,5
2019e

EV/S
1,1x
2019e



Arvoajurit

- Markkinan transformaatio uuden sukupolven taloushallinnon ratkaisuihin vielä alkuvaiheessa erityisesti kansainvälisillä markkinoilla
- Laaja asiakaskunta, jossa paljon lisämyyntipotentiaalia
- Tuote on kypsässä vaiheessa ja vaatii suhteellisesti vähemmän T&K-panostuksia
- Kannattavuudessa nousupotentiaalia skaalautuvuuden, hinnankorotusten ja tehokkuuden kasvu kautta
- Potentiaalinen yritysostokohde



Riskitekijät

- Yhtiö on kilpailullisesti haastajan asemassa ja tilitoimistoalan konsolidaatio voi muuttaa kilpailuasetelmaa ja pienentää markkinaa
- Pienemmät resurssit ja alempi investointikyky suhteessa pääkilpailijoihin
- Kansainvälistyminen syö resursseja ja heikentää tulosta
- Rahoitustilanne voi heikentyä uudelleen, jos kasvu heikkenee ja investoinnit epäonnistuvat



Arvostus

- Arvostus ei saa vielä lähivuosina tukea tuloksesta vaikka tulostrendi on positiivinen, ja osake on siten herkkä muutoksille kasvuodotuksissa
- Liikevaihtopohjainen arvostus on matala skaalautuvaan liiketoimintamalliin ja ohjelmistoyhtiöverrokkeihin suhteutettuna
- Suurimpina riskeinä arvostukselle näemme osakkeen heikon likviditeetin ja strategian toteutukseen liittyvät riskit, joita kuitenkin kompensoi tuottojen jatkuvuus ja vakaa markkina-asema

Heeros lyhyesti

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

2000

Perustamisvuosi

2016

Listautuminen

8,3 MEUR (+14 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018e

+21 % 2008-2018e

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

0,9 / -0,1 MEUR (11,2 % / -1,7 % lv:sta)

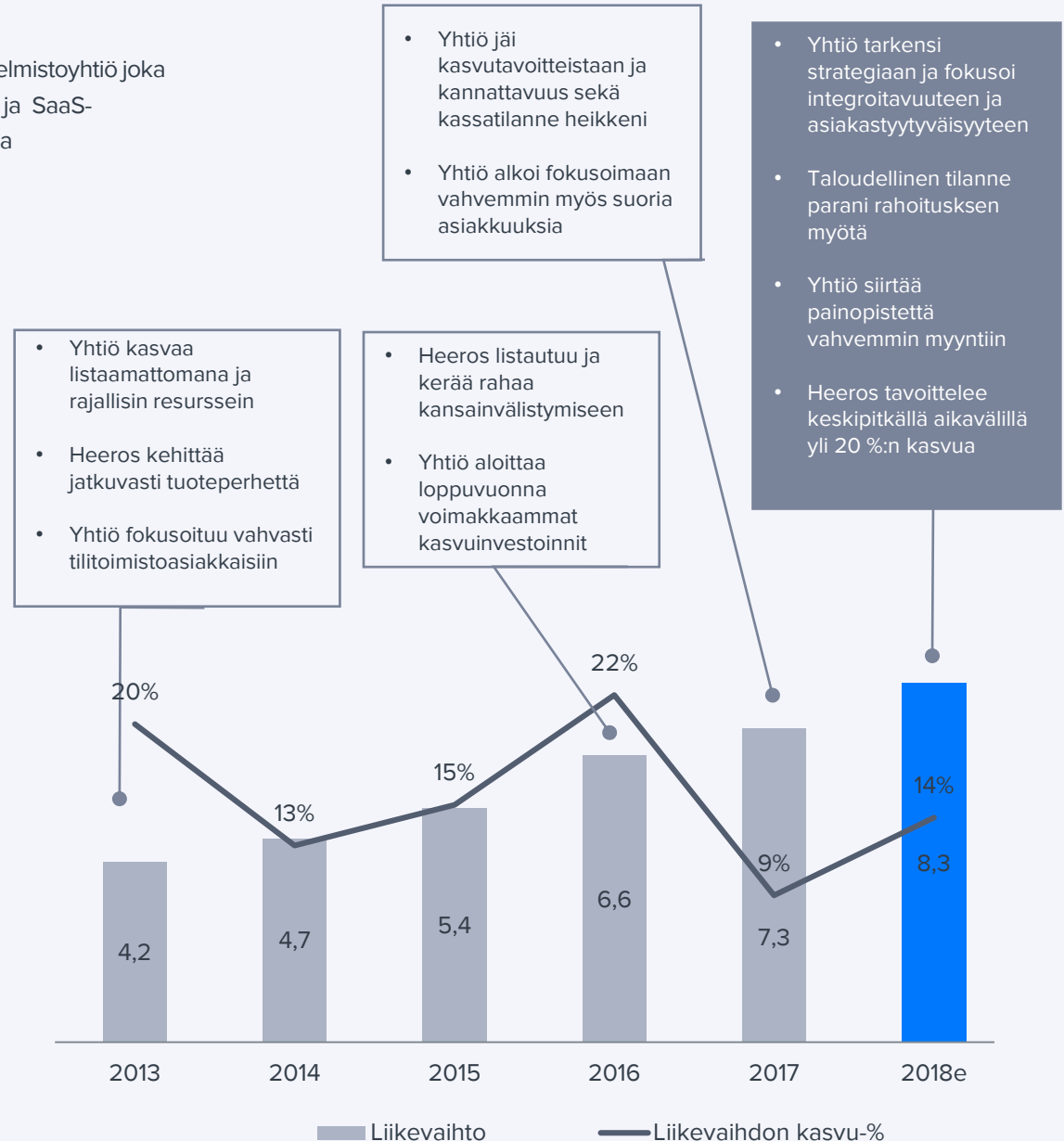
Käyttökate / liikevoitto 2018e

83 työntekijää

Henkilöstö H1/2018

11 000 asiakasta

Liikevaihdesta 80 %* tilitoimistoasiakkailta ja 20 %* suorilta asiakkailta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Digitaalisen taloushallinnon kokonaisratkaisu

Heeros on vuonna 2000 perustettu ohjelmistoyhtiö, joka kehittää ja markkinoi digitaalisen taloushallinnon kokonaisratkaisua. Yhtiön pilvipalveluna (SaaS) tarjottava ratkaisu kattaa kaikki digitaalisen taloushallinnon perusprosessit, kuten osto- ja myyntilaskujen käsittelyn, maksatuksen, arkistoinnin sekä kirjanpidon ja palkanlaskennan.

Heeros toimii tällä hetkellä pääasiassa Suomen markkinalla. Lisäksi yhtiö on viime vuosina investoinut Hollannin ja Ruotsin markkinaan, joiden osuus liikevaihdosta on kuitenkin jäänyt matalaksi.

Heeros on yksi Suomen johtavista taloushallinnon ohjelmistoratkaisujen toimittajista. Yhtiön ohjelmistoratkaisuja käyttää yli 11 000 yritystä ja yhteisöä, joiden kautta ohjelmistolla on yli 30 000 käyttäjää. Heeros tarjoaa ratkaisujaan suoraan yrityksille (noin 20 % liikevaihdosta) tai kumppaneina toimivien tilitoimistojen kautta (noin 80 % 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.

Heeroksella on omistajia yli 900, joista suurin osa tuli vuoden 2016 listautumisen myötä sekä Invesdorin joukkorahoituskierroksella vuonna 2015. Yhtiön suurin omistaja on Heeroksen perustaja Pekka Räisänen noin 21 %:n omistuksella. Yhtiön toimitusjohtaja Matti Lattu omistaa yhtiöstä noin 13 %. Muita yhtiön merkittäviä omistajia ovat Elo (n. 7,5 %), sijoitusrahasto Visio Allocator (n. 7 %), Finnish Stars (5,2 %) ja Tenendum Oy (n. 3,7 %).

Kasvuajurina taloushallinnon digimurros

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

Kohderyhmäksi ja tuotteen päämyyntikanavaksi yhtiö

valitsi jo alkuvaiheessa tilitoimistot, koska niiden asiakkaina on 95 % Suomen kirjanpitovelvollisista organisaatioista.

Heeros kulki pitkän tien ennen vahvemman kaupallisen menestyksen käynnistymistä, mikä johtui osittain hyvin konservatiivisen asiakaskunnan toimintamallien muutoksen hitaudesta ja ratkaisun asteittaisesta kehittämisestä. Vaikka Suomi on taloushallinnon digitalisoitumisessa ja pilvipalveluiden käyttöönottoasteella mitattuna yksi edelläkävijämaita maailmassa, on digitalisoituminen edennyt viime vuosiin saakka melko hitaasti. 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 on ollut vanhoja järjestelmiä, rakenteita, kulttuurisia tekijöitä ja toimintatapoja, jotka hidastivat muutosta. Lisäksi siirtymä Heeroksen kaltaisiin uuden sukupolven pilvipalvelu-pohjaisiin (SaaS) ohjelmistoihin on alkanut yleistyä voimakkaasti vasta viime vuosina, kun pilvipalveluiden käytettävyys ja kustannustehokkuus on noussut suurempaan rooliin ohjelmistohankinnoissa. 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, keskimäärin yli 20 % vuotuisen kasvuun.

Kasvua ovat ajaneet esimerkiksi sähköisen taloushallinnon yleistyminen, yhtiön tuoteportfolion laajentuminen sekä tilitoimistoasiakkaiden määrän ja asiakkaiden keskilaskutuksen koon kasvu. Myös muutokset kilpailukentässä ovat avanneet Heerokselle kasvumahdollisuuksia Suomen markkinoilla.

Heeros on listautumisannin jälkeen kiihdyttänyt

investointejaan kasvuun ja tuotekehitykseen, sillä Suomessa taloushallinnon digitalisoituminen jatkuu vauhdilla ja kansainväliset markkinat ovat kasvussa muun muassa verkkolaskutuksen yleistymisen, lainsäädännön muutosten sekä Euroopan yhtenäisen maksualueen (SEPA) johdosta. Kuitenkin myös Heeroksen suurimmat kilpailijat ovat lisänneet voimakkaasti kasvupanostuksiaan ja kasvaneet Heerosta nopeammin. Heeros on tuoteperheen ja markkinaposition puolesta kuitenkin nyt kypsemmässä vaiheessa ja yhtiö on viime aikoina panostanut lisää resursseja kasvun kiihdyttämiseksi.

Heeros tänään

Heeroksen liikevaihto liikkuu tällä hetkellä noin 8 MEUR:n kokoluokassa ja yhtiö kasvaa noin 14 %:n vauhtia. Pääosan yhtiön liikevaihdosta (>90 %) muodostaa pilvipalveluina tarjottavat ohjelmistot (SaaS) ja niihin liittyvät transaktiotuotot, kun taas palvelut muodostavat vajaa 10 % liikevaihdosta.

Heeroksella on toimipisteet Suomessa ja Hollannissa. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä noin 90 henkeä, joista Suomessa reilut 80 henkilöä ja Hollannissa 8 henkilöä. Heeroksen henkilöstöstä noin 25 % työskentelee myynnissä ja markkinoinnissa, noin 45 % tuotekehityksessä, tuotannossa ja tuotteissa, noin 25 % palveluissa ja noin 5 % hallinnossa.

Heeros tavoittelee asiakaskannan kasvun, asiakkuuksien laajentumisen ja kumppanimyyntin kasvun kautta yli 20 %:n liikevaihdon kasvua ja 20 %:n käyttökatemarginaalia keskipitkällä aikavälillä.

Heeroksen kasvu on asiakkuuksien elinkaaren ajalta saatavan tuottoon nähden kannattavaa, mutta hitaista myyntisykleistä, asteittaisesta moduulien käyttöönotosta ja SaaS-mallille tyypillisistä, tuottoihin nähden voimakkaan etupainotteisista tuotekehityks-, myynti- ja markkinointipanostuksista johtuen yhtiön kannattavuus on jäänyt liikevoitto-%:lla mitattuna vielä negatiiviseksi.

Kumppanit

Osa tilitoimistoista ovat
Heeros Pro Partner -
kumppaneita

innoX

Toiminnot

Myynti ja
markkinointi



Konsultointi



T&K



Liiketoimintaidea

Heeros tarjoaa itsenäisen ja joustavan
pilvipohjaisen taloushallinnon
modulaarisen ohjelmistoratkaisun,
sisältäen kaikki sähköisen talous- ja
palkkahallinnon prosessit

Kilpailu

ac
coun
+or™

VISMA

basware

Palvelukokonaisuus

Ostolaskujen käsittely

Myyntilaskujen käsittely

eTosite



Identa

OSTOLASKUJEN
SKANNAUS JA TULKINTA

Circula

OSTO- JA MATKALASKUJEN
KÄSITTELY

Venda

MYYNTELASKUJEN
KÄSITTELY

ePalkat



Ostoreskontra

Myyntireskontra

Pankki

Link

YHTEYDET



Admina

Arkisto



Kirjanpito

Heeros

- Toimitukset toteutetaan modulaarisena pilvipalveluna SaaS-palvelumallilla
- Käyttäjiä ulkomailla englannin-, hollannin- ja ruotsinkielisillä versioilla
- Yli 11 000 yritystä ja yhteisöä käyttää ratkaisua yhdeksässä maassa
- Kuukausitasolla yhtiö välittää yli 500 000 laskua

Asiakasjakauma

(nyt-> tavoite)



Tilitoimisto-
asiakkaat
~ 80 % -> ~66 %



Suorat
asiakkaat
~20 % -> ~34 %

Maantieteellisesti

(2018e)



Suomi
>95 %*



Hollanti ja
Ruotsi
<5 %*

Kustannusrakenne 2018e



Henkilöstö
(42 %
kustannuksista)



Materiaalit ja
palvelut
(15 %)

Liiketoiminnan muut
kulut
(30 %)



Poistot
(13 %)

83 hlö (H1/2018e)
Kulut -8,4 m€ (2018e)

Jatkuva ja ei uusiutuva
liikevaihto



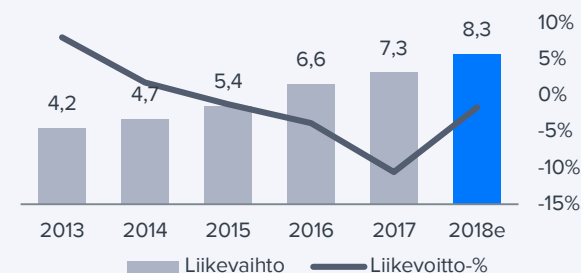
>90 %



<10 %

Tulovirrat

Liikevaihto 8,3 m€
EBIT -0,1 m€ (2018e)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

SaaS-malli

Heeroksen liiketoiminta perustuu SaaS-malliin

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

SaaS-malli poikkeaa merkittävästi perinteisestä kertalisenssimallista 1) liiketoimintamallin (esim. jatkuvat vs. kertatuotot), 2) ohjelmistojen toimitus- ja ylläpitomallin (pilvipohjaisesti vs. paikallinen infra) ja 3) yhtiön operatiivisen toimintamallin kautta (esim. skaalautuvuus). Näin ollen SaaS-mallilla toimivat yhtiöt eroavat perinteisistä ohjelmistoyhtiöistä sekä tuotto-, kassavirta- ja riskiprofiililtaan, mikä on hyvä tiedostaa analysoitaessa ja vertaillaessa Heeroksen liiketoimintamallia, strategiaa ja sijoitusprofiilia.

SaaS-mallin suosio vahvassa kasvussa

SaaS-malliin perustuvien ohjelmistoratkaisujen osuus on kasvanut viime vuosina voimakkaasti kaikissa ohjelmistosegmenteissä, eikä Heeroksen toimiala muodosta tästä poikkeusta. Esimerkiksi Gartner ennustaa SaaS-ohjelmistomarkkinan kasvavan globaalisti keskimäärin noin 18 % vuodessa vuoteen 2020 mennessä ja ylittävän siten merkittävästi taantuvien perinteisten kertalisenssi-ohjelmistoratkaisujen

markkinakasvun, jonka odotetaan olevan vain muutamia prosentteja. SaaS-markkinoiden voimakasta kasvua ajaa pilvipalveluiden käyttöönoton helpottuminen, tarjonnan kasvu ja SaaS-mallin tarjoamat merkittävät hyödyt asiakkaalle ja ohjelmistotoimittajalle perinteiseen lisenssimalliin verrattuna.

