

# QPR Software

## Seurannan aloitus

31.3.2022 07:40



**Atte Riikola**  
+358 44 593 4500  
atte.riikola@inderes.fi



**Roni Peuranheimo**  
+358 50 561 0455  
roni.peuranheimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

**inde  
res.**

# Perusta kasvukäänteelle alkaa olla kunnossa

Aloitamme prosessilouhintaan keskittyneen ohjelmistoyhtiö QPR:n seurannan vähennä-suosituksella ja 1,3 euron tavoitehinnalla. QPR:n osakkeessa on tarjolla klassinen käännetarina, missä vaikeiden vuosien jälkeen kasvukäännettä haetaan uusitulla hallituksella, johdolla ja strategialla. Käänteeseen onnistuessa QPR:stä kuoriutuisi strategiakauden (2022-2026) loppua kohti kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö vahvasti kasvavalla prosessilouhintamarkkinalla. Lähivuosina kasvupanostukset ja myyntikanavien kehittäminen rasittavat kuitenkin vielä yhtiön kannattavuutta, joten sijoittajilta vaaditaan vielä kärsivällisyyttä. Lisäksi kasvuinvestointien rahoittaminen tulee vaatimaan tänä vuonna vielä pääoman keräämistä osakeannilla. Tähän kokonaisuuteen peilaten osakkeen nykyinen arvostus (2022e EV/S 2,0x) ei tarjoa mielestämme riittävän houkuttelevaa tuotto/riski-suhdetta.

## Prosessilouhintaan erikoistunut ohjelmistoyhtiö

QPR Software on prosessilouhinta-, mallinnus- ja suorituskykyjohtamisen ohjelmistoihin ja konsultointiin keskittyvä yhtiö. Yhtiön asiakaskunta koostuu suurista yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioista, joille ratkaisuja myydään niin suoramyyntinä kuin jälleenmyyntiverkoston kautta. Konsultointipalveluja (2021: 41 % lv:sta) tarjotaan usein ohjelmistojen yhteydessä, mutta yhtiö tekee myös pelkkää konsultointia esimerkiksi Suomen julkishallinnolle. QPR:n melko kypsässä vaiheessa olevasta tuoteportfoliosta tärkein tuote on prosessilouhintaan keskittyvä QPR ProcessAnalyzer, johon yhtiön suurimmat investoinnit ja kasvuodotukset kohdistuvat. QPR on prosessilouhinnassa yksi toimialan pioneereista, sillä yhtiö lanseerasi ratkaisunsa tälle alueelle jo vuonna 2011, jolloin markkina oli vielä hyvin varhaisessa vaiheessa. Kuitenkin vasta aivan viime vuosina markkina on lähtenyt voimakkaaseen kasvuun ja sen odotetaan kasvavan noin 40-50 %:n vuotuista vauhtia. Nopeasti kasvavalla markkinalla pienelle ja erikoistuneelle toimijalle pitäisi olla tilaa, vaikka vastassa on huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja vahvoja kilpailijoita. Teknologiansa puolesta QPR:n ratkaisu pärjää käsityksemme mukaan hyvin kilpailussa.

## Kasvukäännettä haetaan uudella strategialla, johdolla ja hallituksella

Uudessa strategiassaan QPR tähtää vahvaan SaaS-liiketoiminnan kansainväliseen kasvuun nopeasti kasvavilla prosessilouhinnan markkinoilla. Vuosien 2022-2026 strategiakaudella yhtiö tavoittelee keskimäärin yli 30 %:n vuotuista SaaS-liikevaihdon kasvua (2021: 1,3 MEUR) ja korkeaa yksinumeroista kokonaisliikevaihdon kasvua (2021: 9,1 MEUR). Tässä onnistuminen vaatii etenkin oikeiden jälleenmyyjäkumppanien löytämistä kansainvälisille markkinoille, mikä on historiassa ollut yhtiön haasteena. QPR:n nykyinen tulokunto (2021: oik. EBIT -0,9 MEUR) tai rahoitusasema eivät mahdollista kasvuinvestointien kiihdyttämistä, jonka vuoksi yhtiö suunnittelee pääoman keräämistä tänä vuonna osakeannilla.

## Nykyarvostus ei tarjoa vielä riittävää tuotto/riski-suhdetta käänteeseen alkumatkalla

Ennustamme QPR:n SaaS-liikevaihdon kasvavan 2022-2026 vuosittain keskimäärin 34 % ja kokonaisliikevaihdon 8 % strategiakauden loppua kohti kiihtyvällä kasvukäyrällä. Ennusteellamme QPR:n vuosien 2022-2023 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 2,0x tasolla. Kertoimet eivät näytä vielä erityisen matalilta, kun huomioidaan ennusteellamme lähivuosina matalaksi jäävä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä sekä konsultoinnin suuri painoarvo liiketoiminnassa. Myös osien summan perusteella osake näyttää melko neutraalisti hinnoitellulta. Vuoteen 2026 katsovien skenaarioiden valossa osakkeessa on pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia uuden strategian onnistuessa, mutta siihen nojaaminen käännetmatkan alkumetreillä ei ole mielestämme vielä perusteltua. Lisäksi tuleva osakeanti ja sen aiheuttama diluutio voi aiheuttaa painetta osakkeeseen lyhyellä aikavälillä.

## Suositus

### Vähennä

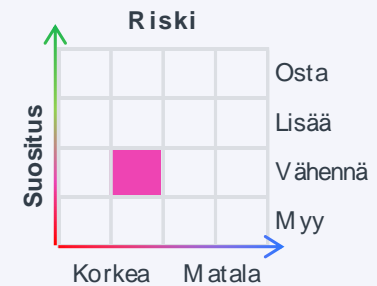
(aik. -)

**1,30 EUR**

(aik. -)

### Osakekurssi:

1,38



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	9,1	9,6	10,1	10,9
<b>kasvu-%</b>	2 %	5 %	6 %	7 %
<b>EBIT oik.</b>	-0,9	-1,3	-0,9	-0,5
<b>EBIT-% oik.</b>	-9,6 %	-13,6 %	-9,3 %	-4,7 %
<b>Nettotulos</b>	-1,4	-1,1	-0,8	-0,5
<b>EPS (oik.)</b>	-0,08	-0,09	-0,07	-0,04

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>P/B</b>	51,6	neg.	neg.	neg.
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>EV/EBITDA</b>	96,8	neg.	>100	34,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,6	2,0	2,0	1,9

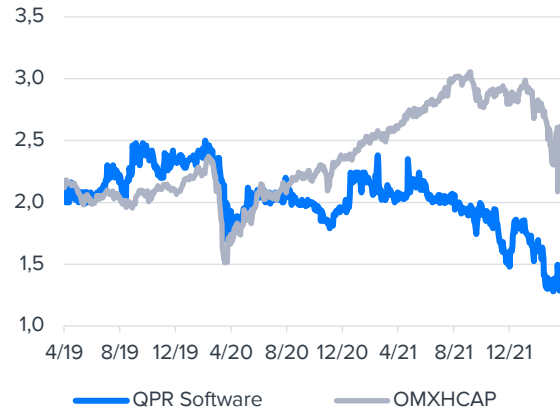
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

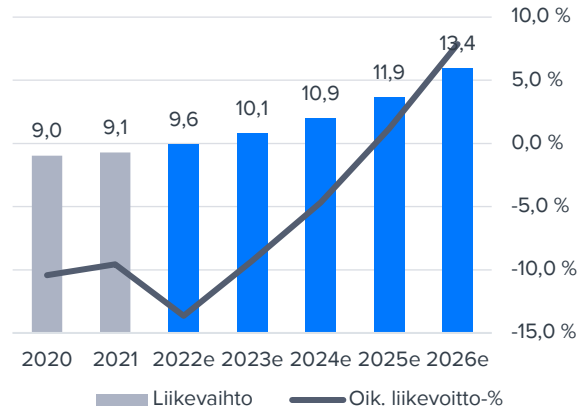
QPR arvioi liikevaihtonsa kasvavan vuonna 2022 (2021: 9,14 MEUR) SaaS-liikevaihdon kasvun tukemana, perustuen myynnin kasvaneeseen tarjouskantaan, jatkuviin asiakastuottoihin ja konsultoinnin varausasteeseen.