SaaS-mallissa on voimakkaan kasvumahdollisuuden lisäksi sijoittajan näkökulmasta myös muita kiinnostavia elementtejä ja eroavaisuuksia perinteiseen ohjelmistoyhtiön liiketoimintamalliin nähden, mistä johtuen SaaS-yhtiöitä hinnoitellaan tyypillisesti kehitysvaiheesta riippuen hyvin erilaisilla arvostuskertoimilla verrattuna perinteisiin ohjelmistotoimittajiin.

SaaS-mallin etuja asiakkaan näkökulmasta

- Perinteisiin ohjelmistoratkaisuihin verrattuna tyypillisesti matalampi käyttöönottokynnys ja -kustannus, koska ohjelmisto toimitetaan ilman suuria alkuinvestointeja suoraan käyttäjien päätelaitteille pilvipalveluna.
- Tasaisemmat, ennakoitavammat ja liiketoiminnan kehityksen mukaan skaalautuvammat kustannukset.
- Jatkuva kehitys ja ylläpito: SaaS-ohjelmistoa ylläpidetään ja päivitetään keskitetysti ohjelmistotoimittajan toimesta, mikä laskee asiakkaan järjestelmien ylläpitoon ja tukeen liittyviä kustannuksia sekä pitää järjestelmät jatkuvasti ajantasalla ja päivitettyinä.

SaaS-mallin etuja ohjelmistotoimittajalle

- SaaS-yhtiön saama suurempi osuus ohjelmistoratkaisun arvoketjusta ja niihin

liitännäisistä palveluista nostaa asiakkuuden elinkaaren arvon tyypillisesti perinteistä ohjelmistoratkaisua merkittävästi korkeammaksi.

- Liikevaihdon ja kassavirtojen toistuvuus ja ennustettavuus paranee pitkien ensimmäisten sopimuskausien ja palveluiden jatkuvan luonteen myötä.
- Kustannusrakenne skaalautuu voimakkaasti asiakkuuksien arvon kasvun ja asiakasmäärän kasvun myötä.
- Tuotekehityssykliä ja tuotanto nopeutuu huomattavasti, mikä nostaa asiakkaan saamaa arvoa ja pienentää asiakaspoistuvuuden riskiä, sekä tehostaa tuotekehitystä.

SaaS-malli sijoittajan näkökulmasta

- Korkea kasvupotentiaali, joka syntyy ohjelmistomarkkinan transformaatiosta SaaS-malliin ja asiakkuuksien laajentumisesta.
- SaaS-yhtiöiden kannattavuuspotentiaali on korkea pitkällä aikavälillä skaalautuvuuden myötä.
- Korkea tuottojen jatkuvuus ja hyvä ennustettavuus alentaa kassavirtojen riskiprofiilia.
- Etupainoiset kustannukset suhteessa tasaisesti yli ajan kertyviin tuottoihin heikentävät SaaS-yhtiöiden kannattavuutta ja kassavirtaa voimakkaan kasvun ja skaalautumisen alkuvaiheessa. SaaS-malli vaatii siten kertalisenssimalliin nähden sijoittajalta pidempää horisonttia ja erilaisten tehokkuus- ja arvostusmittareiden hallintaa.

SaaS-mallin suosion ajureita

Sijoittaja

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

➤ Korkeammat arvostustasot

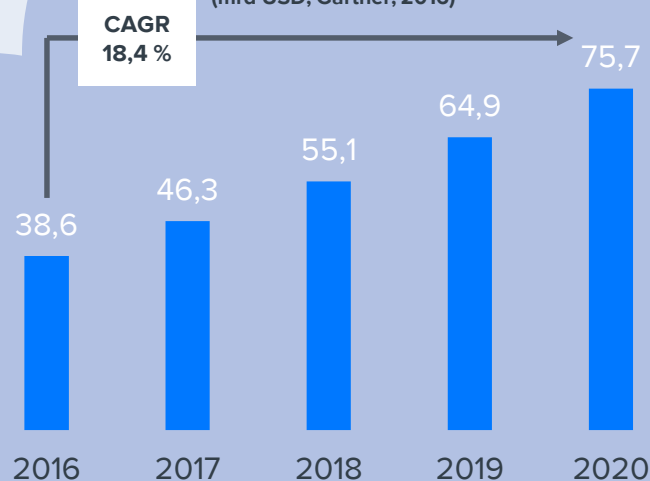
Asiakas

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

➤ Matalat ohjelmiston omistamisen kokonaiskustannukset (TCO)

Globaali SaaS-yritysohjelmistomarkkina

(mrd USD, Gartner, 2016)



Ohjelmistotoimittaja

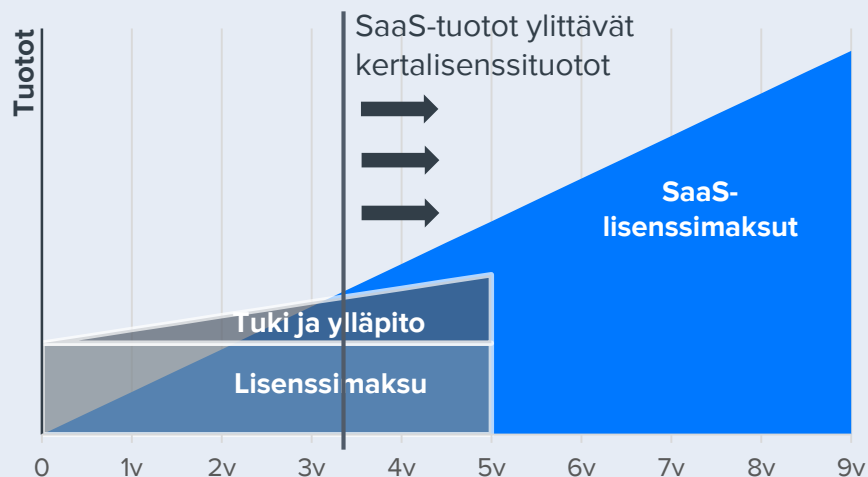
- Toistuvat ja ennustettavat tuotot sekä kassavirta
- Matala ostokynnys ja nopeammat myyntisyklit
- Syvemvät, pidemmät ja arvokkaammat asiakassuhteet
- Kustannustehokkaampi operatiivinen malli
- Skaalautuva kustannusrakenne
- Kustannustehokas ja nopea tuotekehitys- ja päivityssykli

➤ Korkea asiakkuuden elinkaaren arvo ja skaalautuvuus

SaaS-mallin suosion ajureita

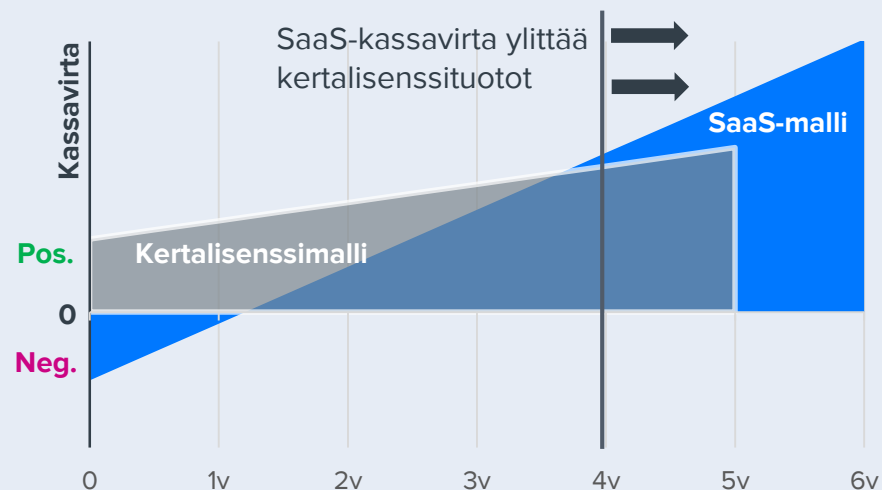
Havainnollistava esimerkki

Kumulatiiviset
SaaS-lisenssituotot vs. kertalisenssituotot



SaaS-mallissa lisenssimaksut kertyvät tasaisesti yli ajan, ja ylittävät siten kertalisenssimallista saatavat kumulatiiviset tuotot (lisenssimaksu + ylläpitomaksut) usein vasta usean sopimusvuoden jälkeen. Kertalisenssimallilla toimitetut ohjelmistot vaativat usein kalliin elinkaaripäivityksen noin 3-6 vuoden käytön jälkeen, mikä muodostaa epäjatkuvuuskohdan tuottojen kertymiselle.

Kumulatiiviset kassavirrat per lisenssi
SaaS-malli vs. kertalisenssimalli



SaaS-mallissa kumulatiivinen kassavirta per lisenssi on tyypillisesti negatiivinen ensimmäisen vuoden ajan, johtuen etupainotteisista myynti- ja markkinointikuluista ja tasaisesti yli ajan kertyvistä lisenssimaksuista. Pitkällä aikavälillä SaaS-mallin kassavirrat ovat kuitenkin jatkuvasta luonteestaan johtuen suuremmat kuin kertalisenssimallissa. Esimerkissä oletettu molemmissa malleissa 40 % myyntikulut lisenssimaksuille (SaaS-mallissa 3 vuoden lisenssimaksulle).

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Liiketoimintamalli

Tuote ja liiketoimintaidea

Heeroksen ratkaisun ydinajatus perustuu yritysten ja organisaatioiden taloushallinnon prosessien ja rutiinitöiden automatisointiin ja transaktioiden sähköiseen käsittelyyn pilvipohjaisella ohjelmistolla ja niihin liitännäisillä palveluilla.

Heeroksen päätuote on toisiinsa nopeasti integroitavista ohjelmistomoduuleista koostuva kokonaisratkaisu, josta asiakas saa halutessaan käyttöönsä joko tietyn yksittäisen taloushallinnon prosessin kattavan ratkaisun tai kaikki organisaatioiden taloushallintoon tarvittavat keskeiset sovellukset. Heeroksen järjestelmään kuuluu kaikkiaan 10 itsenäistä moduulia, joilla voi mm. seurata taloushallinnon aineistojen tilaa, hoitaa kuittien hallinnan, suorittaa palkanlaskennan, hallita maksuliikennettä, automatisoida ostolaskujen skannauksen ja tulkinnan, suorittaa osto- ja matkalaskujen sekä myyntilaskujen käsittelyn, hoitaa tositteiden arkistoinnin ja kirjanpidon. Lisäksi Heeroksen ohjelmistoratkaisua täydentää integraatiomoduuli, jolla voidaan luodaan luoda yhteydet muiden ohjelmistotoimittajien järjestelmiin, viranomaisiin, sekä yleisempien toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) rajapintoihin.

Heeroksen liiketoimintamallin tuotot muodostuvat SaaS-mallille tyypilliseen tapaan tuotteen ja palveluiden käyttömäärään ja ratkaisun laajuuteen perustuvista toistuvista kuukausimaksuista ja järjestelmien kautta kulkevien transaktioiden määrään perustuvasta laskutuksesta. Asiakkaan ohjelmistoista maksama kuukausimaksu koostuu perusmaksusta sekä käytössä olevien moduulien tyypin ja lukumäärän mukaan määräytyvästä lisämaksusta. Transaktioihin lasketaan mm. osto- ja myyntilaskut, matkalaskut ja maksu-

muistutukset. Heeroksen järjestelmien kautta välitetään kuukausitasolla >500 000 transaktiota.

Heeroksen liikevaihdesta yli 90 % on jatkuvaa, kuukausimaksuista ja transaktiosta koostuvaa tulovirtaa. Jatkuvasta liikevaihdesta karkeasti noin puolet tulee kuukausimaksuista ja puolet transaktiomaksuista.

Ohjelmistoratkaisujen lisäksi Heeros tarjoaa erilaisia palveluita, jotka muodostavat hieman alle 10 % yhtiön liikevaihdesta. Palveluihin kuuluu käyttöönottoa ja käyttöä tukevat palvelut, koulutus sekä paperisten ostolaskujen skannauspalvelut.

Kaksi asiakasryhmää

Heeroksella on kahdentyyppisiä asiakkaita: suorat asiakkaat (noin 30 % liikevaihdesta) ja tilitoimistoasiakkaat (noin 70 % liikevaihdesta).

Suorissa asiakkaissa Heeros myy ratkaisun suoraan asiakasyritykselle, joka on tyypillisesti keskisuuri kokoluokaltaan. Näitä asiakkaita Heeroksella on noin 400. Suoran asiakkuuden käynnistäminen edellyttää tyypillisesti muutaman päivän käyttöönottoprojektia, joka on Heerokselle laskutettavaa työtä. Käyttöönotto on pitkälle tuotteistettu, minkä ansiosta asiakkaat saadaan vietyä nopeasti tuotantoon (normaalisti 1-2 kuukautta riippuen asiakkaiden prosesseista). Nopea käyttöönotto on tärkeää, sillä Heeroksen SaaS- ja transaktiopohjaiset tuotot alkavat kertyä vasta, kun asiakas on tuotannossa. Heeroksen ratkaisun tilaaja on suorassa asiakkuudessa tyypillisesti asiakasorganisaation talouspäällikkö, pääkirjanpitäjä tai talousjohtaja. Kokonaisratkaisua käyttävien suorien asiakkuuksien liikevaihto on kokoluokaltaan tyypillisesti alle tuhannessa eurossa kuukaudessa, mutta esimerkiksi pelkkää palkkahallinnan moduulia käyttävän asiakkuuden koko on tästä vain murto-osa.

Tilitoimistoasiakkaissa Heeros myy tuotteitaan tilitoimistojen kautta ja laskuttaa tilitoimistoa siltä osin, kun tilitoimiston asiakkaat käyttävät Heeroksen ratkaisua. 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 10000 loppuasiakasta. Myös tilitoimistoasiakkaan käyttöönotto on suorien asiakkaiden tapaan tehty nopeaksi, 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 Heeroksen ohjelmistojen käyttöä asiakaskunnassaan, nousee laskutus parhaissa asiakkaissa yli 10 tuhanteen euroon kuukaudessa.

Myynti ja markkinointi

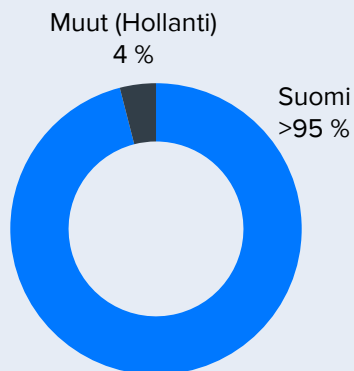
Heeroksen myynti- ja markkinointiorganisaatiossa on tällä hetkellä Suomessa 12 työntekijää ja Hollannissa 3 työntekijää, jotka tekevät myyntiä sekä tilitoimistoille että suorille asiakkaille. Yhtiö pyrkii kasvattamaan myyjien määrää hallitusti sen mukaan miten markkinointitoimenpiteiden kautta saatava myyntihankekanta kehittyy.

Heeroksen myynti on painottunut aiemmin vahvasti tilitoimistomyyntiin, sillä se tarjoaa yhtiölle skaalautuvan väylän loppuasiakaskuntaan. Yhtiön liiketoimintamalli on rakennettu siten, että tilitoimistot pystyvät hankkimaan itsenäisesti uusia asiakkaita Heeroksen ohjelmistojen käyttäjiksi ja laajentamaan asiakkaiden ratkaisujen käyttöä. Nyt myynnin painopistettä on siirretty vahvemmin suoriin asiakkuuksiin, sillä tilitoimistomarkkinan uusmyynnin potentiaali on pienentynyt.

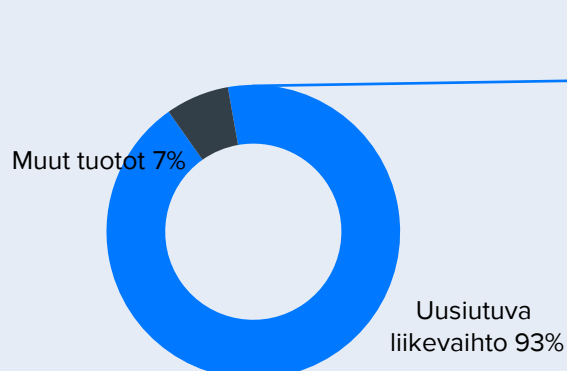
Heeroksen liiketoimintamalli

Liikevaihto 2018e
8,3 MEUR
(2017: 7,3 MEUR)

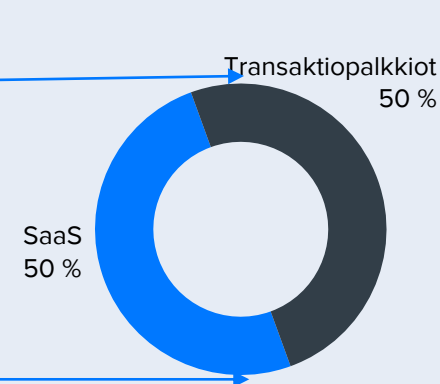
**Maantieteellinen
2018e**



**Tuottolajittain
2018e**



**Uusiutuva liikevaihto
2018e (arvio)**



**Henkilöstön jakauma
(H1'18)**



Liikevaihtotyypit

Uusiutuva liikevaihto

Uusiutuva liikevaihto muodostuu SaaS-lisenssimaksuista ja niihin liittyvistä transaktiopalkkioista.

SaaS

SaaS-tuotot koostuvat jatkuvista pilvipalveluina tarjottavien taloushallinnon ohjelmistojen käyttö(lisenssi)maksuista.

Transaktiopalkkiot

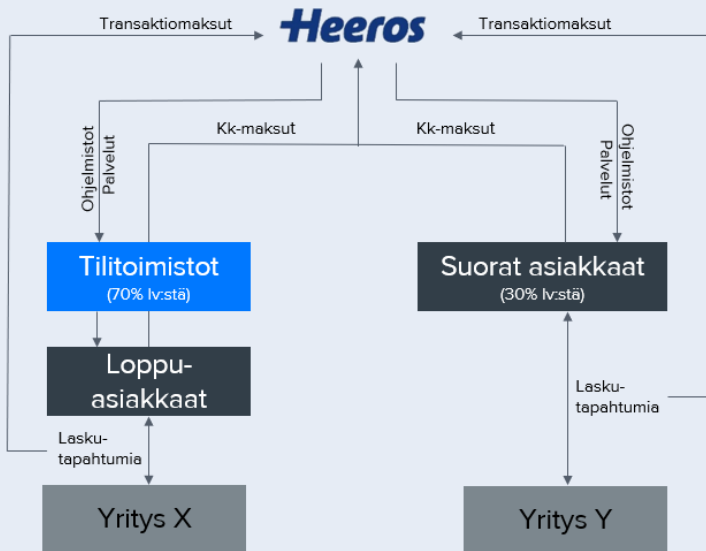
Transaktiopalkkioiden tuotot muodostuvat Heeroksen ohjelmistojen kautta kulkevien transaktioiden määrän sidonnaisista palkkioista.

Muut tuotot

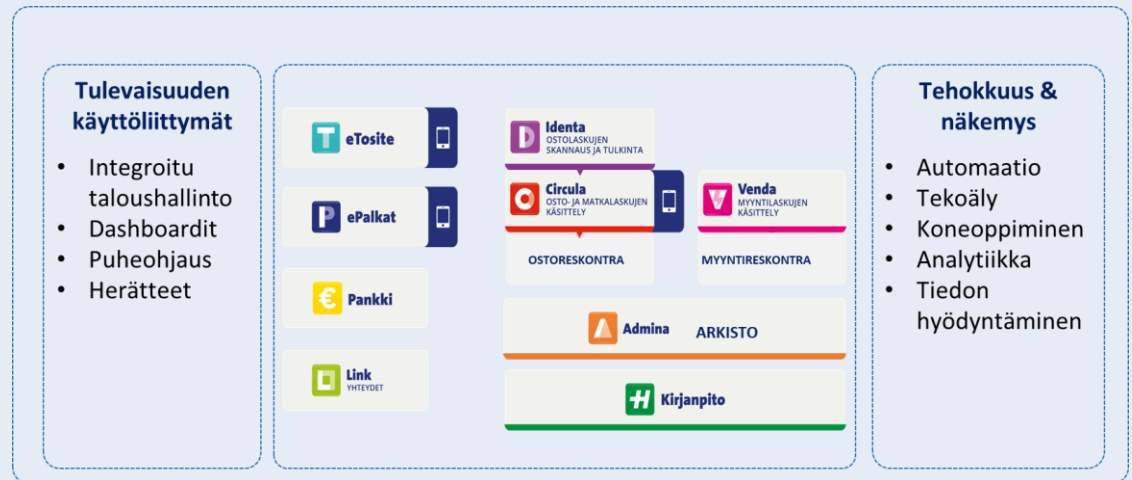
Muut tuotot ovat ei-uusiutuvia palvelu-, koulutus- ja käyttöönottomaksuja.

Heeroksen ratkaisun kuvaus

Heeroksen liiketoimintamalli



Heeroksen ratkaisu



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Heeroksen tilitoimistoasiakkuuksien myynnin kasvun kannalta erityisen kriittistä on, että tilitoimistot aktivoisivat vanhoja ohjelmistoja käyttäviä asiakkaita Heeroksen käyttäjiksi ja kannustaisivat olemassa olevia asiakkaita laajempaan Heeroksen ohjelmistojen käyttöön. Tähän yhtiö pyrkii kumppanuusohjelmien kautta. Heeros on käsityksemme mukaan menestynyt hyvin uusien, aloittavien tilitoimistojen voittamisessa, koska se ei kilpaile liiketoiminnassaan tilitoimistojen kanssa. Kasvu vakiintuneissa tilitoimistoissa on ollut hidasta, sillä tilitoimistoille järjestelmän vaihtaminen on työläs ja kallis prosessi, eikä ohjelmistojen myyminen ole heidän pääliiketoimintaansa.

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

Tuotekehitys

Heeroksen ohjelmistoratkaisun kypsyyssaste on noussut viime vuosien aikana lisättyjen ominaisuuksien kautta selvästi ja yhtiö kykenee nyt arviomme mukaan tarjoamaan hyvin laajasti pienten ja keskisuurten yritysten sekä tilitoimistojen taloushallinnan prosessit kattavaa kokonaisratkaisua. Yhtiön on kuitenkin edelleen investoitava jatkuvasti nykyisten tuotteiden jatkokehitykseen pysyäkseen kilpailukykyisenä ja

liikevaihdon kasvun varmistamiseksi.

Heeroksen tuoteportfolion suurin kehityskohde on käsityksemme mukaan edelleen johdon raportointiominaisuudet, joihin asiakkaat joutuvat pääosin käyttämään ulkopuolisten tarjoajien ratkaisuja. Yhtiön tavoitteena on jatkaa investointeja tämän toiminnallisuuteen kehittämiseen. Muita uusia tuotekehityskohteita ovat mm. analytiikan, koneoppimisen, luottokorttimaksujen automaattisen tiliöinnin ja puheohjaustoimintojen kehittäminen.

Heeros käyttää tällä hetkellä arviomme mukaan noin 35-45 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen. Yhtiön tuotekehitysmenot ovat arviomme mukaan vuositasolla noin 3,7 MEUR, josta kirjataan kuluksi noin 2,2 MEUR ja aktivoidaan taseeseen noin 1,5 MEUR. Tuotekehitystä aktivoidaan sellaisen kehitystyön osalta, mistä on ennakoitavissa uutta ansaintaa. Heeroksen tuotekehitys työllistää noin 40 henkilöä.

Heeroksella on taseessa tällä hetkellä aktivoituja tuotekehitysmenoja noin 4,2 MEUR:n edestä ja tuotekehitysaktivointien poistot ovat noin 1,0 MEUR tasolla vuodessa.

Liiketoiminnan skaalautuvuus

Heeroksen SaaS-malliin perustuva liiketoimintamalli on ohjelmistoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan perusteltua hyvin skaalautuvaa. Tämä tarkoittaa sitä, että liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon, mikä kiihdyttää tuloskasvun liikevaihdon kasvua nopeammaksi.

SaaS-mallilla toimivien yhtiöiden elinkaaren alkuvaiheessa, ja erityisesti nopean kasvun

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

Kuluerittäin katsottuna suurin skaalautumispotentiaali liittyy SaaS-yhtiöillä tyypillisesti myynnin ja markkinoinnin kuluihin sekä T&K-kuluihin, mutta myös liikevaihdon muuttuvien kulujen ja hallinnon kulujen skaalautumisessa on merkittävää potentiaalia. Heeroksella skaalautumisen suhteen suurin potentiaali on nähdäksemme T&K-kuluissa, sillä yhtiön myynnin ja markkinoinnin panostusten suhteellista osuutta liikevaihtoon pienentää tilitoimistojen kautta tapahtuva myynti ja asiakkuuksien laajentuminen. 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.

Heeroksen muuttuvat kulut suhteessa liikevaihtoon ovat liikkuneet viime vuosina noin 15 %:ssa, eli yhtiön bruttokate-% on ollut noin 85 %. Heeroksen muuttuvien kulujen skaalautuvuus on arviomme mukaan maltillista, ja sitä ajaa lähinnä pilvikapasiteetin yksikkökustannusten lasku sekä paperisten laskujen käsittelymäärien suhteellisen osuuden lasku.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Heeroksen T&K-kulujen (ml. poistot) suhde suhteessa yhtiön liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina arviomme mukaan noin 35-45 %:n tasolla. Heeroksella on tällä hetkellä jo kypsä ja kaupallisesti toimivaksi todennettu tuote, joka on monistettavissa nykyisille markkinoille. Myös tuotepäivityksiin liittyvät kustannukset skaalautuvat asiakasmäärän kasvun myötä, koska SaaS-mallissa niiden kustannukset voidaan jakaa ennakoitavasti koko asiakasmassan kesken. Heeros on arvioinut, että T&K-kulujen suhde suhteessa liikevaihtoon alkaa alentumaan asteittain lähivuosina. Pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön pystyvän skaalamaan näitä kuluja noin 25-30 %:iin liikevaihdosta.

Heeroksen liiketoiminnan skaalautuvuuden rajoittavana tekijänä on ollut kasvuvaiheessa ja tulee olemaan myös keskipitkällä aikavälillä myyntikanavan kattavuus ja asiakashankinnan

resurssit, joiden rakentaminen vaatii edelleen etupainotteisia kulupanostuksia muun muassa henkilöstöön, myyntiin ja markkinointiin. Heeroksen myynti- ja markkinointikulujen (ml. asiakastuki) suhde suhteessa yhtiön liikevaihtoon on liikkunut viime vuosina arviomme mukaan noin 25-35 %:n tasolla. Pitkällä aikavälillä myös myynnin ja markkinoinnin kulujen pitäisi skaalautua merkittävästi, kun myynnin tehokkuus kasvaa skaalan myötä ja vanhojen asiakkuuksien laajentuminen vaatii uusasiakkuuksiin nähden vähemmän myyntipanostuksia. Erityisesti 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 ja Heeroksen tunnettuus paranee. Arvioimme, että pitkällä aikavälillä myyntipanostusten suhde voisi laskea noin 20-30 %:iin liikevaihdosta.

Arviomme mukaan Heeroksen käyttöönottopalveluiden, asiakastuen ja hallinnon kustannukset ovat tällä hetkellä noin 15-20 % liikevaihdosta. Odotamme näiden kulujen skaalautuvan kohtuullisen hyvin liikevaihdon kasvun mukana ja laskevan pitkällä aikavälillä noin 10-15 %:iin liikevaihdosta.

Heeros on ollut kasvu- ja investointivaiheessa viime vuodet, joten yhtiön kannattavuus on ollut liikevoittomarginaalilla mitattuna negatiivinen. Odotamme kasvuvaiheen jatkuvan vielä lähivuodet ja liikevoittomarginaalin jäävän alle 10 %:iin. Skaalautumisvaiheessa (2024-) näemme yhtiön yltävän kuitenkin yli 15 %:n liikevoittoon.

Heeroksen liiketoimintamallin skaalautuvuuden havainnollistus

	Kasvuvaihe (2016-2023)	Skaalautuvuuden ajurit	Skaalautumis- vaihe (2024-)
Bruttokate-%	85 %	+ Tuotannon yksikkökustannukset laskevat + Paperisten transaktioiden määrä laskee	85-90 %
T&K-kulut %-liikevaihdosta	35-45 %	+ Tuotteen kypsyyssaste nousee + T&K resurssien tehokkuus kasvaa	20-25 %
Myynti- ja markkinointi %-liikevaihdosta	25-35 %	+ Myyntipanostusten tehokkuus kasvaa niiden skaalan mukana + Tukipalvelut monistuvat - Asiakaspoistuma kasvaa	20-30 %
Tuki- palvelu- ja hallintokulut %-liikevaihdosta	15-20 %	+ Kiinteät liiketoiminnan kulut skaalautuvat	10-15 %
EBIT-%	-10 % - +10 %		> 15 %

Lähde: Inderes

Markkinat 1/3

Taloushallinnon ohjelmistomarkkina

Kasvavat markkinat

Heeros toimii taloushallinnon ohjelmistojen markkinalla pääasiassa Suomessa. Yhtiö keskittyy pienten ja keskisuurten yritysten segmenttiin ja pyrkii saavuttamaan nämä erityisesti tilitoimistojen kautta. Markkina tässä segmentissä jakautuu Suomessa muutamien toimijoiden kesken eikä tämän melko pienen niche-markkinan koosta ole saatavilla tarkkoja tietoja. Markkina on kuitenkin näkemyksemme mukaan voimakkaasti kasvava. 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 laajentunut myös Hollannin markkinoille ja hakee sieltä kasvua. Lisäksi yhtiöllä on muutamia asiakkuuksia myös Ruotsissa, mutta yhtiö hoitaa ne Suomesta. Tähän mennessä markkina pk-yritysten ja tilitoimistojen taloushallinnon ohjelmistoille on ollut melko maakohmainen ja kansainvälinen kilpailu vähäistä johtuen esimerkiksi maakohtaisista toimintatavoista ja sääöksistä. Kansainväliset markkinat ovat kuitenkin vähitellen avautumassa, mihin vaikuttaa esimerkiksi Euroopan yhtenäinen maksualue (SEPA) sekä verkkolaskutuksen yleistymisen. 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 ja taloushallinnon rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan ohjelmistoilla, jolloin perinteisen, käsityönä tehtävän työn osuus arvoketjusta pienenee (kuten tositteiden mapittaminen, tositteiden tiliointi kirjanpito-ohjelmaan ja laskujen postittaminen).

Suomessa suuret tilitoimistoketjut (Accountor, Azets (aik. Visma), Talenom) ovat jo vastanneet digitalisaatiokehitykseen investoimalla ohjelmistoihin sekä laajentamalla palveluvalikoimaansa. Pienet tilitoimistot ovat vaikeassa asemassa arvoketjua, koska niillä ei ole edellytyksiä investoida ohjelmistokehitykseen, myyntiin ja markkinointiin samalla tavalla. 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 kirjanpitäjästä 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 oli viime vuonna yli 50 MEUR. Ulkomaisia kilpailijoita ei ole vahvemmin vielä tullut Suomeen. Esimerkiksi Visma

operoi Suomessa pääasiassa Suomesta ostetuilla tuotteilla. Uutena kilpailijana markkinalle on pyrkimässä ruotsalainen Fortnox, jolla on erittäin vahva asema Ruotsin pk-sektorin keveiden taloushallinnon ja toiminnanohjausjärjestelmien markkinasta.

Suomi tunnetaan yleisesti sähköisen taloushallinnon edelläkävijämaana, vaikka sähköistymisen potentiaalia on täälläkin vielä valtavasti hyödyntämättä. Suomessa monia muita maita nopeampaan siirtymään sähköiseen taloushallintoon ja sen kehittymiseen 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, 2018e liikevaihto 142 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 digitalisoitumisen edellytys. Verkkolaskutusmarkkinan penetraatio Pohjoismaissa on Billentiksen raportin (2017) 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 23 % ja verkkolaskuja välitettiin Euroopassa 1,9 miljardia kappaletta. Markkinan kasvun odotetaan jatkuvan voimakkaana myös tulevaisuudessa.

Markkinat 2/3

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 osto-organisaatioista.

Verkkolaskutuksen ja sitä kautta taloushallinnon digitalisoitumista kiihdyttävät monet tekijät kuten:

- Useat valtiot ovat käynnistäneet hankkeita, joilla pakotetaan yrityksiä siirtymään verkkolaskutukseen ja sähköisiin viranomaisilmoituksiin.
- Suuria laskuvolyymejä käsittelevät organisaatiot pakottavat toimittajiaan siirtymään verkkolaskutukseen sen tuomien huomattavien kustannussäästöjen takia.
- Monet organisaatioiden nykyiset järjestelmät on suunniteltu prosesseihin, joissa laskut käsitellään paperisina. Siirtyä uusiin järjestelmiin vahvistaa modernien ohjelmistoratkaisujen kysyntää.