## Osakekurssi



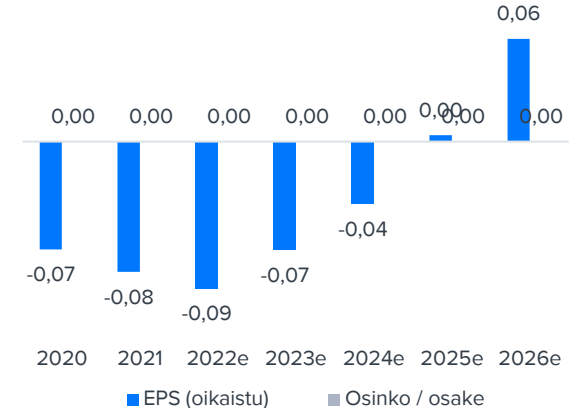
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Kasvu nykyisillä ohjelmistoilla etenkin prosessilouhinnassa
- Prosessilouhinnan vahvasti kasvava markkina
- SaaS-liiketoiminnan kasvu tuo jatkuvuutta ja ennustettavuutta
- Kasvun myötä skaalautuva kulurakenne
- Potentiaalinen yritysostokohde pitkällä aikavälillä



## Riskitekijät

- Pieni koko ja rajalliset resurssit suhteessa kilpailijoihin
- Uuden strategian toimivuus on vielä todistamatta
- Vanhojen tuotteiden liikevaihdon lasku
- Tulevan osakeannin aiheuttama diluutio
- Teknologia- ja avainhenkilöriskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,38	1,38	1,38
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	12,0
Markkina-arvo	16	16	16
Yritysarvo (EV)	19	20	20
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.
P/S	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	34,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 6-12</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 13-15</b>
Markkinat	<b>s. 16-17</b>
Kilpailu	<b>s. 18-20</b>
Strategia	<b>s. 21-22</b>
Taloudellinen tilanne	<b>s. 23-24</b>
Ennusteet	<b>s. 25-27</b>
Arvonmääritys	<b>s. 28-31</b>
Taulukot	<b>s. 32-36</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>s. 37</b>

# QPR lyhyesti

QPR on suomalainen organisaatioiden toiminnan kehittämiseen suunnattujen ohjelmistojen, ratkaisujen ja konsultointipalveluiden tarjoaja.

**1991**

Perustamisvuosi

**2002**

Listautuminen

**9,1 MEUR (+2 % vs. 2020)**

Liikevaihto 2021

**44 %**

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta 2021

**-1,2 MEUR (-14 % lv:sta)**

Liikevoitto 2021

**82**

Henkilöstö 2021 lopussa

**59% / 41%**

Ohjelmistojen / konsultoinnin osuus liikevaihdosta 2021

**-2014**

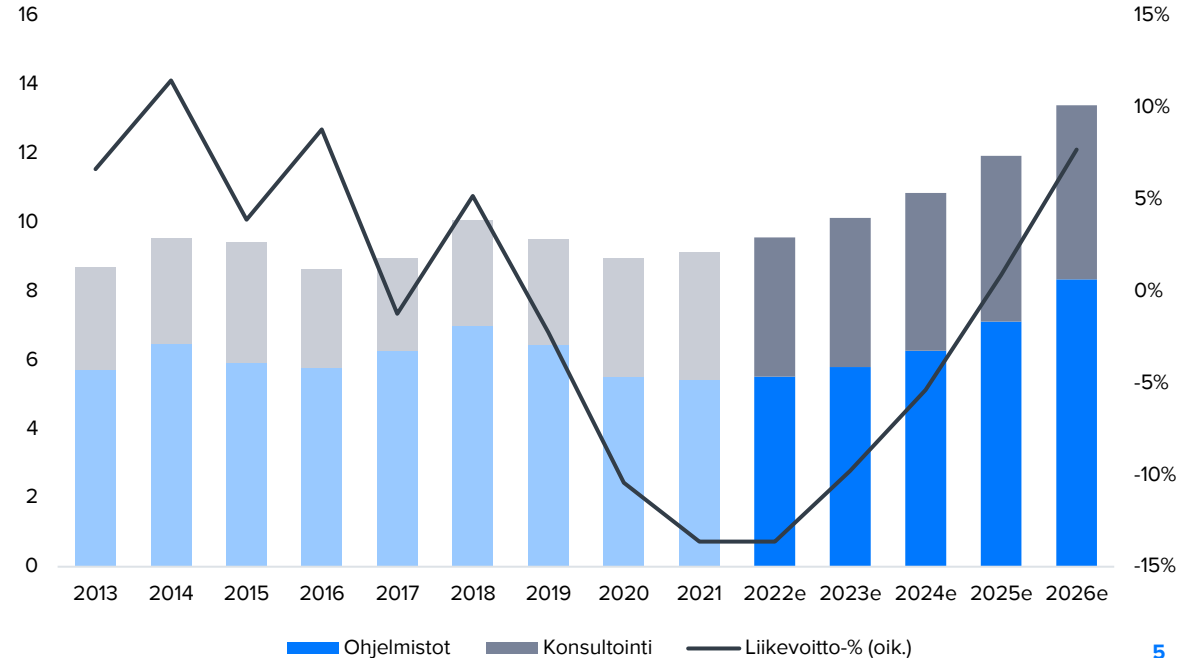
- Yhtiö investoi QPR EnterpriseArchitect- ja QPR ProcessAnalyzer -tuotteisiin, jotka lanseerataan 2010-2011
- Ohjelmistotuotteisiin liittyvän konsultoinnin laajentaminen Suomessa

**2015-2021**

- Kilpailu kiristyy prosessi- ja kokonaisarkkitehtuurimallinnuksen ohjelmistotuotteissa
- 2015-2016 yhtiö saa patentit prosessilouhintateknologialleen
- 2017-2018 liikevaihto saadaan hetkeksi takaisin kasvu-uralle kansainvälisen ohjelmistomyynnin myötä
- Koronapandemia vaikeuttaa ohjelmistomyyntiä 2020-2021

**2022-2026**

- Kasvukäännettä haetaan uudella strategialla, johdolla ja hallituksella
- Tavoitteena prosessilouhinnan SaaS-liiketoiminnan voimakas kansainvälinen kasvu
- Suunnitteilla osakeanti strategian toteuttamiseen tarvittaviin kasvupanostuksiin



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Yhtiökuvaus

### Prosessilouhintaan erikoistunut ohjelmistoyhtiö

QPR Software Oyj (QPR) on vuonna 1991 perustettu yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden toiminnan kehittämiseen suunnattujen ohjelmistojen, ratkaisujen ja konsultointipalveluiden tarjoaja. Yhtiö on erikoistunut prosessilouhinta-, mallinnus- ja suorituskykyjohtamisen ohjelmistoihin ja ratkaisuihin. QPR:n missiona on tehdä asiakkaista tehokkaita ja ketteriä toiminnassaan.

QPR on toimittanut tuotteitaan yli 50 maahan jälleenmyyjien kautta, mutta yhtiön jalansija on vahvimmitaan kotimarkkinalla Suomessa. Yhteensä QPR:n ohjelmistoja ja palveluja on hyödyntänyt toiminnassaan yli 2000 organisaatiota. Vuonna 2021 QPR teki liikevaihtoa 9,1 MEUR, josta noin 51 % tuli Suomesta, 29 % muualta Euroopasta ja 20 % muualta maailmasta.

QPR työllisti viime vuoden lopussa 82 henkilöä, joista 19 % työskenteli myynnissä ja markkinoinnissa, 42 % konsultoinnissa ja asiakaspalvelussa, 31 % tuotekehityksessä ja 8 % hallinnossa. Yhtiön pääkonttori on Helsingissä ja lisäksi sillä on toimisto Oulussa.

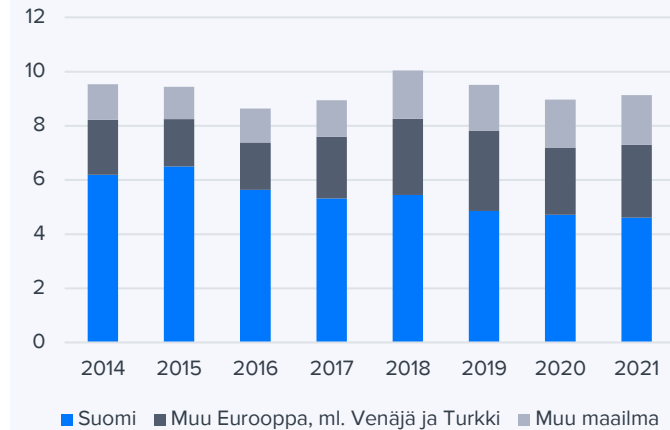
QPR:n markkinoista etenkin prosessilouhinta on aivan viime vuosina lähtenyt voimakkaaseen kasvuun ja myös QPR:n kasvupanostukset kohdistuvat ensisijaisesti tälle alueelle. QPR on prosessilouhinnassa yksi toimialan pioneereista, sillä yhtiö lanseerasi teknologiansa tälle alueelle jo 2011, jolloin markkina oli vielä hyvin varhaisessa vaiheessa.

Kokonaisarkkitehtuurin suunnittelu ja mallintaminen sekä suorituskykyjohtamisen ohjelmistot ovat kypsempiä tuotealueita, joissa kasvunäkymä on vakaa. Niiden tuottama kassavirta antaa kuitenkin QPR:lle resursseja investoida prosessilouhintaohjelmiston kehittämiseen ja vahvempaan kansainväliseen myyntiin.

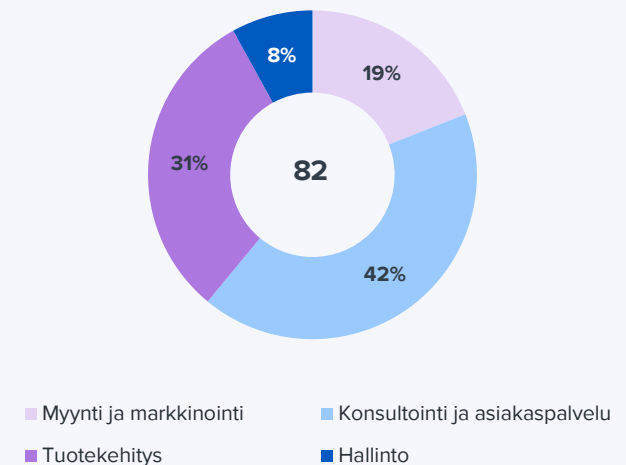
QPR on pyrkinyt profiloitumaan sijoittajille kasvuyhtiöksi, mutta yhtiön kasvu on ollut lähes koko pörssi-aikaneen ajan vaivalloista. Viimeisen kymmenen vuoden keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti on ollut vajaa 2 % ja keskimääräinen liikevoitto-% noin 1,8 %. Viimeiset kolme vuotta yhtiö on ollut tappiollinen ja vuonna 2021 liikevoitto oli -1,2 MEUR eli -14 % liikevaihdosta. Viimeisen vuoden aikana yhtiössä on tapahtunut kuitenkin isoja muutoksia, kun uusiksi ovat menneet niin hallitus, johtoryhmä, organisaatorakenne kuin myös strategia. Tämä antaa hyvät lähtökohdat yhtiön käännetarinalle.

Uudessa strategiassaan QPR pyrkii voimakkaaseen kansainväliseen kasvuun prosessilouhinnan SaaS-liiketoiminnalla. Vuosien 2022-2026 strategiakaudella QPR tavoittelee keskimäärin yli 30 %:n vuosikasvua SaaS-liiketoiminnassa (2021: 1,3 MEUR) ja toissijaisena tavoitteena keskimäärin korkeaa yksinnumeroista kokonaisliikevaihdon kasvua. Kasvupanostusten kiihdyttämistä varten yhtiö suunnittelee osakeantia, jonka jälkeen myös resurssit strategian toteuttamiseen olisi turvattu. Nopeasti kasvavalla markkinalla pienelle ja erikoistuneelle toimijalle pitäisi olla tilaa, vaikka vastassa on huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja vahvoja kilpailijoita.

## Liikevaihdon maantieteellinen jakauma



## Henkilöstön jakauma 2021



## Avainlukuja

1,9 %

Liikevaihdon kasvu  
(CAGR-%) 2012-2021

1,8 %

Liikevoitto-%:n  
keskiarvo 2012-2021

51 %

Jatkuvien tuottojen osuuden  
keskiarvo liikevaihdosta  
2012-2021

66 %

Ohjelmistoliiketoiminnan  
osuuden keskiarvo liikevaihdosta  
2012-2021

## Toiminnot

Myynti ja  
markkinointi  
(19 %\*)



Konsultointi ja  
asiakaspalvelu  
(42 %\*)



Hallinto  
(8 %\*)



Tuotekehitys  
(31 %\*)



\* Osuus henkilöstöstä 12/21

## Asiakassegmentit

Suuret yritykset



Julkinen sektori ja  
julkisyhteisöt



## Liiketoimintaidea

QPR tarjoaa prosessilouhinta-, mallinnus-  
ja suorituskykyjohtamisen ohjelmistoja  
sekä toiminnankehityksen konsultointia.



- Vahvaa teknologista osaamista prosessilouhinnasta yhtenä toimialan pioneereista
- Useita ohjelmistoratkaisuja organisaatioiden toiminnan kehittämiseen ja suunnitteluun
- Ohjelmistot saatavilla kertalisenssinä sekä pilvipalveluna (SaaS)
- Ratkaisu-, sisältö- ja teknistä konsultointia sekä koulutus- ja valmennuspalveluita

## Myyntikanavat



Suoramyynti



Jälleenmyyntiverkosto

## Kilpailu

Ohjelmistot:

celonis

IBM

SAP

software AG

UiPath

SPARX  
SYSTEMS

MEGA

orbus  
software

Konsultointi:

KPMG

Deloitte

FUJITSU

accenture

## Ratkaisut

Ohjelmistot:

- QPR Enterprise Architect
- QPR ProcessDesigner
- QPR ProcessAnalyzer
- QPR BusinessPortal
- QPR Metrics
- QPR Arkkitehtuuripankki

59 % lv:sta (2021)

Konsultointi:

- Toiminnankehityksen, digitalisointi- ja muutosjohtamisen konsultointia

41 % lv:sta (2021)

## Kustannusrakenne (2021)



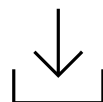
Henkilöstökulut  
(75 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut  
(12 %)



Liiketoiminnan muut kulut  
(11 %)