Taloushallinnossa siirtyä pilveen on vasta alkuvaiheessa

Pilvipohjaiset SaaS-ohjelmit ovat yleistyneet globaalisti voimakkaasti esimerkiksi CRM- ja HRM-ratkaisuissa. Näitä pilvipohjaisia ratkaisuja tyypillisesti erottaa selainpohjainen käytettävyys, mobiiliteetti, reaaliaikaisuus ja kuluttajasovelluksista tuttu helppo käyttöliittymä. SaaS-yritysohjelmistomarkkinan kysynnän on arvioitu kasvavan globaalisti 38,6 miljardista dollarista vuonna 2016 75,7 miljardiin dollariin vuonna 2020 (Gartner), tai 18 %:n vuotuinen kasvu. SaaS-kysynnän kasvua ajaa ohjelmistojen kysynnän siirtyä pois paikallisesti asennettavista ohjelmistoista.

Taloushallinnon ohjelmistoissa siirtyä pilveen on kuitenkin vielä alkuvaiheessa ja suurin osan organisaatioiden käytössä olevista ohjelmistoista perustuu vanhaa teknologiaa edustaviin, paikallisesti asennettuihin ohjelmistoihin. Niiden tyypillisiä haittoja ovat esimerkiksi toiminnallisuuden 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 hidastavat edelleen 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 käyttöönotto 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. Lisäksi osa Suomessa laajasti käytössä olevista vanhemman sukupolven ohjelmistoista on tulossa elinkaarensa loppupäähän, mikä voi jälle yhdeksä muiden ajureiden kanssa kiihdyttää siirtymää SaaS-ratkaisuihin.

Taloushallinnon digitalisoituminen 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.

Markkinat 3/3

Tilitoimistomarkkina Suomessa

Suomen kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on liikevaihdoltaan noin 970 MEUR:n kokoinen vuonna 2016. Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5 % vuodessa 2001-2016 välisenä aikana. Heeroksen pääasiallinen asiakaskunta toimii siis vaikeasta taloustilanteesta huolimatta terveellä markkinalla. Markkina on myös varsin defensiivinen, sillä yrityksillä ja organisaatioilla on lakisääteinen velvollisuus tehdä kirjanpito ja tilinpäätös vuosittain.

Tilitoimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut. Toimijoita on lukumäärältään yli 4 200 (Tilastokeskus) ja suurimmat kuusi alan toimijaa pitävät hallussaan arviolta reilun neljänneksen 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.

Viimeisen kahden vuoden aikana suurimmat tilitoimistot ovat tehneet valintansa taloushallinnan ohjelmistoista. Näin ollen helpoimmat tilitoimisto kasvun hedelmät ovat lyhyellä tähtäimellä lukittu. Tilitoimistomarkkinan viime vuonna kiristynyt kilpailutilanne selittää arviomme mukaan osittain Heeroksen hidastunutta kasvua. Tilitoimistot muodostavat arviolta noin 80 % Heeroksen liikevaihdosta.

Alan merkittävimpiä toimijoita ovat Accountor, Azets (aik. osa Vismaa), Rantalainen, Talenom, Silta, Administer ja Monetra. Edellä mainittujen yhtiöiden liikevaihto on yli 10 MEUR:n kokoluokassa. Varsinaisten tilitoimistojen vertailukelpoisuutta häiritsee se, että Accountorin alla on myös arvokasta ohjelmistoliiketoimintaa (Procourt, Tikon). Tämä vääristää tilitoimistoalan lukuja. Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitävät kuitenkin hallussaan vain noin 30 % markkinasta, joten valtaosa on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä.

Markkinat

Kysynnän kasvujureita

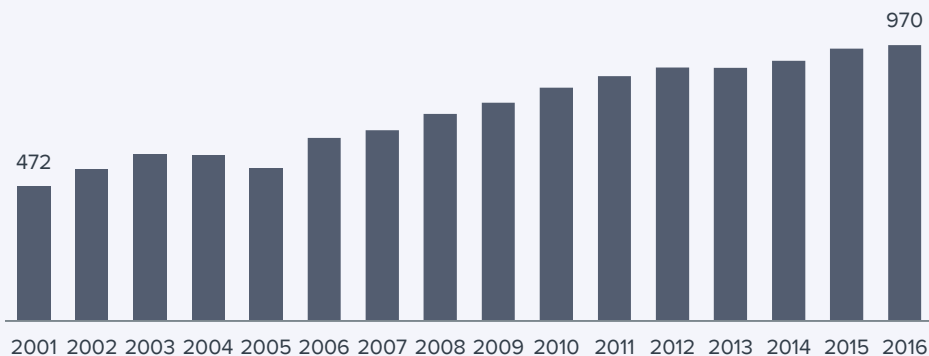
Megatrendit

- Digitalisaatio
- Automatisaatio
- Tekoäly
- Julkisen sektorin sähköistä maksamista/kaupankäyntiä edistävät hankkeet (SEPA, verkkolaskutus)

Toimialatrendit

- Transformaatio SaaS-ohjelmistoihin
- Uudet ohjelmistoratkaisut tarjoavat merkittävän tehostuspotentiaalin asiakkaille
- Sähköisen laskutuksen käyttömäärien kautta kasvavat verkostovaikutukset

Tilitoimistomarkkina Suomessa, MEUR



Kilpailukenttä 1/3

Pääkilpailijat

Heeroksen kilpailukenttä Suomessa muodostuu pääasiassa kahdesta toimijaryhmästä: suurista tilitoimistoista ja pienistä ohjelmistotaloista. Heeroksen pääkilpailijoita Suomessa tilitoimistoasiakkaissa ovat Visman omistamat Fivaldi ja Netvisor sekä Accountorin omistamat Procountor ja Tikon. Accountor tarjoaa myös itse tilitoimistopalveluita ja on kasvanut vahvasti yritysostoilla. Visma omisti aikaisemmin myös tilitoimiston, mutta myi sen vuonna 2017. Visma on myös konsolidoinut aktiivisesti markkinaa. Suorissa asiakkaissa yhtiön kilpailijoita ovat Basware sekä tietyt erp-toimittajat, jotka tarjoavat vastaavia ominaisuuksia kuin Heeros (kuten Maestro joka myytiin Hollantiin ja Netbaron). Heeroksen lähin itsenäinen kilpailija on suomalainen erp-toimittaja Lemonsoft, joka tarjoaa ohjelmistoa myös tilitoimistoille. Heeroksen uusin kilpailija Suomen markkinalla on ruotsalainen Fortnox, joka toimii Suomessa nimellä Briox. Tiettyä epäsuoraa kilpailua Heerokselle tuovat myös kirjanpidon toiminnanhoidusjärjestelmiinsä integroineet toimijat, kuten Admicom, ja myös manuaalinen työ, eli asiakkaat, jotka eivät halua siirtää täysimittaisesti sähköiseen laskutukseen ja tekevät kirjanpidon käsityönä tai ilmaisohjelmistoilla. Kilpailu Suomessa on hyvin paikallista eikä markkinalla ole vielä merkittäviä kansainvälisiä toimijoita.

Ulkomaisilla markkinoilla (pääasiassa Hollanti) kilpailutilanne on pääsääntöisesti samanlainen kuin Suomessa. Markkinalla on muutama isompi kansainvälinen toimija ja lisäksi suuri joukko pieniä paikallisia pienempiä ja erikoistuneita ohjelmistoyrityksiä.

Keskeiset kilpailutekijät ja alalle tulon kynnyks

Pilvipalvelut ovat lyöneet taloushallinnon ohjelmistoissa jo 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, selainpohjisena 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 asiakastyyppeiden 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. Viimeisen kahden vuoden ajan markkinalla toimivien tarjonta on konvergoitunut ja yhtiöiden on arvioimme mukaan alettava etsiä uusia erottavia kilpailutekijöitä. Esimerkiksi Heeros panostaa integroitavuuteen ja asiakastyytyväisyyteen.

Tilitoimistoissa kilpailukynnys ohjelmistotoimittajalle on erittäin korkea, sillä taloushallinnon järjestelmän vaihtaminen on tilitoimistolle vaikea prosessi. Ensinnäkin, tilitoimiston pitää pystyä perustelemaan jokaiselle asiakkaalle ohjelmiston vaihtaminen. Myös oma henkilöstö on koulutettava uuteen ohjelmistoon. Toiseksi, varsinkin pienillä tilitoimistoilla ei ole resursseja tai varaa pyörittää 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 ja pitkäaikaisia.

Uusien kilpailijoiden uhka Heeroksen toimialalla on näkemysmme mukaan rajallinen johtuen korkeista alalle tulon kynnyksistä, kuten konservatiivinen, nykyisiin ratkaisuihin lukittunut asiakaskunta ja ohjelmistokehitykseen vaadittavat investoinnit. Suurin uuden kilpailun uhka on mielestämme se, että jokin pilvipohjaisten erp-ratkaisujen toimittaja laajentaa tarjontaansa taloushallinnon alueelle. Pienenä uhkana, erityisesti Heeroksen fokusalueilla voidaan myös pitää vahvasti Ruotsissa kasvanutta Fortnoxia. 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 puhtaasti hintavetoisella strategialla.

Kilpailukenttä 2/3

Heeros pääkilpailijoihin verrattuna

Tilitoimistojen ohjelmistoissa alan vakiintunut ratkaisu on Accountorin omistama Tikon (perinteinen paikallisesti asennettu), jota siirretään nykyään Procountorin (pilvipohjainen uuden sukupolven ohjelmisto). Tikonilla on yli 700 tilitoimistoa, jotka hoitaa noin 100 000 organisaation kirjanpidon (Heerosen vastaavat luvut ”yli 250” ja noin 11 000). Tikon pitkän historiansa vuoksi hyvin luotettava ja käyttövarma ohjelmisto, ja siinä on laaja ominaisuuksien valikoima. Tikon on kuitenkin suhteessa organisaatioiden laajentuneeseen käyttäjäkuntaan ja automatisaatiovaateisiin nähden teknologialtaan vanhentunutta ja kyseessä on paikallisesti asennettava ohjelmisto, joka asettaa ohjelmistotoimittajan näkökulmasta haasteita. Tikonia voi käyttää etäyhteydellä, mutta se ei ole selainkäyttöinen pilvipalvelu. Tikon tunnetaan alalla yleisesti melko hintavana ja käytöltään raskaana ohjelmistona. Siirtymä Tikonista pois esimerkiksi Heeroskeen on tilitoimistolle tyypillisesti raskas prosessi ja vaatii paljon manuaalista työtä, koska ohjelmistoon ei ole helppoja siirtotyökaluja.

Toinen Accountorin omistama Heerosen kilpailija on Procountor, joka on selainkäyttöinen pilvipohjainen ohjelmisto. Procountor on kasvanut viime vuosina voimakkaasti. Procountor kertoi 2017 alkuvuonna tiivistävänsä yhteistyötä Tikonin kanssa. Accountorin tavoite on todennäköisesti siirtää Tikonin käyttäjiä Procountorin piiriin, sillä Procountor edustaa pilvipohjaista teknologiaa. Pidempi kommentti Procountorin ja Tikonin yhteistyöstä vuodelta 2017 luettavissa [tästä](#). Procountorin hinnoittelu perustuu pääasiassa transaktiomääriin, joten hinta määräytyy asiakkaan käytöstä riippuen. Procountor on käytössä yli 700 tilitoimistolla ja sillä hoidetaan yli 120 000 organisaation kirjanpito (Procountor + Tikon).

Vismalla on portfolioissaan kaksi Heerosen kilpailijaa Fivaldi ja Netvisor, jotka ovat molemmat pilvipohjaisia ohjelmistoja. Fivaldilla on yli 500 tilitoimistoa asiakkaana

ja sillä hoidetaan 3 000 organisaation kirjanpito. Fivaldi on vanha Oraclen tietokannan päälle rakennettu ohjelmisto, jonka heikkoutena on raskas käytettävyyys erityisesti loppuasiakkaalle. Netvisor edustaa näistä modernimpaa teknologiaa, mutta on hinnoittelultaan kalliimpi. Netvisorilla on 500 tilitoimistoasiakasta ja yli 17 000 loppuasiakasta. Visman omistama Passeli ei ole oleellinen kilpailija Heeroselle.

Tilitoimistoketju Talenom on myös Heerosen epäsuora kilpailija. Talenomn 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.

Uutena kilpailu-uhkana näemme Ruotsissa voimakkaasti laajentuneen ja Heerosen kanssa osittain kilpailevien ratkaisujen tarjoavan Fortnoxin (Suomessa nimellä Briox) rantautuminen Suomeen. Fortnox kilpailee pienten ja keski suurten yritysten talouden- ja toiminnanohjauksen ratkaisuissa, eli juuri Heerosen asiakassegmentissä. Pidämme myös mahdollisena, että Fortnox voisi olla kiinnostunut vahvistamaan asemaansa Suomessa yrityskauppojen kautta, jolloin Heeros voisi olla potentiaalinen ostokohde.

Näkemyksemme mukaan Heerosen kilpailuetuja ovat:

- Heeros on nostanut uusiksi kilpailuedun pääteemoiksi tuotteiden integroitavuuden ja hyvän asiakaskokemuksen.
- Heeros on tilitoimistolle riippumaton digitalisaatiokumppani, joka ei kilpaile tilitoimistojen kanssa. Riippumattomuus on edelleen etu, mutta Visman myytyä tilitoimistoliiketoimintansa tämän kilpailuedun merkitys on vähentynyt.
- Tilitoimisto voi saada uuden ansaintälähteen tarjoamalla Heerosen 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.
- Heerosen 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.

Näkemyksemme mukaan Heerosen keskeisiä kilpailuhaittoja ovat seuraavat tekijät:

- Yhtiö on markkina-aseman puolesta selkeässä haastajan asemassa suuriin toimijoihin nähden (Accountor, Visma ja osin Talenom).
- Yhtiöllä on rajalliset resurssit panostaa tuotekehitykseen ja myyntiin verrattuna pääkilpailijoihin, joka näkynyt viimeisen kahden vuoden aikana.
- Heerosen tunnettuus on parantunut, mutta on edelleen heikko.
- Yhtiön tuoteportfolio on parantunut, mutta ei ole vielä täysin iskukunnossa. Yhtiön tulee edelleen kehittää tiettyjä ominaisuuksia ja toiminnallisuuksia ohjelmistoihin kattaakseen vastaavan ominaisuuksien laajuuden kuin esimerkiksi Tikonilla.

Kilpailukenttä 3/3

Toimialalla tehdään hyviä marginaaleja

Taloushallinnon ohjelmistotoimittajien kannattavuudet Suomessa ovat keskimäärin erittäin hyviä. Keskimääräiset liikevoitto-%:t liikkuvat selvästi yli 20 %:ssa. On huomioitava, että vakiintuneet, lisenssipohjaiset ohjelmistoyhtiöt (kuten Passeli ja Tikon aikaisemmin 30-40 %:n marginaalia) tekevät huomattavasti korkeampaa kannattavuutta kuin nuoremmat SaaS-ohjelmistoyhtiöt (Heeros ja Procountor). Toimijoiden keskimääräiset marginaalit kuitenkin vahvistavat, ettei hintakilpailu markkinoilla ole erityisen kovaa, vaikka mainoskampanjat ovat ajoittain olleet voimakkaita.

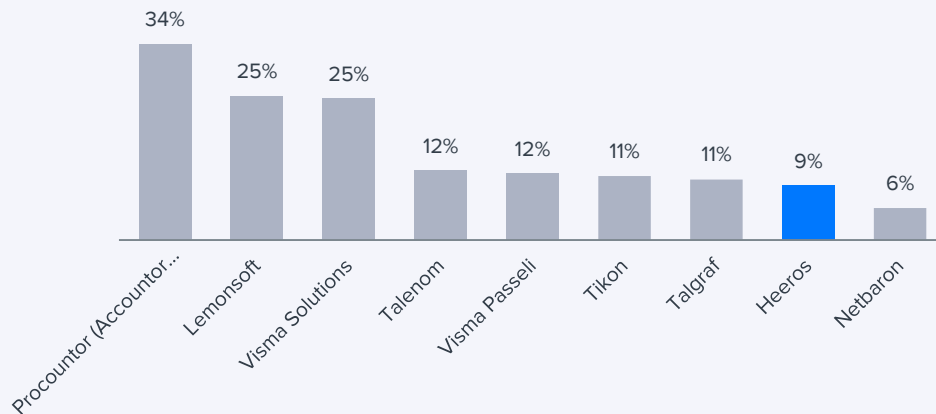
Heerokselle paras vertailukohta kilpailijoista on Procountor. Heeroksen viime vuoden kasvu ja kannattavuus oli heikointa useaan vuoteen ja paranee hieman kuluvana vuonna. Heikosta viime vuodesta huolimatta, Heeros on kasvanut hitaammin kuin

Procountor ja Visma Solutions, joiden liikevaihdot ovat kasvaneet yli 30 % vauhtia 2013- 2017. Tämä todennäköisesti heijastelee Accountorin ja Visman kykyä investoida myyntiin ja markkinointiin sekä tehdä yritysostoja. 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 kansainvälistymiseen ja tuotekehitykseen viime vuosina.

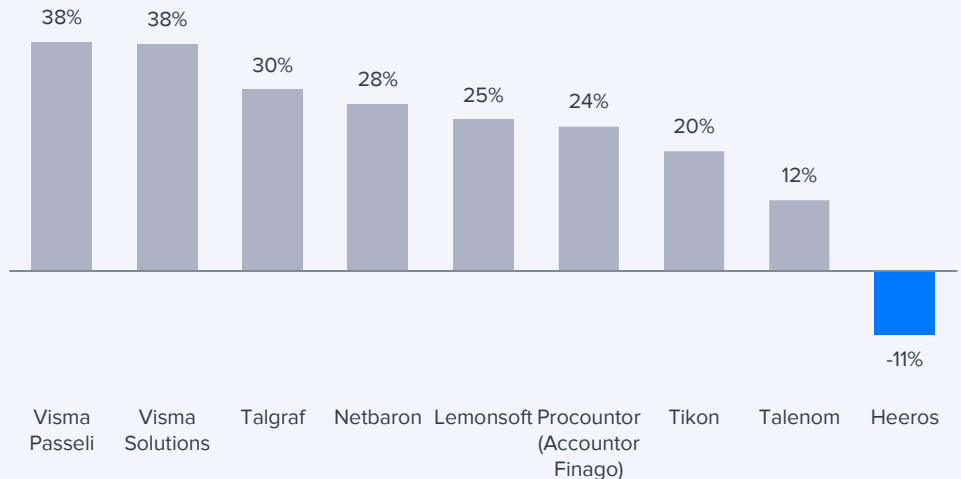
Taloushallinnon ohjelmistoyhtiöillä on kaikilla edessään ennemmin tai myöhemmin siirtymä pilvipohjaisiin SaaS-ratkaisuihin. Siirtymä SaaS-mallin tulee rasittamaan vakiintuneiden toimijoiden kasvua ja kannattavuutta, koska se vaatii niiltä investointeja ja vaikuttaa liikevaihdon kertymään. Esimerkiksi Baswaren kasvu ja kannattavuus on kärsinyt viime vuosina merkittävästi tästä siirtymästä.

Heeros saa etua siitä, että yhtiö toimii jo valmiiksi SaaS-pohjaisella liiketoimintamallilla.

Liikevaihdon kasvu 2017



Liikevoitto % 2017



Kilpailukenttä ja kilpailutekijät

Heeroksen vertailu pääkilpailijoihin nähden

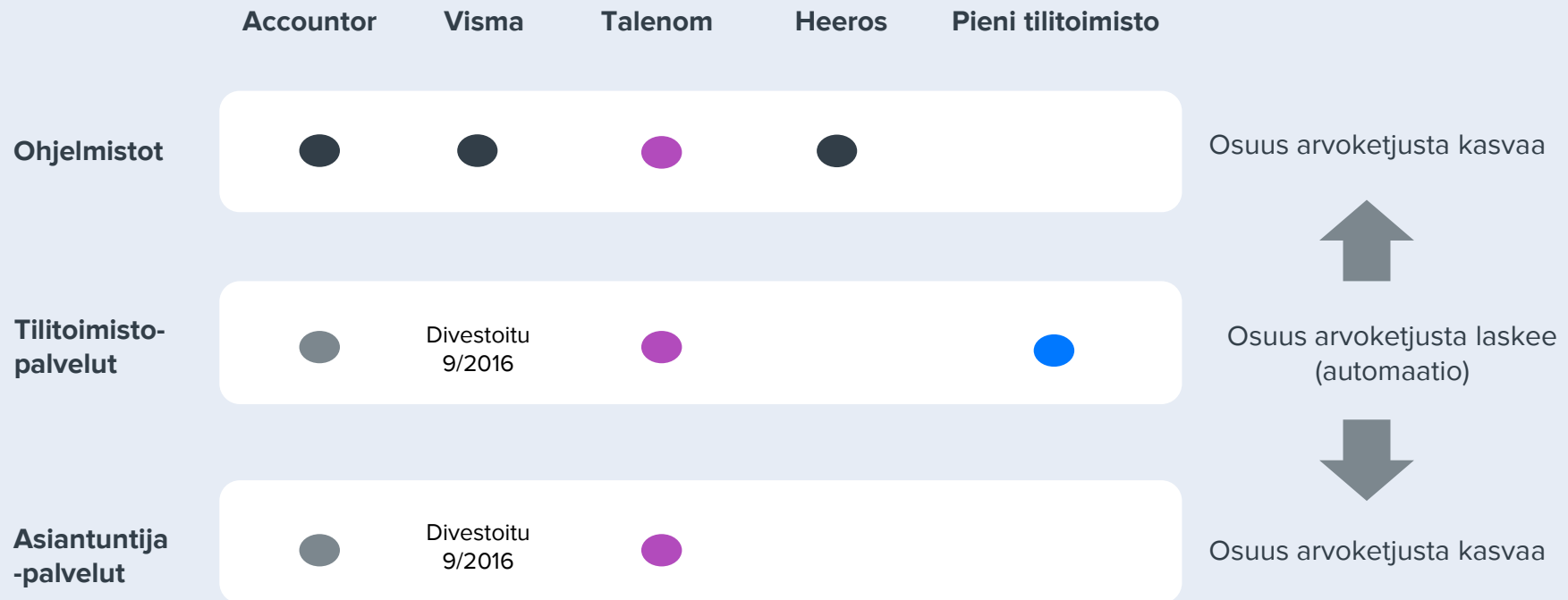
	Ohjelmistoa käyttävien yritysten määrä			Tilitoimistokäyttäjiä		
	12/18	03/17	09/16	12/18	03/17	9/16
Heeros	11 000	>9 000	>8 000	>250	>250	>250
Visma Fivaldi	>3 000	40 000	40 000	>500	>500	500
Visma Netvisor	>17 000	>17 000	>13 500	500	500	400
ProCountor (sis Tikon 2018)	>120 000	>20 000	>15 000	>1 400	>700	500
Tikon (pelkästään)		>100 000			700	

Heeroksen kilpailutekijät

- + Riippumaton kumppani tilitoimistolle, ei kilpaile asiakkaidensa kanssa
- + Tarjoaa tilitoimistolle ansaintamahdollisuuden
- + Täysin pilvipohjainen ohjelmisto
- + Modulaarinen, integroituva tuoteperhe
- Haastajan asemassa isoihin kilpailijoihin nähden
- Rajalliset resurssit panostaa tuotekehitykseen ja myyntiin
- Heikko tunnettuus Hollannissa
- Tuoteportfolio täydentynyt, mutta ei vielä täydessä iskukunnossa (mm. raportointiominaisuudet)

Kilpailukenttä ja kilpailutekijät

Taloushallinnon palveluiden arvoketju (Suomen markkina)



● Heeroksen, Accountorin ja Visman ohjelmistoja myydään kaikille tilitoimistoille. Heeros ei itse tuota tilitoimistopalveluja ja kilpaile asiakkaidensa kanssa. Visma on divestoinut tilitoimistopalvelunsa 9/2016.

● Talenomin tarjonta on täysin integroitu ja suljettu kokonaistarjonta. Yhtiön kehittämiä ohjelmistoja ei tarjota kolmansille osapuolille.

● Pienen tilitoimiston on siirryttävä liiketoiminnassaan kohti korkeamman lisäarvon palveluita ja hankittava ohjelmistot kolmannelta osapuolelta.

Strategia

Tavoitteena 20 %:n kasvu ja 20 %:n EBITDA

Heeroksen keskipitkän aikavälin tavoitteena on noin 20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja noin 20 %:n käyttökatetaso. Tavoitteessa yhtiön liikevaihdon kasvu syntyy uusasiakashankinnasta Suomessa ja Hollannissa, tilitoimistoasiakkaiden käyttöasteen kasvun kautta, hinnankorotuksien sekä uusien tuotteiden ja palveluiden kautta tapahtuvan keskihinnan nousun myötä, ja vanhojen asiakkuuksien laajentumisen kautta. Pidämme kasvutavoitteita hyvin kunnianhimoisina. Niissä onnistuminen edellyttäisi yhtiöltä mielestämme merkittäviä lisäpanostuksia myyntiin ja markkinointiin erityisesti Hollannissa. Kotimarkkinoiden osalta askelmerkit kohtuullisen vahvan kasvun saavuttamiseksi ovat mielestämme varsin selkeät, mutta kansainvälistymiseen suhtaudumme edelleen varauksella.

Heeroksen mukaan tällä hetkellä vain noin 20 % yhtiön tilitoimistoasiakkaiden loppuasiakkaista käyttää kokonaisvaltaisesti Heeroksen palveluita. Yhtiö näkee siten nykyisessä tilitoimistoasiakaskunnassa edelleen huomattavaa kasvupotentiaalia käyttöasteen (Heeroksen markkinaosuus tilitoimiston asiakkaiden taloushallinnon ohjelmistoissa) nostamisen kautta. Lisäksi suurin osa Heeroksen asiakkaista käyttää toistaiseksi vain yhtä tai kahta Heeroksen moduulia, joten yhtiöllä on merkittävää kasvupotentiaali asiakkuuksien laajentumisen kautta. Merkittävä osa loppuasiakkaista ei myöskään käytä vielä lainkaan taloushallinnon sähköisiä palveluita tai on jo elinkaarensa loppupuolella olevan ohjelmiston käyttäjä, joten kasvun ei tarvitse perustua pelkkään markkinaosuuden ottamiseen pahimmilta kilpailijoilta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on kohtuullisen hyvät edellytykset saavuttaa tavoiteltu noin 20 % käyttökatemarginaalitaso 3-5 vuoden tähtäimellä erityisesti tuotekehityspanostusten skaalautuvuuden kasvun ja myyntipanostusten tehokkuuden kasvun

kautta. Tälläkin tasolla yhtiön kannattavuus olisi kuitenkin vielä alempi kuin kilpailijoilla keskimäärin.

Kansainvälistyminen

Kansainvälistyminen on ollut jo pitkään osa Heeroksen strategiaa ja yhtiö aloitti kansainvälistymisen vuonna 2013 avaamalla toimipisteen Hollantiin. Yhtiöllä oli myös toimipiste Ruotsissa, mutta nykyisin nämä asiakkuudet hoidetaan Suomesta käsin. Yhtiötä kiinnostaa laajentumiskohteina erityisesti Saksan markkinat, mutta käsityksemme mukaan yhtiö ei suunnittele uusille markkinoille laajentumista lyhyellä aikavälillä.

Mielestämme kansainvälistyminen tarjoaa merkittävän pitkän aikavälin kasvumahdollisuuden, mutta uusien markkinoiden avaaminen on Heeroksen nykyisiin resursseihin nähden korkeariskistä. Kansainvälisten markkinoiden kasvupotentiaali on tyypillisesti kotimaata korkeampi, sillä taloushallinnon digitalisoituminen on Suomessa pääasiassa muuta Eurooppaa edellä.

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

Suhtaudumme siten varauksella Heeroksen kansainvälistymisen liikevaihdon kasvu- ja tulospotentiaaliin keskipitkällä aikavälillä. Yhtiön resurssit ovat hyvin rajallisia jo pelkästään kotimarkkinoita ajatellen ja lisäksi Heeroksella on heikosti

kansainvälistymisen osaamista. Pitkällä aikavälillä uskomme, että Heeroksen suurempi ja saturoituneempi kotimaan liiketoiminta ja sen tarjoama vahvempi tulorahoitus voisi tuoda yhtiölle vahvemmat muskelit kansainvälistymiseen. Tällöin markkinat voivat kuitenkin jo olla joidenkin markkinoiden osalta konsolidoituneet.

Heeroksen Hollannin toiminnot tekivät vuonna 2014 0,35 MEUR tappion ja 0,23 MEUR tappion vuonna 2015. Viime vuosina yhtiö ei ole avannut tappioiden suuruutta, mutta arvioimme niiden olleen merkittävät. 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, mutta tappioiden ei pitäisi myöskään enää kasvaa.

Strategian rahoitus

Kasvutavoitteisiin pääseminen vaatii seuraavien vuosien aikana vielä kasvavia panostuksia erityisesti myyntiin ja markkinointiin, jotka yhtiö aikoo rahoittaa käsityksemme mukaan pääosin tulorahoituksella. Tämä tarkoittaa arviomme mukaan käytännössä sitä, että kasvupanostukset mitoitetaan siten, että yhtiön tulos nousee käyttökatteella mitattuna asteittain kohti 20 %:n tavoitetasoa. Yhtiöllä on lisäksi syksyllä 2018 tehtyjen lainajärjestelyjen jäljiltä kohtuullisen tukeva kassa, joka mahdollistaa myös panostusten tekemisen.

Yhtiön strategiaan kuuluu myös edelleen keskeisenä työkaluna yritysostot, jotka keskittyvät pääasiassa ratkaisua täydentävien teknologioiden hankintaan. Arviomme mukaan Heeros pystyy nykyisillä rahavaroilla rahoittamaan pienehköjä teknologista kyvykkyyttä laajentavia yritysostoja, mutta merkittävien yritysostojen tekemiseen yhtiö tarvitsisi mahdollisesti lisärahoitusta tai oman osakkeen käyttämistä.

Heeroksen strategian yhteenveto



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Kasvu- ja kannattavuuskehitys

Heeroksen historiallinen kasvu on ollut pitkällä aikavälillä vahvaa, mutta kasvun kulmakerroin on laskenut viime vuosina. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 22 % vuodessa vuosina 2008-2017. Vuosina 2015-2016 yhtiön liikevaihto kasvoi 15 % ja 22 %. Vuonna 2017 kasvu kuitenkin hidastui 9 %:iin pääasiassa suurien ja keski suurien tilitoimistojen jo päätettyä teknologia-kumppaninsa. Näin ollen tilitoimistomarkkinan merkittävimmät ja helpoimmat asiakkaat ovat lukinneet toimittajansa keskipitkälle aikavälille.

Heeros on historiallisesti investoinut voimakkaasti kasvuun, minkä takia yhtiön liikevoitto on ollut vain hieman nollan yläpuolella tai negatiivinen. Poikkeuksena tilikaudella 2013 yhtiö teki kohtalaisen 8 %:n liikevoittomarginaalin. Heeroksen ulkomaantoimintojen tappioista oikaistuna yhtiön liikevoitto-% olisi ollut historiassa vuotta 2017 lukuunottamatta lievästi positiivinen. Tarve ulkopuoliselle rahoitukselle saatiin pidettyä positiivisen kannattavuuden myötä minimissä, mutta kasvun kiihdyttämiseksi yhtiö teki vuonna 2015 rahoituskierroksen ja samana vuonna kannattavuus painui lievästi miinukselle. Vuoden 2016 lopulla Heeros listautui First Northiin. Listautumisen yhteydessä hankitun rahoituksen myötä yhtiöllä oli hieman enemmän rahoitusresursseja kiihdyttää kasvu- ja kehitysinvestointeja. Kasvun hidastumisen, kansainvälisen liiketoiminnan viivästymisen ja voimakkaiden kasvuinvestointien myötä liikevoitto-% painui -11 %:iin ja kassa pieneni nopeasti.

Kulurakenne

Heeros tuottaa ja myy palvelunsa pääosin oman henkilöstönsä voimin. Yhtiön materiaalit ja palvelut -kuluerä on varsin matala, reilu 1 MEUR tai noin 15 % liikevaihdosta. Heeroksen suurin kuluerä on henkilöstökulut jotka olivat 3,4 MEUR tai 46 % liikevaihdosta vuonna 2017. Henkilöstökulut sisältävät hallinnon, myynnin ja markkinoinnin ja osin T&K henkilöstöä. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet suhteellisen korkeat 2,6 MEUR tai yli 30 % liikevaihdosta.