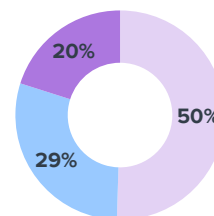


Poistot  
(16 %)

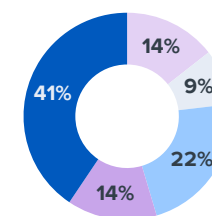
Lähde: Inderes

## Tulovirrat (2021)

Liikevaihto 9,1 MEUR  
EBIT (oik.) -0,9 MEUR (2021)



■ Suomi  
■ Muu Eurooppa  
■ Muu maailma



■ Ohjelmistolisenssit  
■ Uusiutuvat ohjelmistolisenssit  
■ Ohjelmistojen ylläpitopalvelut  
■ Pilvipalvelut (SaaS)  
■ Konsultointipalvelut

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Liiketoimintamalli

### Liiketoimintarakenne ja tulovirrat

QPR jakaa liiketoiminnan tuotot viiteen eri kategoriaan: Ohjelmistolisenssit, Uusiutuvat ohjelmistolisenssit, Ohjelmistojen ylläpitopalvelut, SaaS sekä Konsultointi. Kokonaisuutena QPR:n tulovirrat ovat sekoitus yksittäisistä kaupoista riippuvaa lisenssimyyntiä, henkilöresursseista riippuvaa konsultointia sekä skaalautuvia ja jatkuvaluonteisia SaaS- ja ylläpitotuottoja. Vuonna 2021 yhtiön liikevaihdosta 59 % tuli ohjelmistoista ja 41 % konsultoinnista.

Ohjelmistolisenssit QPR myy asiakkaille joko ilman aikarajoituksia tai etukäteen sovituksi ajaksi. Uusiutuviissa ohjelmistolisensseissä sopimus uusiutuu automaattisesti sopimuskauden päättyessä ellei sitä ole irtisanottu kauden aikana. Ohjelmistolisenssien liikevaihto heiluu melko voimakkaasti kvartaalien välillä suurempien kauppojen ajoituksesta riippuen.

Tänä päivänä QPR pyrkii toimittamaan ohjelmistojaan erityisesti pilvipohjaisesti SaaS-mallilla, joka on luonteensa mukaisesti jatkuvaa liikevaihtoa. SaaS-tuotot vastasivat vuonna 2021 noin 14 % liikevaihdosta. Kokonaisuutena jatkuvat tuotot olivat viime vuonna 44 % liikevaihdosta ja niihin luetaan pilvipalveluiden lisäksi ohjelmistojen ylläpitopalvelut sekä uusiutuvien ohjelmistolisenssien käyttöoikeusmaksut. Jatkuvien tuottojen osuuden QPR:n liikevaihdosta pitäisi kasvaa tulevina vuosina, mikäli yhtiö onnistuu strategiansa mukaisesti kasvattamaan SaaS-ohjelmistoliiketoimintaa. Tämä olisi kulurakenteen skaalautumiselle positiivista ja toisi liikevaihtoon lisää jatkuvuutta ja ennustettavuutta.

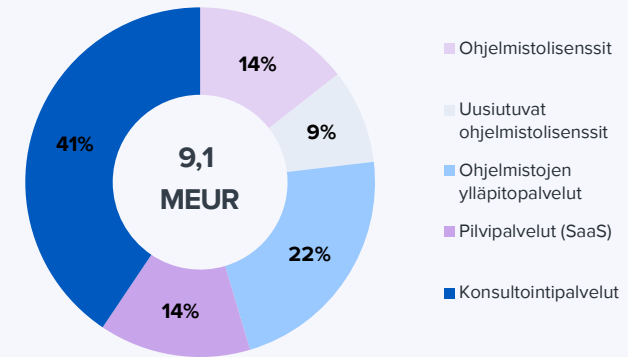
Viime vuosina QPR:n SaaS-tuotot ovat kasvaneeet hieman takkuillen. Loppuvuodesta 2021 yhtiö kuitenkin solmi useamman SaaS-kaupan, joista merkittävin oli kokonaisarkkitehtuuri- ja tiedonhallintaratkaisut Istekki Oy:lle, jossa neljän vuoden hankinnan kokonaisarvo ilman ostovelvoitetta on 1,6 MEUR. Lisäksi uudella strategiakaudella nykyisiä lisenssi- ja ylläpitotuottoja pyritään muuttamaan SaaS-laskutukseksi. Siten lähtökohdat SaaS-liiketoiminnan kasvulle jatkossa ovat hyvät.

### Liiketoiminnan skaalautuvuus

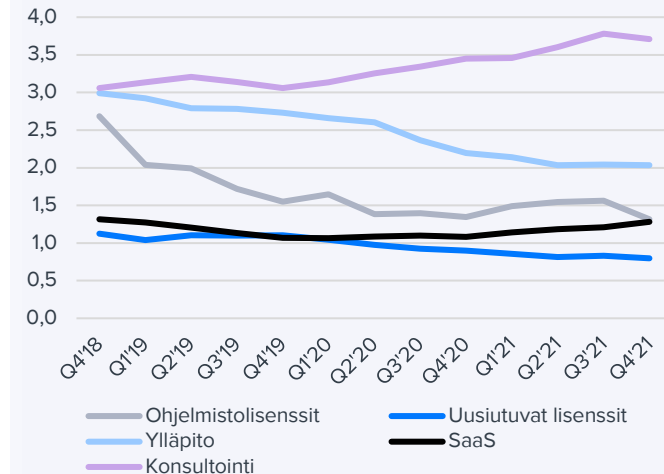
QPR:n liiketoimintamalli on hyvin skaalautuva, sillä liikevaihdosta suurin osa tulee standardoitujen ohjelmistoratkaisujen myynnistä. Tästä kertoo myös yhtiön korkea bruttokate (2021: 88 %). Kiinteästä kulurakenteesta johtuen ohjelmistomyynnin kasvu heijastuisi voimakkaan positiivisesti myös yhtiön kannattavuuteen. Tällä hetkellä kannattavuuden näkökulmasta ongelmana on liian matala liikevaihdon taso, jotta ohjelmistoliiketoiminnan hyödyistä päästäisiin nauttimaan. Liikevaihdon kasvattaminen tulee vaatimaan lähivuosina vielä panostuksia tuotekehitykseen ja myyntiin, mikä rasittaa lyhyen aikavälin kannattavuutta. Pitkällä aikavälillä ohjelmistoliiketoiminnalla pitäisi olla potentiaalia yli 20 %:n kannattavuuteen kypsässä vaiheessa.

Tällä hetkellä konsultoinnin suhteellisen suuri osuus liikevaihdosta rajoittaa QPR:n liiketoiminnan skaalautuvuutta. Konsultointiliiketoiminta, kuten muillakin Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöillä, on riippuvaista henkilöstön määrästä ja laskutusasteesta. Siten konsultoinnin kannattavuuspotentiaali (EBIT-%) asettuu arviomme mukaan noin 10-15 %:n välimaastoon.

### Liikevaihdon jakauma 2021



### Liiketoiminnan tuottojen kehitys (liukuva 12kk, MEUR)



Lähde: Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Tuotekehitys

QPR innovoi ja kehittää ohjelmistoja, jotka analysoivat, mittaavat ja mallintavat organisaatioiden toimintaa. Tuotekehityksessä merkittävimmät panostukset kohdistuvat prosessilouhinnan QPR ProcessAnalyzer -ratkaisuun ja sen skaalautuvuuteen.

Tuotekehityksessä työskenteli vuoden 2021 lopussa 25 henkilöä ja tuotekehitysmenot (2,1 MEUR) vastasivat noin 23 % liikevaihdosta. Tuotekehitysmenoista reilu kolmannes on tyypillisesti aktivoitu taseeseen ja loput on esitetty kuluin tuloslaskelmassa.