Heeroksen poistotasot ovat suhteellisen korkeat ja koostuvat pääosin aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoista. Yhtiö aktivoi edelleen voimakkaasti kehitysmenoja (2017: 1,6 MEUR) ja vuonna 2017 ne olivat selvästi 1,0 MEUR:n poistoja suuremmat. Kuluvana vuonna sama trendi on jatkunut ja aktivoinnit olivat H1:lla 0,7 MEUR kun poistot olivat 0,5 MEUR. Näin ollen poistotasot tulevat lyhyellä tähtäimellä arviomme mukaan vielä hieman nousemaan, mutta sitten tasoittumaan T&K kulujen stabiloitumisen ajamana.

Tase ja rahoitusasema

Listautumisen yhteydessä vuoden 2016 lopulla Heeros hankki noin 3 MEUR uutta omaa pääomaa. Yhtiö kuitenkin investoi seuraavina vuonna voimakkaasti kasvuun ja kassa hupeni nopeasti.

Yhtiön taseen vastaavan suurin erä H1'18 lopulla oli aineettomien hyödykkeiden 4,3 MEUR:n erä, joka on peräisin yhtiön T&K aktivoinneista. Lisäksi vastaava puoli sisälsi saamisia noin 1 MEUR:lla ja vain 0,5 MEUR kassaa. Elokuussa yhtiölle myönnettiin kuitenkin 1,2 MEUR:n

kansainvälistymis- ja kasvurahoitus, joka antaa enemmän liikkumavaraa investointien ja kehityksen rahoitukseen. Heeroksen vastattavalla puolella yhtiön oma pääoma oli 2,2 MEUR ja korollinen velka 1,2 MEUR H1'18:lla. Näin ollen H1'18 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 38 % ja nettovelkaantumisaste 32 % (oma arvio sisältäen 1,2 MEUR:n uusi laina 31 % ja 87 %).

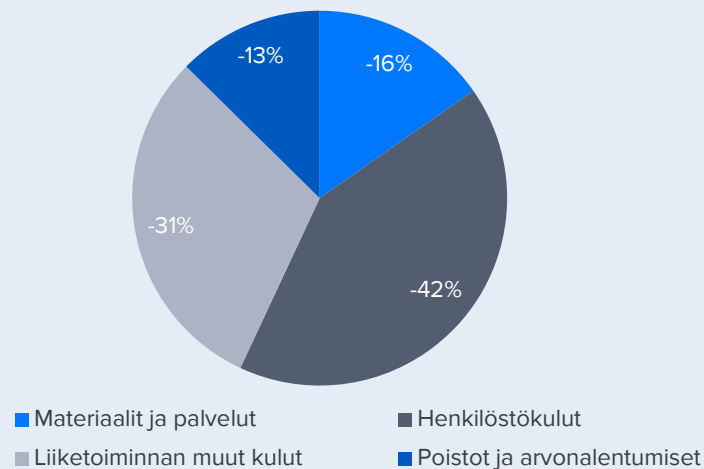
SaaS-liiketoimintamallille tyypillisesti hyvin ennustettavien rahavirtojen ja melko suurten ennakkomaksujen osuuden mahdollistaman negatiivisen käyttöpääoman ansiosta yhtiö pystyy toimimaan tulorahoituksen turvin vaikka tulos on nollassa. Yhtiön nettovelkaantumisastetta voidaan pitää nykyisellään kuitenkin jo korkeana, mikä muodostuu ongelmaksi, jos kannattavuutta ei saada parannettua, pitäen yhtiön riskitason lyhyellä tähtäimellä koholla. Yhtiöllä oli korollista velkaa taseessa noin 1,2 MEUR H1'18 lopussa (+1,2 MEUR uutta velkaa). Voimakkaan velkavivun käyttö kasvuvaiheessa olevalle teknologiayhtiölle on hieman poikkeuksellista ja tarvittaessa uuden velanotto voi muodostua hankalaksi.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

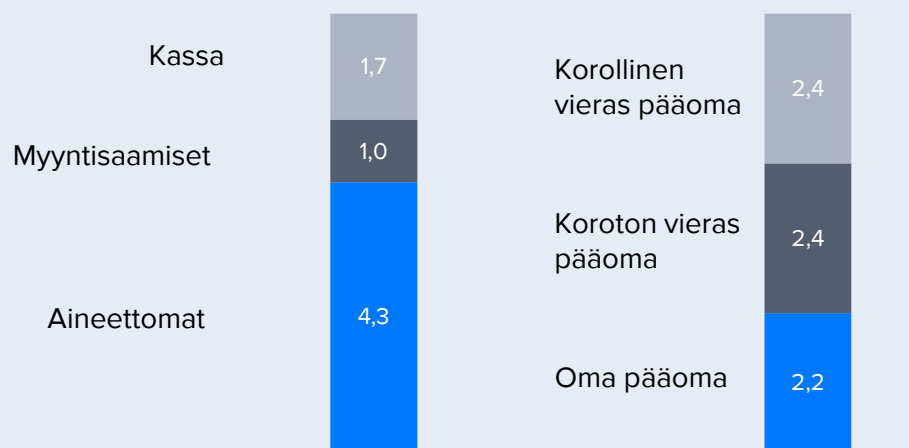
Liikevaihdon ja liikevoitto-%:n kehitys



Kulurakenne 2018e

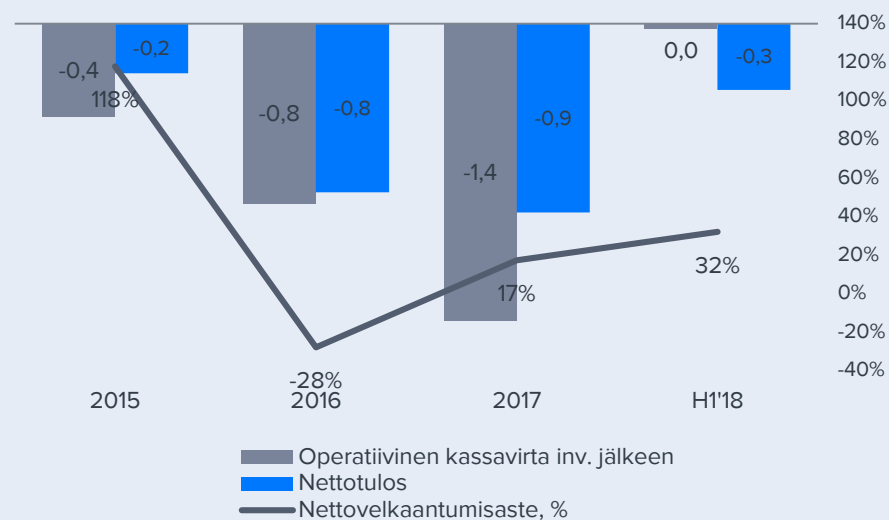


Taserakenne, H1'2018 (sis. elokuun 1,2 MEUR laina) Tase yhteensä 7,0 MEUR



Lähde: Inderes, Heeros

Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen, nettotulos ja nettovelkaisuusaste



Ennusteet

Lyhyen aikavälin ennusteet

Heeroksen H1'18 liikevaihto kasvoi 12,3 % 3,9 MEUR:oon, mikä viittaa yhtiön jäävän jo toista vuotta peräkkäin selvästi alle 20 %:n kasvutavoitteen. Odotamme kasvun kuitenkin kiihtyvän vuoden 2018 jälkimmäisellä puoliskolla, kun yhtiön tekemät (5-10 %:n) hinnankorotukset ja myynti- ja markkinointipanostukset heijastuvat vahvemmin yläriville. Kiihtyvän kasvun myötä odotamme myös yhtiön liikevoiton kääntyvän lievästi positiiviseksi. Koko vuoden 2018 ennusteemme vastaa 14 %:n liikevaihdon kasvua 8,3 MEUR:oon ja liikevoiton arvioimme olevan -0,1 MEUR (EBIT-% -1,7 %). Arvioimme kasvun perustuvan pääasiassa asiakasmäärien kasvuun, uusien moduulien myyntiin sekä hinnan- korotuksiin. Arvioimme mukaan yhtiön tulosta rasittavat vuonna 2018 aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistot noin 1,1 MEUR:n edestä, joten käyttökate on 0,9 MEUR positiivinen ennusteessamme (käyttökate-% 11 %). Yhtiö aktivoi ennusteessamme kuitenkin tätä suuremman määrän tuotekehitystä taseeseen, minkä takia rahavirta jää hieman liikevoittoa alemmaksi.

Vuosi 2019 tulee olemaan Heerokselle ennusteemme mukaan skaalautuvamman kasvun aikaa, kun yhtiön kulujen kasvupaineet vähenevät hiukan ja hinnankorotukset tukevat liikevaihtoa ja kannattavuutta. Arvioimme 2019 liikevaihdon kasvavan 15 % 9,5 MEUR:oon uusien asiakkaiden määrän ja asiakaskohtaisen keskilaskutuksen kasvaessa pääasiassa kotimaassa. Yhtiö lisänneen arvioimme mukaan aiempaa maltillisemmin panostuksia tuotekehitykseen sekä myyntiin, minkä johdosta kulurakenne tulee kasvamaan hieman liikevaihdon kasvua hitaammin. Tuotekehitysaktoivointien poistojen kasvu rasittaa kuitenkin edelleen tulosta. Hollannin toimintojen tappioiden pienentyminen vastaavasti parantaa

tulosta. Arvioimme Heeroksen 2019 liikevoiton olevan 0,2 MEUR positiivinen ja nettutuloksen olevan nollassa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme Heeroksen liiketoiminnan skaalautuvuuden käynnistyvän asteittain vuodesta 2019 eteenpäin. Arvioimme yhtiön pystyvän ylläpitämään yli 10 %:n tasolla olevaa kasvua ohjelmistojen käyttöasteiden ja asiakasmäärän edelleen kasvaessa. Lisäksi yhtiö tulee tekemään jatkossa maltillisia vuosittaisia hinnankorotuksia. Arvioimme, että yhtiön ulkomaantoiminnot antavat myös hiukan tukea kasvuun, mutta niiden osuus liikevaihdosta jää keskipitkällä aikavälilläkin matalaksi.

Ennusteessamme yhtiö saavuttaa noin 15 MEUR liikevaihdon vuonna 2023. Tämä on selvästi alle yhtiön tavoitteleman keskimäärin 20 %:n liikevaihdon kasvun oletaman noin 21 MEUR tavoitetason, sillä pidämme kasvutavoitetta toteutuneeseen kasvuun nähden hyvin kunnianhimoisena ja odotuksemme kansainvälistymisen tuoman liikevaihdon suhteen ovat varovaisia.

Kannattavuuden osalta arvioimme Heeroksen saavuttavan asteittain vuoteen 2023 mennessä yli 10 %:n liikevoittomarginaalin. Kannattavuuden oletettua parantumista ajaa ennusteessamme erityisesti tuotekehityspanostusten suhteellisen osuuden lasku, mutta oletamme yhtiön pystyvän nostamaan maltillisesti myös muiden kustannuserien tehokkuutta ja bruttokatemarginaalia. Kasvu ei täysin skaalaudu tulokseen, sillä uusia kuluja aiheutuu esimerkiksi tukipalveluiden kasvavasta tarpeesta ja myyntivoiman kasvattamisesta. Lisäksi yhtiö joutuu pitämään kovassa kilpailutilanteessa panostukset tuotekehitykseen absoluuttisesti vähintään

nykyisellä tasolla. Ennusteessamme yhtiö tekee vuonna 2023 1,9 MEUR liikevoiton (EBIT-% 12,2 5) ja 0,33 euron osakekohtaisen tuloksen. Ennusteessa on tärkeää huomata, että oletamme Heeroksen keskittyvän nykyisiin markkinoihin ja kasvattavan myynti- ja kehityspanostuksia aiempia vuosia huomattavasti maltillisempaa vauhtia.

Kassavirta ja rahoituksen tarve

Ennusteemme mukaan Heeroksen operatiivinen kassavirta tulee olemaan vielä lievästi negatiivinen tai nollan tuntumassa tämän ja ensi vuoden ajan johtuen jo tehdyistä myynti- ja tuotekehityspanostuksista. Yhtiö tekee selvästi positiivista käyttökate (2018e: 0,9 MEUR), mutta taseeseen aktivoitavat tuotekehitysinvestoinnit rasittavat vastaavasti rahavirtaa. Heeroksen kassavarat olivat H1'18 lopussa olivat 0,5 MEUR, mikä antaa vain rajallisesti liikkumavaraa. Elokuussa saadun 1,2 MEUR:n rahoituspaketin myötä yhtiön liikkumavaraa parani kuitenkin merkittävästi.

Heeroksen rahavirta on luonteeltaan hyvin vakaata johtuen tasaisista SaaS-maksuista, mikä pienentää rahoitusriskejä. Lisäksi on tärkeää huomata, että normaalisti Heeros kykenee toimimaan selvästi negatiivisella käyttöpääomalla johtuen suuresta ennakkomaksujen määrästä. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön liikevaihdon kasvu rahoittaa osin itse itsään.

Kokonaisuutena Heeroksen rahoitustilanne näyttää nyt paremmalta ja yhdessä parantuvan kannattavuuskehityksen kanssa mahdollistaa kasvustrategian toteutuksen sekä tarvittaessa myös pienemmän teknologiaa tai tuoteportfolioa täydentävän yritysoston tekemisen.

Ennusteet

Tuloslaskelma	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	3,3	3,4	6,6	3,4	3,8	7,3	3,9	4,4	8,3	4,6	5,0	9,5	10,9	12,3
Käyttökate	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,7	0,9	0,5	0,8	1,4	2,0	2,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-1,0	-0,5	-0,6	-1,1	-0,6	-0,6	-1,2	-1,3	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,7	1,2
Liikevoitto	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,7	1,2
	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,7	1,2
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,5	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-0,2	-0,6	-0,8	-0,6	-0,2	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,6	1,1
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,2	-0,6	-0,8	-0,6	-0,2	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,6	1,1
EPS (oikaistu)	-0,06	-0,04	-0,10	-0,14	-0,06	-0,20	-0,07	0,00	-0,07	-0,04	0,03	-0,01	0,14	0,25
EPS (raportoitu)	-0,06	-0,15	-0,21	-0,14	-0,06	-0,20	-0,07	0,00	-0,07	-0,04	0,03	-0,01	0,14	0,25

Tunnusluvut	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	29,2 %	16,3 %	22,3 %	5,5 %	13,3 %	9,4 %	12,3 %	16,3 %	14,4 %	17,7 %	12,0 %	14,7 %	14,0 %	12,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	18,4 %	-209,8 %	289,1 %	225,7 %	166,7 %	206,0 %	-55,0 %	-148,1 %	-82,1 %	-67,4 %	114,7 %	-210,4 %	380,2 %	65,2 %
Käyttökate-%	7,8 %	8,7 %	8,3 %	-1,9 %	6,8 %	2,7 %	7,0 %	14,8 %	11,2 %	11,4 %	16,7 %	14,4 %	18,6 %	21,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-5,1 %	-2,5 %	-3,8 %	-15,8 %	-5,9 %	-10,6 %	-6,3 %	2,4 %	-1,7 %	-1,8 %	4,7 %	1,6 %	6,7 %	9,8 %
Nettotulos-%	-6,8 %	-16,5 %	-11,7 %	-18,3 %	-6,3 %	-12,0 %	-7,9 %	0,3 %	-3,5 %	-4,0 %	2,6 %	-0,5 %	5,7 %	8,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	3,5	4,1	4,5	4,9	5,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,4	4,0	4,5	4,8	5,1
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	3,3	1,6	2,6	2,4	2,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,0	1,2	1,2	1,4	1,6
Likvidit varat	2,3	0,4	1,3	0,9	0,5
Taseen loppusumma	6,7	5,7	7,1	7,3	7,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	3,4	2,5	2,2	2,2	2,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3	-1,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,0	0,5	2,0	2,0	1,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,5	2,0	2,0	1,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,4	2,7	2,9	3,1	3,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,0	2,4	2,7	3,1	3,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,7	5,7	7,1	7,3	7,4

Avainluvut

Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	4,2	4,7	5,4	6,6	7,3	8,3	9,5	10,9	12,3
Käyttökate (EBITDA)	0,7	0,5	0,7	0,5	0,2	0,9	1,4	2,0	2,6
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,8	-0,1	0,2	0,7	1,2
Liikevoitto (EBIT)	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,8	-0,1	0,2	0,7	1,2
Tulos ennen veroja	0,3	0,0	-0,2	-0,8	-0,9	-0,3	0,0	0,6	1,1
Nettotulos	0,3	0,0	-0,2	-0,8	-0,9	-0,3	0,0	0,6	1,1
Osakekohtainen tulos	0,1	0,0	-0,07	-0,10	-0,20	-0,07	-0,01	0,14	0,25
Vapaa kassavirta	-0,2	-0,1	-0,8	2,6	-1,3	-0,3	0,0	0,6	1,1

Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	20 %	13 %	15 %	22 %	9 %	14 %	15 %	14 %	13 %
Käyttökate-%	16,5 %	11,0 %	12,9 %	8,3 %	2,7 %	11,2 %	14,4 %	18,6 %	21,1 %
Oik. liikevoitto-%	8,1 %	1,8 %	-1,2 %	-3,8 %	-10,6 %	-1,7 %	1,6 %	6,7 %	9,8 %
Liikevoitto-%	8,1 %	1,8 %	-1,2 %	-3,8 %	-10,6 %	-1,7 %	1,6 %	6,7 %	9,8 %
ROE-%	104 %	-2 %	-27 %	-35 %	-30 %	-12 %	-2 %	25 %	33 %
ROI-%	27 %	5 %	-3 %	-7 %	-19 %	-4 %	4 %	18 %	27 %
Omavaraisuusaste	12 %	16 %	23 %	50 %	44 %	31 %	30 %	37 %	44 %
Nettovelkaantumisaste	220 %	148 %	118 %	-28 %	17 %	41 %	50 %	20 %	-12 %

Osakelukuja	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS (oikaistu)	0,10	0,00	-0,07	-0,10	-0,20	-0,07	-0,01	0,14	0,25
Kassavirta / osake	-0,05	-0,03	-0,25	0,73	-0,29	-0,07	0,00	0,14	0,25
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omapääoma / osake	0,14	0,20	0,32	0,93	0,57	0,50	0,49	0,63	0,88

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Kasvuvaiheessa oleva pieni ohjelmistoyhtiö

Heeros profiloituu sijoittajanäkökulmasta edelleen kasvu- ja investointivaiheessa olevaksi pieneksi ohjelmistoyhtiöksi. Kasvuvaiheesta sekä SaaS-liiketoimintamallin logiikasta johtuen yhtiön kannattavuus on edelleen matalalla tasolla, joten osakkeen arvostus nojaa edelleen tulokertoimien sijaan pääosin liikevaihtopohjaisiin kertoiimiin.