Tuotekehitysmenojen suhteellinen osuus QPR:n liikevaihdosta on ollut melko korkea historiassa, mutta tämä selittyy näkemyksemme mukaan enemmänkin yhtiön pienellä kokoluokalla kuin merkittäväillä panostuksilla tuotekehitykseen. Kokonaisuutena QPR:n tuoteportfolio on jo kypsässä elinkaaren vaiheessa, mikä selittää pientä kehitystarvetta.

Prosessilouhinnan puolella näkisimme kehityspanostusten kasvattamisen tervetulleena, sillä nopeasti kehittyvästä markkinasta on tavoittelemassa omaa osuuttaan myös monia huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja kilpailijoita. Käsityksemme mukaan QPR pyrkii tulevana vuosina erikoistumaan prosessilouhinnassa tiettyihin erityisalueisiin, mikä oletettavasti vaatii kehityspanostusten lisäämistä. Yleisesti prosessilouhintateknologia on käsityksemme mukaan pidetty ajantasaisena, eikä olennaista teknologiavelkaa ole päässyt kertymään.

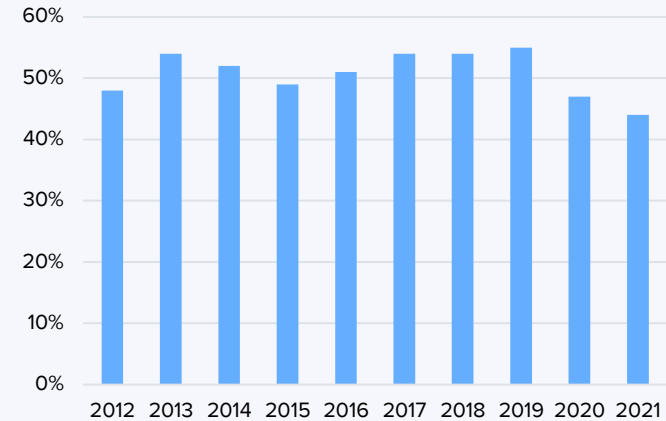
## Myynti- markkinointi- ja jakelukanavat

Kotimarkkinallaan Suomessa QPR myy ja toimittaa ohjelmistoja ja konsultointipalveluita pääosin suoraan asiakkaille. Kansainvälisillä markkinoilla ohjelmistoja myydään suoramyyntin lisäksi jälleenmyyntiverkoston kautta. Uuden strategian mukaan yhtiö panostaa enemmän strategisiin kumppaneihin kuin laajaan joukkoon pieniä jälleenmyyjiä. Jälleenmyyntiverkostossa merkittävin tuote historiallisesti on ollut suorituskykyjohtamisen ohjelmisto QPR Metrics. Myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli viime vuoden lopussa 16 henkilöä.

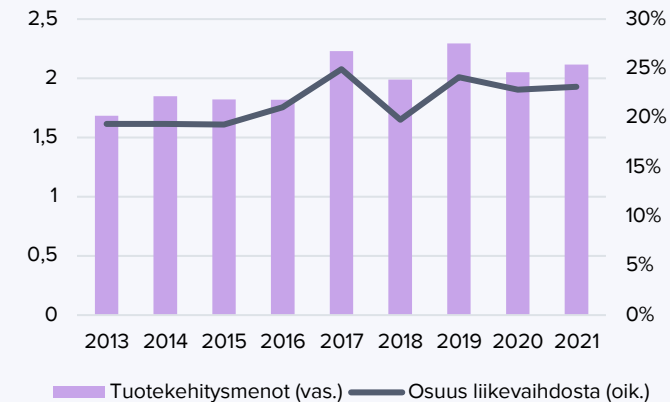
QPR ei ole julkaissut suoramyyntin ja jakeluverkostonsa liikevaihdon osuuksia vuoden 2014 jälkeen, jolloin jälleenmyynti vastasi 35 % liikevaihdosta ja 65 % oli suoramyyntiä. Yhtiön strategisena pyrkimyksenä on ollut jälleenmyyntiverkoston kasvattaminen, mutta historiallisesti vaisusta liikevaihdon kehityksestä päätellen tulokset ovat olleet tällä saralla laihoja. Pienelle yhtiölle oikeiden partnereiden löytäminen olisi kriittistä myyntin skaalautuvuuden saavuttamiseksi. Kumppanikanavan kehittäminen lähivuosina onkin yksi keskeisimpiä asioita QPR:n kasvutavoitteiden saavuttamiseksi.

Arviomme mukaan tällä hetkellä valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee suoramyyntin kautta. Suoramyyntin panostuksia QPR kohdistaa erityisesti Suomen, Ranskan ja Iso-Britannian markkinoille. Voimakkaamman kasvun saavuttamiseksi QPR:n täytyy näkemyksemme mukaan rekrytoida lisää myyjiä erityisesti kansainvälisille markkinoille. Lisäksi lähivuosina nykyisestä myyntitiimistä täytyy saada lisää tehoja irti.

### Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta



### Tuotekehitysmenot



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Tuotteet

QPR:n ohjelmistot on suunnattu suurille julkisen ja yksityisen sektorin organisaatioille liiketoiminnan kehittämiseen ja tehostamiseen. Uudessa strategiassaan QPR panostaa erityisesti prosessilouhintaan ja muiden tuotteiden tehtävänä on ensisijaisesti tarjota hyvää ja tasaista kassavirtaa kasvupanostusten rahoittamiseen. Yleisesti QPR tarjoaa asiakkailleen hyvin standardoituja ohjelmistoratkaisuja, eikä toimitusten yhteydessä tehdä juurikaan räätälöintiä. Suurten asiakkaiden toiveiden mukaisesti voidaan kuitenkin tehdä tiettyä konfigurointia/parametroitua toimitusten yhteydessä laskutettavana konsulttityönä. Lisäksi Lähi-Idän QPR Metrics -ratkaisun toimitukset ovat usein asiakaskohtaisia ratkaisutoteutuksia

**QPR ProcessAnalyzer** on vuonna 2011 julkaistu prosessilouhintaohjelmisto, joka hyödyntää QPR:n patentoitua prosessilouhintateknologiaa. Teknologialle on myönnetty USA:ssa vuosina 2015-2016 kaksi patenttia. Prosessilouhinnassa tekoälyä ja koneoppimisen algoritmeja hyödyntäen organisaation tietojärjestelmistä (esim. ERP ja CRM) saadaan nopeasti kuvattua prosessit niin kuin ne ovat todellisuudessa toteutuneet. Näin ohjelmiston käyttäjä saa nopeasti tarkemman näkymän prosesseihinsa, josta voidaan tunnistaa niiden pullonkaulat ja keinot niiden optimointiin. QPR ProcessAnalyzer on avainasemassa QPR:n kasvustrategiassa, sillä prosessilouhinnan markkina on viime vuosina siirtynyt voimakkaan kasvun vaiheeseen ja sen odotetaan kasvavan voimakkaasti tällä vuosikymmenellä.

Prosessilouhinnassa ydinkohderyhmää ovat liikevaihdoltaan miljardiluokassa olevat yhtiöt. Tyypillisiä asiakastoimialoja ovat valmistava teollisuus, pankit ja vakuuslaitokset, raskas prosessiteollisuus (esim. metsä) sekä teleoperaattorit. Tällöin liiketoiminnan volyymit ja prosessit ovat siinä mittaluokassa, jolloin niissä riittää jatkuvaa tehostettavaa. Esimerkiksi toiminnanohjausjärjestelmien vaihdot sekä yritysostot ovat tyypillisiä hetkiä tehdä läpivalaisua yrityksen prosesseihin tehostamistarpeita silmällä pitäen. Markkinan kasvua ajaa kuitenkin erityisesti digitalisaatio ja automaation lisääntyminen sekä yritysten jatkuva toimintojen tehostamisen tarve, johon ohjelmistorobotiikka (RPA) on tuonut uusia mahdollisuuksia.