Pienten kasvuyhtiöiden osakkeiden arvostustasot ovat yleisesti ottaen hyvin herkkiä muutoksille liikevaihdon kasvuennusteissa ja pitkän aikavälin oletetuissa kannattavuustasoissa, mikä nostaa niiden riskitason keskimääräistä korkeammaksi. Toisaalta Heeroksen riskiprofiilia laskee sijoittajan näkökulmasta se, että yhtiön SaaS-pohjainen liiketoimintamalli perustuu pääosin hyvin ennustettaviin ja toistuviin tuottoihin ja yhtiölle on muodostunut sen toimintahistorian myötä vakaa asiakaspohja ja markkina-asema Suomessa. Myös kasvuyhtiöihin useimmiten liittyvät teknologian ja tuotteiden kehitys- ja kaupallistamisriskit ovat Heeroksen osalta lyhyellä tähtäimellä matalat, sillä yhtiön ratkaisu on jo kokonaisuutena kypsässä vaiheessa.

Lähivuosina Heeroksen arvostustason kehitystä määrittää arviomme mukaan pitkälti se, miten yhtiön kasvupanostukset ja olemassa olevan asiakaspohjan laajentuminen luovat liikevaihdon kasvua, skaalautuuko kannattavuus odotetusti kasvun mukana ja kykeneekö yhtiö rahoittamaan kasvupanostukset ja kehitysinvestoinnit operatiivisella kassavirralla. Heeroksen osakkeen arvonnekehitykseen voi vaikuttaa merkittävästi myös se, jos yhtiöstä tehtäisiin ostotarjous teollisen

toimijan tai pääomasijoittajan toimesta.

Potentiaali

- **Vakaasti kasvavat markkinat:** Markkinan transformaatio uuden sukupolven taloushallinnon ratkaisuihin vielä alkuvaiheessa sekä Suomessa että kansainvälisesti, mikä yhdessä pilvipohjaisten ohjelmistojen yleistymisen kanssa luo vakaan pohjan kasvulle.
- **Asiakkuuksien laajentuminen:** Heeroksella on laaja asiakaskunta, jossa on merkittävää lisämyyntipotentiaalia ratkaisuiden käytön laajentumisen ja uusien ratkaisuiden tarjoamisen kautta.
- **Kannattavuuden parantuminen:** Heeroksen SaaS-pohjainen liiketoimintamalli on perusteiltaan hyvin skaalautuvaa, joten näemme yhtiön kannattavuudessa merkittävää nousuvaraa liikevaihdon kasvaessa. Myös hinnankorotukset ja tehokkuuden kasvu tukevat kannattavuutta.
- **Valmis, kilpailukykyinen tuote:** Heeroksen tuoteportfolio on teknisesti ja kaupallisesti melko kypsässä vaiheessa, eikä sen myynnin kasvun kiihdyttäminen edellytä enää suhteellisesti kasvavia T&K-panostuksia. Yhtiön tuotteen kilpailukyky on keskisuurissa asiakkuuksissa ja tilitoimistomarkkinassa arviomme mukaan hyvä.

Riskit

- **Kilpailupaineen kasvu ja yhtiön suhteellisen pienen koko:** Asiakkaan näkökulmasta Heeroksen ratkaisulle on olemassa useita vaihtoehtoja, ja vaikka Heeroksen ratkaisu onkin arviomme mukaan tällä hetkellä hyvin kilpailukykyinen

pienissä ja keskisuurissa asiakkuuksissa. Heeros on resurssiltaan selvästi pienempi suurimpiin kilpailijoihinsa nähden, mikä muodostaa yhtiölle rajoitteita asiakkuuksista kilpailtaessa ja investointikyvykkyudessa. Lisäksi tilitoimistoalan konsolidaatio voi muuttaa Heeroksen kilpailuasetelmaa ja pienentää markkinaa.

- **Kansainvälistyminen:** Heeros on rakentanut pitkään jalansijaa Hollannin markkinoille, mutta toistaiseksi heikolla menestyksellä. Myös Ruotsin markkinoille vahvempi laajentuminen on epäonnistunut. Näkemyksemme mukaan Heeroksen resurssit ovat kansainvälistymiseen suhteellisen pienet, mutta onnistuessaan panostukset kansainväliseen liiketoimintaan voivat kiihdyttää selvästi yhtiön kasvua.
- **Teknologia- ja tietoturvariskit:** Esimerkiksi tekoäly ja ohjelmistorobotiikka tulevat muuttamaan ohjelmistoja seuraavan 10 vuoden aikana, mikä voi kasvattaa merkittävästi T&K-investointien tarvetta. Lisäksi pilvipalveluina tarjottavat ohjelmistot kasvattavat tietomurtoihin ja järjestelmien suorituskykyyn liittyviä riskejä ohjelmistotoimittajan näkökulmasta.
- **Toimialan arvostuskertoimet:** Heeroksen arvostustasoon vaikuttaa se, miten markkinat hinnoittelevat SaaS-yhtiöitä. SaaS on melko tuore liiketoimintamalli ja sijoittajien SaaS-yhtiöille hyväksymät arvostustasot ovat eläneet merkittävästi yli ajan. Muutokset SaaS-yhtiöiden kasvun hinnoittelussa voivat heiluttaa huomattavasti myös Heeroksen arvostustasoa.

Sijoitusprofiili



1.

Kasvuyhtiö, joka on edelleen osittain investointi- ja skaalautumisvaiheessa

2.

Arvostus herkkä muutoksille kasvussa ja operatiivisessa kehityksessä

3.

Ennustettava liiketoimintamalli ja laaja, vakiintunut asiakaspohja madaltavat riskejä

4.

Kasvuvauhti, kannattavuuden parantuminen ja kassavirtojen kehitys arvoajureita

5.

Mahdollinen yritysostokohde

Potentiaali

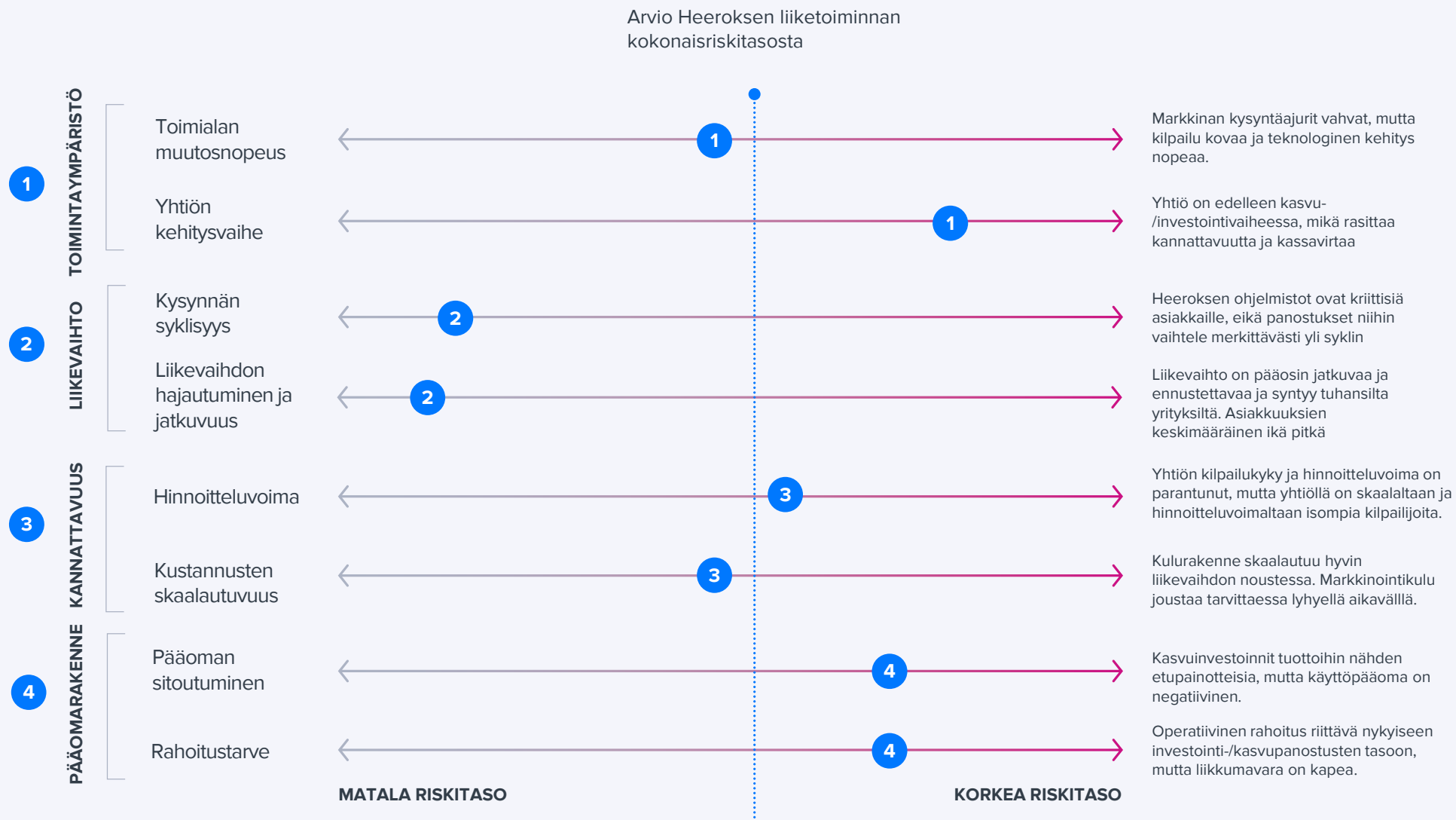
- Markkinan transformaatio uuden sukupolven taloushallinnon ratkaisuihin vielä alkuvaiheessa erityisesti kansainvälisillä markkinoilla
- Laaja asiakaskunta, jossa paljon lisämyyntipotentiaalia
- Tuote on kypsässä vaiheessa ja vaatii suhteellisesti vähemmän T&K-panostuksia
- Kannattavuudessa nousupotentiaalia skaalautuvuuden, hinnankorotusten ja tehokkuuden kasvu kautta



Riskit

- Yhtiö on kilpailullisesti haastajan asemassa ja tilitoimistoalan konsolidaatio voi muuttaa kilpailuasetelmaa ja pienentää markkinaa
- Pienemmät resurssit ja alempi investointikyky suhteessa pääkilpailijoihin
- Kansainvälistyminen syö resursseja ja heikentää tulosta
- Rahoitustilanne voi heikentyä uudelleen, jos kasvu heikkenee ja investoinnit epäonnistuvat
- Arvostus ei saa vielä tukea tuloksesta ja herkkä muutoksille

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvonmääritys 1/2

Arvon muodostuminen

Heeroksen arvonmääritys on haastavaa johtuen 1) yhtiön kehitysvaiheesta, 2) SaaS-liiketoimintamallista ja 3) vasta pitkällä aikavälillä esiin nousevasta tulospotentiaalista, jonka takia arvostusta ei voi peilata lähivuosina vahvasti vielä tulos pohjaiseen arvostukseen. Myös suorien verrokkien puuttuminen ja osakkeen heikko likviditeetti asettaa haasteita arvostuksen määrittämiselle. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyistä arvostustasoa voidaan hahmottaa kolmen arvostusmenetelmän kautta:

1. Ohjelmistoyhtiöistä ja IT-palveluyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän suhteutettu arvostus
2. Kassavirtamalli (DCF)
3. Arvostuskertoimet

Verrokkiryhmäarvostus

Olemme koonneet Heeroksen verrokkit kahdesta eri ryhmästä: 1) Ohjelmistoyhtiöt sekä 2) IT-palveluyhtiöt. Käytämme ohjelmistoyhtiöiden arvostuskertoimia peilaamaan Heeroksen skaalautuvan SaaS-liiketoiminnan potentiaalista arvoa ja IT-palveluyhtiöiden arvoa peilaamaan yhtiön arvostuksen alalaitaa.

Vaikka useat verrokkiryhmään sisällyttämistämme ohjelmistoyhtiöistä ovat liiketoimintamalliltaan lähellä Heerosta (mm. Fortnox, Basware), ei Heeroksen arvostusta voi näkemyksemme mukaan verrata suoraan yhteenkään käyttämääme verrokkiryhtyöön, koska Heeroksen liiketoiminnan kokoluokka (skaala) on pääsääntöisesti huomattavasti verrokkeja pienempi, yhtiön markkinapotentiaali rajatumpi ja osakkeen likviditeetti on selkeästi heikompi.

Ohjelmistoyhtiöiden verrokkiryhmä antaa kuitenkin näkemyksemme mukaan kokonaisuutena hyvän mittatikun Heeroksen arvostuksen ylärajaksi, sillä ne edustavat voimakkaasti skaalautuvia ja vahvasti kasvavia liiketoimintamalleja. Ohjelmistoyhtiöistä koostuvan vertailuryhmän vuoden 2019 keskimääräinen (mediaani) EV/Liikevaihto -kerroin on noin 3,8x.

Pohjoismaisten keski suurten IT-palveluyhtiöiden yhtiöiden arvostustasot antavat näkemyksemme mukaan puolestaan hyvän alarajan Heeroksen arvostustasolle, sillä niiden liiketoimintamalli perustuu valtaosin ei-toistuvaan ja maltillisesti skaalautuvaan liikevaihtoon (Heeros pääosin toistuvaa ja skaalautuvaa liikevaihtoa). Tämän vertailuryhmän vuoden 2019 mediaani EV/Liikevaihto -kerroin on noin 1,0x.

Kokonaisuutena (ohjelmistoyhtiöt + IT-palveluyhtiöt) verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/Liikevaihto -kerroin vuodelle 2019 on 1,5x tasolla. Yhtiön osakekannan arvoksi muodostuu näin ollen verrokkiryhmän keskiarvolla 13,4 MEUR ja arvon haarukaksi 11-34 MEUR.

Heeroksen liikevaihtopohjainen arvostus on ollut viimeisen vuoden ajan lähellä verrokkiryhmän arvostushaarukan alalaitaa, mikä johtuu näkemyksemme mukaan yhtiön madaltuneesta kasvuvauhdista, väliaikaisesti heikolla tasolla olleesta rahoitustilanteesta, sekä osakkeen heikosta likviditeetistä. Heeroksen arvostuksen nouseminen haarukan ylälaitaan vaatisi mielestämme yhtiön kasvun kiihtymistä yli 20 %:iin ja kannattavuuden (EBIT-%) samanaikaisesti säilyvän selvästi positiivisena.