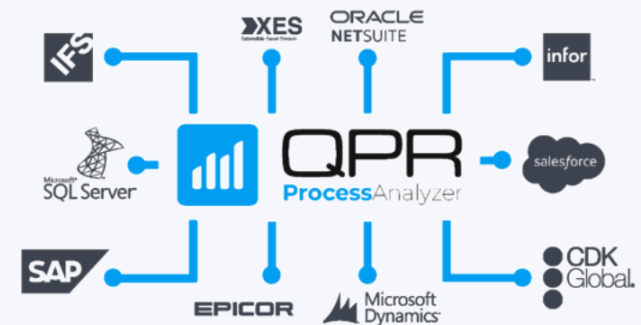
Suurten organisaatioiden ja julkishallinnon kanssa toimittaessa myyntisyklit voivat venyä paikoitellen pitkiksi, vaikka prosessilouhintaohjelmiston käyttöönotto tapahtuu lopulta vauhdilla. Alustava kuva prosesseista saadaan piirrettyä hyvin nopeasti, kun ohjelmisto kytketään kiinni yrityksen datalähteisiin. Tästä menee tyypillisesti muutamia viikkoja, kun prosessilouhinnalla mallinnettu kuva alkaa olla valmis ja laadukas. Tämän jälkeen asiakas pystyy alkaa pureutumaan prosessien juurisyihin ja aloittaa toimet niiden tehostamiseksi.

Käsityksemme mukaan tyypilliset prosessilouhinnan SaaS-kaupat tuovat vuositasona noin 50 TEUR liikevaihtoa. Tuotteen hinnoittelu perustuu käyttäjäkohtaiseen hinnoitteluun. Isoissa asiakkuuksissa on myös laajentumispotentialia, sillä yleensä prosessilouhinta aloitetaan yhdellä prosessilla, jonka jälkeen sitä sovelletaan organisaation muille alueille.

## Valittuja asiakasreferenssejä:



## Esimerkkejä QPR ProcessAnalyzer liitäntäohjelmistoista:



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Arviomme mukaan tällä hetkellä jo enemmistö QPR:n SaaS-tuotoista (2021: 1,3 MEUR) tulee prosessilouhinnasta. Tuotetta on myyty jonkin verran myös lisenssimallilla, mutta jatkossa ensisijainen fokus on jatkuvan SaaS-liikevaihdon kasvattamisessa.

**QPR EnterpriseArchitect** on vuonna 2011 lanseerattu kokonaisarkkitehtuurin hallintaan ja toiminnan kehittämiseen suunnattu ohjelmisto. Tuotteen avulla voidaan suunnitella, analysoida ja optimoida organisaation muutokseen vaadittavia toimenpiteitä. Ohjelmistolla voidaan erityisesti suunnitella uusia palvelukonsepteja ja liiketoimintamalleja valmiilla mallipohjilla.

**QPR ProcessDesigner** on prosessijohtamiseen tarkoitettu prosessien suunnittelu- ja mallinnusohjelmisto. Tuote tarjoaa organisaatiolle tehokkaan ratkaisun prosessien kuvaamiseen, analysointiin, viestimiseen ja kehittämiseen. Ohjelmiston alkuperäinen versio lanseerattiin jo 1990-luvun lopussa, mutta kypsästä vaiheesta huolimatta tuote on edelleen tärkeä osa QPR:n kokonaisratkaisua ja tuotevalikoimaa.

**QPR BusinessPortalin** avulla käyttäjä voi visualisoida liiketoimintaprosessejaan, IT-järjestelmiään sekä kokonaisarkkitehtuurin mallinnuksiaan. Ohjelmiston tarkoitus on viestiä kokonaisarkkitehtien ja prosessimallintajien luoma sisältö helpossa ja ymmärrettävässä muodossa kaikille sidosryhmille. Tuote lanseerattiin vuonna 2021 täydentämään QPR:n prosessimallinnuksen ohjelmistotarjoomaa.

**QPR Metrics** on suorituskyvyn mittaamiseen

erikoistunut ohjelmisto. Tuotetta käytetään strategian toimeenpanoon, operatiivisen ja henkilöstön suorituskyvyn johtamiseen, riskien hallintaan sekä projektisalkun hallintaan. Ohjelmiston avulla saadaan luotua koko organisaation kattava tulosjohtamisen järjestelmä suorituskykymittaristoinen ja tuloskortteineen. Ohjelmisto on lanseerattu jo 1990-luvun lopussa, mutta on edelleen tärkeä osa QPR:n kokonaisratkaisua. Tuote on erityisen tärkeä Lähi-Idän markkinalla, missä esimerkiksi Arabiemiraateissa julkishallinto on tuotteen iso asiakas. Lähi-Idässä tuotetta tarjotaan pääasiassa jälleenmyyjäkumppanien kautta, mutta markkinaan on myös QPR:n oma toimitustiimi. QPR pyrkii tulevana vuosina saamaan myös prosessilouhintaratkaisunsa tähän erikoismarkkinaan kumppaniverkostonsa kautta.

**QPR Arkkitehtuuripankki** on Suomen julkisen sektorin organisaatioille yhteiskäyttöön suunniteltu paketti QPR:n ohjelmistoista. Palvelu sisältää muun muassa QPR EnterpriseArchitectin sekä QPR Metricsin ja se toimitetaan pilvipalveluna.

## Konsultointi

Ohjelmistojen lisäksi QPR toimii toiminnankehityksen sekä digitalisointi- ja muutosjohtamisen konsulttina. Konsultointipalvelut ovat rakentuneet yhtiön kehittämien ohjelmistotuotteiden ympärille täydentämään palvelukokonaisuutta. Siten ohjelmistotoimitusten yhteydessä QPR tyypillisesti myy asiakkailleen myös konsultointipalveluita. Konsultointi pitää sisällään myös ohjelmistojen käyttöönotot, joiden

arvioimme vastaavan karkeasti noin puolta konsultointiin liikevaihdosta.

Kokonaisuudessaan konsultointi vastasi 42 % QPR:n liikevaihdosta vuonna 2021. Konsultoinnissa QPR toimii pääosin kotimarkkinallaan Suomessa ja palveluita myydään suoraan asiakkaille. Suomessa konsultointiliikevaihdosta suurin osa tulee julkisen sektorin toimijoilta. Nykyisellä painoarvolla konsultointi tuo QPR:n liiketoimintaan tiettyä kausiluonteisuutta, sillä erityisesti Q3:lla kesälomakausi näkyy matalampina laskutettavina tunteina liikevaihdossa.

# QPR:n tuotteet

Tuote	Kuvaus	Kehitysvaihe	Paino liiketoiminnassa*	Lähivuosien kasvunäkymä	Rooli strategiassa
<b>QPR BusinessPortal</b>	Liiketoimintaprosessien, IT-järjestelmien ja kokonaisarkkitehtuurin mallinnuksen visualisointi	Hiljattain julkaistu	Pieni	Kasvava	Pieni
<b>QPR EnterpriseArchitect</b>	Kokonaisarkkitehtuurin mallinnukseen ja hallintaan suunniteltu työkalu	Kypsä	Suuri	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa
<b>QPR ProcessDesigner</b>	Prosessijohtamiseen tarkoitettu prosessien suunnittelu ja mallinnusohjelmisto	Kypsä	Melko suuri	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa
<b>QPR ProcessAnalyzer</b>	Prosessilouhintaohjelmisto, jolla saadaan nopeasti tarkka näkymä prosesseihin niiden tehostamista varten	Suurimmat tuotekehitys-panostukset kohdistuvat tänne	Suuri	Erittäin vahvasti kasvava	Kriittinen
<b>QPR Metrics</b>	Suorituskyvyn mittaamisen ohjelmisto strategian toimeenpanoon ja operatiiviseen johtamiseen	Kypsä	Suuri, tärkeä etenkin jälleenmyyntikanavassa	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa
<b>QPR Arkkitehtuuripankki</b>	Yhdistetty paketti QPR:n ohjelmistoja Suomen julkiselle sektorille	Kypsä	-	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa

# Sijoitusprofiili

## Kasvua tavoitteleva käännehyhtiö

Pitkän alisuorittamisen kauden jälkeen muutoksen tuulet ovat puhaltaneet QPR:ssä. Muutokset omistajapohjassa, hallituksessa, johdossa sekä organisaatorakenteessa kertovat siitä, että pöytä on todellakin putsattu ja perusta käännetarinalle on nyt kunnossa. Uudessa strategiassaan QPR tähtää vahvaan SaaS-liiketoiminnan kansainväliseen kasvuun nopeasti kasvavilla prosessilouhinnan markkinoilla. Strategian onnistuessa QPR:n liikevaihdosta vuonna 2026 jo merkittävä osa muodostuisi jatkuvista SaaS-tuotoista. Tämä toisi huomattavaa ennustettavuutta yhtiön liiketoimintaan, tukisi kannattavuuden kehitystä ja heijastuisi todennäköisesti myös osakkeen hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Lähivuosina kasvun tavoittelu rasittaa kuitenkin vielä yhtiön kannattavuutta. Siten yhtiön omistajilta vaaditaan vielä kärsivällisyyttä ennen uuden strategian hedelmien kypsymistä.

## Potentiaali ja arvoajurit

**Kasvu nykyisillä ohjelmistoilla etenkin prosessilouhintamarkkinalla:** SaaS-liiketoiminnan kasvu prosessilouhinnassa on näkemyksemme mukaan osakkeen keskeisin arvoajuri.

## Voimakkaasti kasvava markkina:

Prosessilouhintamarkkina on viime vuosina siirtynyt orastavasta kasvusta voimakkaan kasvun vaiheeseen. Arvioista riippuen markkinan odotetaan kasvavan jopa 40-50 %:n vuosivauhtia, mikä antaa selkeää myötätuulta QPR:lle kasvun tavoittelussa.

**Skaalautuva kulurakenne:** Merkittävä osa QPR:n kuluista on kiinteitä ja bruttokatteet ovat yhtiöllä korkeita. Siten kannattavuudessa on selkeää

skaalautumispotentiaalia liikevaihdon kasvaessa.

**Jatkuvat tuotot:** Noin puolet QPR:n liikevaihdosta on jatkuvaluontoista, mikä tarjoaa tasaista ja ennustettavaa kassavirtaa. SaaS-liiketoiminnan kasvun myötä myös jatkuvien tuottojen osuus kasvaa entisestään.

## Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen:

Jälleenmyyjäverkoston onnistunut laajentaminen ja oikeiden kumppaneiden löytäminen toisi myyntiin skaalautuvuutta ja kiihdyttäisi kasvua.

**Potentiaalinen yritysostokohde:** Näemme QPR:n pitkällä aikavälillä potentiaalisena yritysostokohteena alan konsolidaation edetessä. Pienestä koostaan huolimatta QPR:n kilpailukykyinen prosessilouhintateknologia voisi kiinnostaa omia portfolioitaan uusille alueille laajentavia isompia ohjelmistotaloja.

## Keskeiset riskit

### Pieni koko ja rajalliset resurssit suhteessa

**kilpailijoihin:** QPR on kokoluokaltaan pieni yhtiö globaaleilla yritysohjelmistojen markkinoilla. QPR:n mahdollisuudet investoida tuotekehitykseen ja myyntiin ovat selvästi suurempia kilpailijoita rajallisemmat.

**Vanhojen tuotteiden liikevaihdon lasku:** QPR:n tuoteportfoliossa on jo hyvin kypsässä vaiheessa olevia tuotteita. Näemme riskinä, että vanhojen tuotteiden liikevaihdon kääntyminen laskuun voi tulevina vuosina jarruttaa yhtiön kokonaiskasvua.

### Uuden strategian toimivuus on vielä

**todistamatta:** QPR:n kasvu lepää pitkälti prosessilouhinnassa QPR ProcessAnalyzer -tuotteen harteilla. Isossa kuvassa SaaS-liiketoiminnan kasvattaminen on vielä hyvin

alkuvaiheessa ja näkyvyys tulevaan kehitykseen on rajallinen.

### Haasteet jakelukanavan kehittämisessä:

Jakelukanavan laajentaminen on avainasemassa QPR:n kansainvälisessä kasvussa. Aiemmin yhtiö ei kuitenkaan ole onnistunut merkittävästi kehittämään jakelukanavaansa, mistä historiallisesti heikko kasvu osaltaan kertoo.

### Lähivuosien kannattavuus jää vielä heikolle

**tasolle:** QPR tavoittelee strategiassaan positiivista liiketulosta vuoteen 2024 mennessä. Siten lähivuosina kasvupanostusten kiihdyttäminen rasittaa yhtiön kannattavuutta. Viime vuosina yhtiön kulurakenne on ollut jo liian raskas nykyiseen liikevaihtokuormaan nähden ja tulos on ollut tappiolla. Yhtiön kannattavuus paranee kuitenkin kestävästi vain korkeiden bruttomarginaalien ohjelmistoliiketoiminnan kasvun kautta. Siten kasvuinvestointien lisääminen on ainoa kestävä tie liiketoiminnan pitkän aikavälin näkymien kannalta.

**Osakeannin aiheuttama diluutio:** QPR:n nykyinen kassatilanne ei ole riittävä strategian vaatimien panostusten tekemiseen, jonka vuoksi yhtiö suunnittelee keräävänsä pääomia osakeannilla. Anti tulee aiheuttamaan diluutiota yhtiön osakemäärään, mutta on välttämätön toimenpide strategian toteuttamisen kannalta.

**Avainhenkilöriskit:** QPR:n henkilöstömäärä on pieni, joten liiketoiminnan kehittyminen on jossain määrin riippuvainen avainhenkilöiden sitoutumisesta yhtiöön. Vaihtuvuus henkilöstössä voisi aiheuttaa väliaikaista häiriötä kasvustrategian toteuttamiseen.

# Sijoitusprofiili

1.

**Käänneyhtiö muuntautumassa kasvuyhtiöksi**

2.

**Suuri kasvupotentiaali prosessilouhintamarkkinassa**

3.

**Prosessilouhintateknologia kilpailukykyistä, mutta kaupallistaminen ollut haasteena**

4.

**Kasvustrategian toteuttaminen vaatii vielä pääomien keräämistä osakeannilla**

5.