Skenaario	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Verrokkiryhmä	(IT-palveluyhtiöt)	(kaikki)	(ohjelmistoyhtiöt)
Liikevaihto 2019e	9,5	9,5	9,5
x Hinnottelukerroin	1,2	1,5	3,7
Yritysarvo	11,4	14,3	35,2
- Nettovelka 2018e	0,9	0,9	0,9
Osakekannan arvo	10,5	13,4	34,4
Per osake	2,4	3,1	7,9

Arvonmääritys 2/2

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme indikoima arvo Heerokselle on 13,3 MEUR, eli 3,0 euroa osakkeelta.

Kassavirtamallimme ennusteet olettavat yhtiön kasvavan lähivuosina (2019-2022) yli 10 %:n vauhtia ja saavuttavan noin 10 % liikevoittomarginaalin tason vuoden 2022 aikana.

Ikuisuusoletuksen (terminal) painoarvo arvossa on noin 60 %, jossa on oletuksina 3 %:n liikevaihdon kasvu ja 16 %:n liikevoittomarginaali.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 12,8 %:iin, mikä pitää sisällään 4,5 %:n likviditeettipreemion johtuen yhtiön pienestä koosta ja osakkeen heikosta vaihdettavuudesta.

Määrittämäämme DCF-arvoa ajaa hyvin voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta, joten emme anna sille vielä yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa suurta painoarvoa tavoitehinnan asetannassa. DCF-mallin indikoima arvostus kuitenkin tukee yhdessä edellä kuvatun verrokkiryhmän arvostuskertoimiin perustuvan arvostuksen indikoimaa nousupotentiaalia.

Arvostuskertoimet

Heeroksen arvostuskertoimiin pohjautuvaa arvostusta tarkasteltaessa haasteena on se, että yhtiön liikevoittomarginaalilla mitattu tulostaso jää kehitysvaiheesta johtuen lähivuosina vielä melko heikoksi ja siten osakkeen arvostusta ei voi tukea toistaiseksi tulos pohjaisiin arvostuskertoimiin. Heeroksen tulos on käyttökattetasolla selvästi positiivinen, mutta tämän tunnusluvun vertailukelpoisuutta heikentää yhtiön tekemät merkittävät t&k-aktivoinnit (noin 15 % liikevaihdesta). Vuoden 2019 ennusteilla osakkeen EV/EBITDA on tällä hetkellä hieman alle

8x, mikä on kohtuullisen maltillinen. Toisaalta suurien tuotekehitysaktivointien poistojen takia 2019e EV/EBIT on ennusteellamme noin 71x, mikä on vielä erittäin haastavalla tasolla yhtiön ollessa ensi vuonna vielä kaukana tulospotentiaalistaan.

Lähivuosina Heeroksen arvostuskertoimista käyttökelpoisimpia ovat siten liikevaihtopohjaiset kertoimet, jotka ovat puolestaan kuitenkin hyvin herkkiä muutoksille kasvuodotuksissa.

Näkemyksemme mukaan Heerokselle voidaan hyväksyä yhtiön nykyisellä kasvunopeudella (yli 10 %) ja arvioimallamme pitkän aikavälin noin 15 %:n liikevoittomarginaalitasolla noin 1,5x-2,0x tasoiset EV/liikevaihto -kertoimet. Yhtiö arvostetaan nykyisellä 2,20 euron kurssitasolla ja vuoden 2019 ennusteilla noin 1,1x EV/liikevaihto -kertoimella, joten pidämme Heeroksen arvostusta liikevaihtopohjaisesti katsottuna hyvin maltillisena.

Tavoitehintaa ja suositus

Toistamme Heeroksen lisää-suosituksen ja osakkeen 2,60 euron tavoitehinnan. Heeroksen vakaat kasvunäkymät, asteittain parantuva operatiivinen tuloskehitys sekä vakaampi rahoitustilanne tekevät yhtiöstä näkemyksemme mukaan tuotto-/riskiprofiililtaan jo houkuttelevan.

Yhtiön arvostustaso (2019e EV/S 1,1x) on verrokkeihin ja kassavirta-analyysin indikoimaan potentiaaliin suhteutettuna hyvin maltillinen, vaikkakaan arvostus ei saa vielä lähivuodet jatkuvasta kasvuvaiheesta johtuen tukea tulos pohjaisista kertoimista ja yhtiön näytöt kannattavasta kasvusta ovat vielä vaatimattomat.

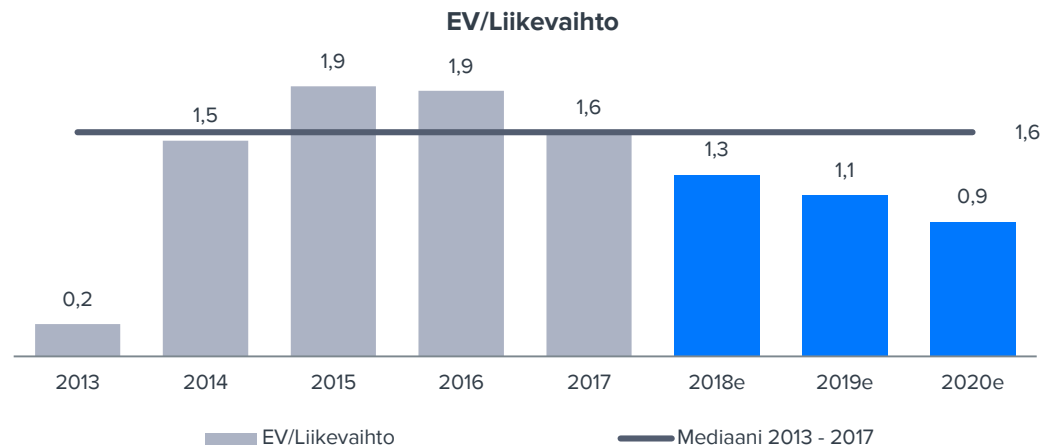
Arvioimme myös, että nykyisellä arvostuksella yhtiö alkaa olla hyvin kiinnostava kohde laajentumista ja synergioita hakeville kilpailijoille tai pääomasijoittajille.

Suurimpina riskeinä arvostukselle näemme yhtiön resurssien riittävyyden, kilpailutilanteen muutokset, osakkeen heikon likviditeetin ja strategian toteutukseen liittyvät riskit, joita kuitenkin kompensoi tuottojen jatkuvuus ja vakaa markkina-asema.

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi		2,00	2,70	3,05	2,52	2,20	2,20	2,20	2,20
Osakemäärä, milj. kpl	3,09	3,09	3,34	3,62	4,35	4,40	4,40	4,40	4,40
Markkina-arvo		6,2	9,0	13,3	11,0	9,67	9,67	9,67	9,67
Yritysarvo (EV)	0,9	7,1	10	12,3	11,4	10,6	10,8	10,2	9,19
P/E (oik.)	0,0	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,7	8,9
P/E	0,0	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,7	8,9
P/Kassavirta	0,0	neg.	neg.	5,0	neg.	neg.	>100	16,3	8,9
P/B	0,0	9,9	8,5	3,9	4,4	4,4	4,5	3,5	2,5
P/S	0,0	1,3	1,7	2,0	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	0,2	1,5	1,9	1,9	1,6	1,3	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	1,4	13,8	14,7	22,5	58,7	11,4	7,8	5,1	3,6
EV/EBIT (oik.)	2,8	83,9	neg.	neg.	neg.	neg.	71,0	14,1	7,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Talenom	19,50	133	151	15,9	13,7	9,4	8,6	2,7	2,4	18,0	15,7	3,2	3,7
Basware	40,10	581	590			1474,8	214,5	3,9	3,6				
Fortnox	76,60	433	419	31,7	24,6	26,8	21,2	9,1	7,4	41,9	32,6		
Esker	61,10	337	329	22,0	19,5	14,9	13,4	3,3	2,9	30,5	27,1	0,8	0,9
Reckon	0,69	49	74	8,0	7,6	3,9	3,9	1,6	1,5	7,6	7,0	7,0	7,9
Myob Group	3,35	1235	1448	16,9	14,3	11,6	10,5	4,8	4,4	21,5	18,5	3,5	3,9
Sage Group	618,00	7241	7962	15,5	14,2	13,6	12,5	3,7	3,4	19,5	17,7	2,8	3,0
Efecte	4,48	26	20					1,4	1,1				
Blackline	43	2042	1933	275,8	130,3	115,9	81,0	7,9	6,4	299,5	154,9		
Admicom	24,50	117	109	18,2	13,6	18,2	13,6	6,8	5,5	24,9	19,5	2,7	3,3
Infront	22,60	65	59	16,4	12,8	10,4	9,0	2,0	1,9	21,7	17,0		
FormPipe Software	19,00	100	92	14,5	12,9	8,8	8,4	2,2	2,1	21,3	18,8	2,6	2,6
Cinnober Financial	87,00	193	184		44,6		39,9	3,9	3,2		58,6		
Vincit	5,84	66	60	8,6	7,5	7,5	6,0	1,2	1,1	13,3	11,0	3,9	4,2
Acando	29,75	294	288	9,3	8,7	8,7	8,2	1,0	0,9	12,9	12,0	6,4	6,8
Solteq	1,40	27	51	12,8	10,2	7,3	7,3	0,8	0,8	12,7	10,8	2,1	2,9
Innofactor	0,40	15	31		15,6	12,4	6,9	0,5	0,5		11,7		
Nixu	9,90	61	58	38,7	14,5	29,0	12,9	1,2	1,1	80,0	23,7	0,1	1,6
Evry	29,45	1123	1614	9,9	9,3	8,2	7,8	1,2	1,2	9,5	8,9	6,3	6,8
Knowit AB	154,80	292	295	8,6	8,0	7,8	7,7	0,9	0,8	11,2	10,4	5,0	5,4
Enea	111,00	221	256	12,8	10,3	10,6	8,8	2,7	2,5	16,9	13,2	1,9	2,8
Tieto	25,00	1814	2010	12,0	11,5	9,3	8,9	1,2	1,2	13,2	12,8	6,0	6,2
HiQ	49,60	275	264	11,8	10,9	11,4	10,3	1,4	1,3	15,6	14,5	6,8	7,2
Digia	2,96	78	92	10,7	8,8	7,7	6,8	0,8	0,8	12,0	9,7	2,6	3,8
Siili Solutions	8,56	61	57	8,7	6,9	7,7	6,3	0,7	0,6	11,9	10,0	5,5	6,7
Gofore	8,30	111	104	11,0	9,1	9,9	8,4	1,5	1,3	14,0	11,8	2,9	3,5
Heeros (Inderes)	2,20	10	11	71,0	14,1	7,8	5,1	1,1	0,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mediaani (kaikki)				12,8	12,1	10,2	8,8	1,5	1,4	16,2	13,8	3,2	3,8
Mediaani (ohjelmistoyhtiöt)				16,6	14,2	13,6	13,0	3,7	3,2	21,6	18,8	2,8	3,3
Mediaani (IT-palveluyhtiöt)				10,8	9,3	8,7	7,8	1,2	1,1	13,1	11,7	4,4	4,8
Erotus-% vrt. mediaani				455 %	16 %	-23 %	-43 %	-27 %	-35 %	n.a.	n.a.		

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

DCF-laskelma

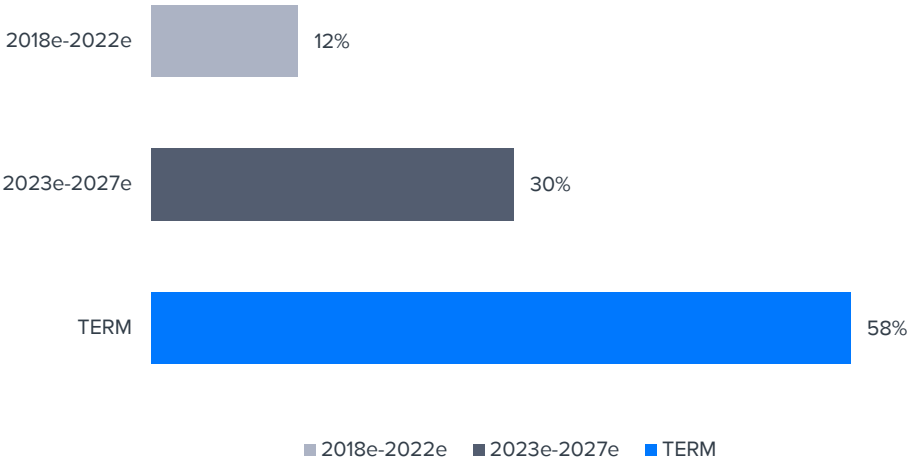
DCF-laskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-0,8	-0,1	0,2	0,7	1,2	1,4	1,8	2,2	2,5	2,9	3,0	
+ Kokonaispoistot	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,3	1,2	1,6	2,2	2,8	2,9	3,2	3,6	3,9	4,2	4,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,3	-0,3	0,0	0,6	1,1	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2	2,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,3	-0,3	0,0	0,6	1,1	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2	2,2	23,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,3	0,0	0,5	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	8,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		13,7	14,1	14,1	13,6	12,8	12,1	11,3	10,4	9,6	8,7	8,0
Velaton arvo DCF		13,7										
- Korolliset velat		-0,8										
+ Rahavarat		0,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		13,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	13,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	5,4	6,6	7,3	8,3	9,5
Käyttökate	0,7	0,5	0,2	0,9	1,4
Liikevoitto	-0,1	-0,3	-0,8	-0,1	0,2
Voitto ennen veroja	-0,2	-0,8	-0,9	-0,3	0,0
Nettovoitto	-0,2	-0,8	-0,9	-0,3	0,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	4,6	6,7	5,7	7,1	7,3
Oma pääoma	1,1	3,4	2,5	2,2	2,2
Liikearvo	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	1,3	-0,9	0,4	0,9	1,1

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
Käyttökate	0,7	0,5	0,2	0,9	1,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,2
Operatiivinen kassavirta	0,4	0,6	0,3	1,2	1,6
Investoinnit	-1,2	-1,0	-1,6	-1,5	-1,6
Vapaa kassavirta	-0,8	2,6	-1,3	-0,3	0,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Räisänen Pekka Hannu	21,1 %
Lattu Matti	12,8 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö ELO	7,5 %
SR Visio Allocator	6,9 %
Finnish Stars Ab	5,2 %
Tenendum Oy	3,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS (raportoitu)	-0,07	-0,21	-0,20	-0,07	-0,01
EPS (oikaistu)	-0,07	-0,10	-0,20	-0,07	-0,01
Operat. kassavirta / osake	0,11	0,18	0,07	0,27	0,36
Vapaa kassavirta / osake	-0,25	0,73	-0,29	-0,07	0,00
Omapääoma / osake	0,32	0,93	0,57	0,50	0,49
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	15 %	22 %	9 %	14 %	15 %
Käyttökatteen kasvu-%	36 %	-22 %	-65 %	378 %	48 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-176 %	289 %	206 %	-82 %	-210 %
EPS oik. kasvu-%	1776 %	40 %	108 %	-67 %	-83 %
Käyttökate-%	12,9 %	8,3 %	2,7 %	11,2 %	14,4 %
Oik. Liikevoitto-%	-1,2 %	-3,8 %	-10,6 %	-1,7 %	1,6 %
Liikevoitto-%	-1,2 %	-3,8 %	-10,6 %	-1,7 %	1,6 %
ROE-%	-27,1 %	-35,2 %	-29,7 %	-12,4 %	-2,2 %
ROI-%	-2,9 %	-6,8 %	-19,2 %	-3,6 %	3,5 %
Omavaraisuusaste	23,2 %	50,0 %	44,0 %	31,0 %	29,7 %
Nettovelkaantumisaste	117,8 %	-27,9 %	17,3 %	40,6 %	50,3 %

Arvostuskertoimet	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV/Liikevaihto	1,9	1,9	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	14,7	22,5	58,7	12,8	8,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	79,7
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	8,5	3,9	4,4	5,0	5,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.2.2017	Lisää	3,20 €	3,01 €
16.8.2017	Myy	2,60 €	2,92 €
12.9.2017	Vähennä	2,60 €	2,52 €
8.3.2018	Vähennä	2,50 €	2,50 €
22.5.2018	Vähennä	2,20 €	2,18 €
16.8.2018	Lisää	2,60 €	2,38 €
10.1.2019	Lisää	2,60 €	2,20 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER

**Analyysi kuuluu
kaikille.**