**Skaalautuva ja osittain jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoimintamalli**

## Potentiaali



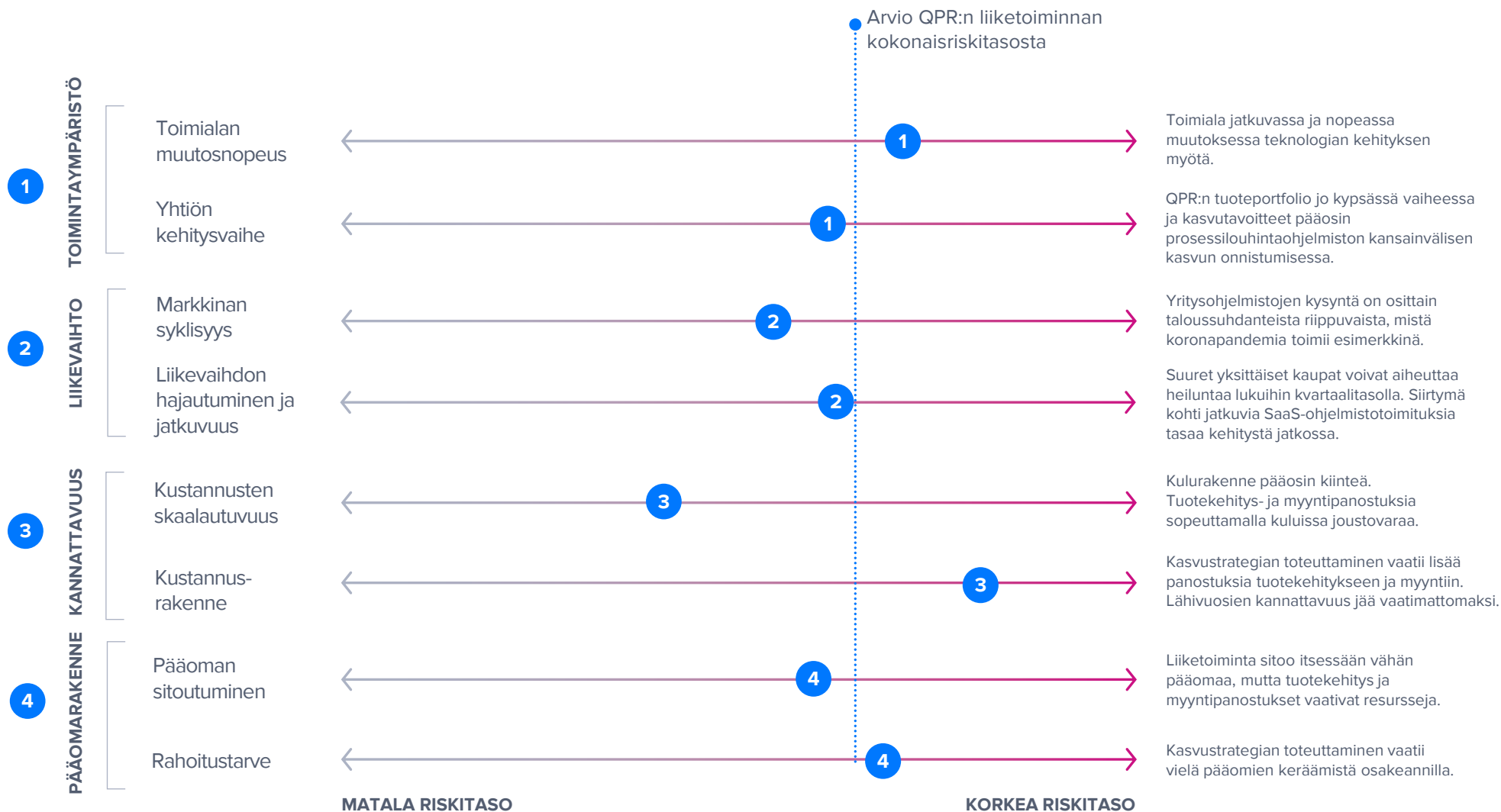
- Kasvu nykyisillä ohjelmistoilla etenkin prosessilouhintamarkkinalla
- Kannattavuudessa skaalautumispotentiaalia SaaS-tuottojen kasvaessa
- Prosessilouhintamarkkinan vahvat kasvunäkymät
- Jälleenmyyjäkanavan onnistunut kehittäminen kansainvälisen myynnin ajuri
- Pitkällä aikavälillä potentiaalinen yritysostokohde

## Riskit



- Kova globaali kilpailu organisaatioiden toiminnan kehityksen ohjelmistoissa ja palveluissa
- Lähivuosina kasvatettavat investoinnit myyntiin ja tuotekehitykseen rasittavat kannattavuutta
- Kilpailijoiden huomattavasti suuremmat resurssit
- Liikevaihdon lasku vanhoilla kypsillä tuotealueilla
- Teknologia- ja avainhenkilöriskit

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Markkinat 1/2

## Yleiskuvaus

QPR toimii toiminnan kehittämisen ohjelmisto- ja konsultointimarkkinoilla. Tarkemmin, QPR:n ohjelmistot toimivat prosessilouhinnan, prosessien ja kokonaisarkkitehtuurin suunnittelu- ja mallintamismarkkinalla sekä suorituskykyjohtamisen markkinalla. Markkinat ovat kypsyyssasteeltaan hyvinkin eri vaiheessa, joista erottuu erityisesti nopeasti kasvava ja vielä elinkaarensa alkuvaiheessa oleva prosessilouhintamarkkina. QPR:n konsultointi toimii pääosin Suomessa organisaatioiden toiminnankehityksen markkinalla. Kokonaisuutena QPR:n kohdemarkkinat ovat globaalisti suuria, eikä markkinan absoluuttinen koko toimi yhtiölle kasvun rajoitteena.

## Prosessilouhintamarkkina

QPR on ollut vuonna 2011 lanseeratulla QPR ProcessAnalyzerilla hyvin eturintamassa ennakoimassa prosessilouhintamarkkinan (process mining) kehittymistä. Markkinan houkutteleva kasvupotentiaali on nimittäin alkanut realisoitua vasta aivan viime vuosina, mutta isossa kuvassa markkina on edelleen elinkaarensa alkuvaiheessa. Lähivuosina QPR:n on kriittistä onnistua kasvupanostuksissaan, sillä nopeasti kasvavalla markkinalla osuuksia jaetaan nyt.

Fortune Business Insightin arvion mukaan markkinan globaali koko vuonna 2021 oli reilu 600 miljoonaa dollaria ja sen odotetaan kasvavan jopa noin 50 % vuotuista vauhtia vuosien 2021-2028 aikana. Myös Gartnerin arviot markkinasta ovat samansuuntaisia. Gartner odottaa prosessilouhintamarkkinan kasvavan vuonna 2022 40-50 % ja markkinan koon ylittävän miljardi

dollaria. Etenkin pilvipohjaisten ohjelmistojen odotetaan kasvavan erittäin nopeasti. Prosessilouhintaohjelmistojen suurimpia loppukäyttäjiä ovat pankit, teollisuus, IT-yhtiöt sekä teleoperaattorit.

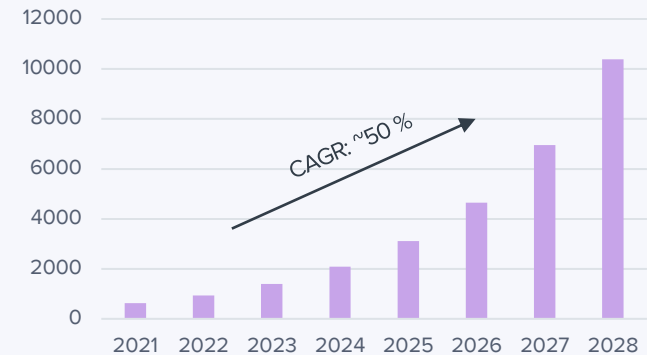
Prosessilouhintamarkkinan kasvua ajaa etenkin digitalisaatio ja automaation lisääntyminen sekä yritysten jatkuva toimintojen tehostamisen tarve. Ohjelmistorobotiikan (RPA) yleistymisen kasvattaa myös kysyntää prosessilouhinnalle, sillä se tarjoaa aiempaa paremmat työkalut prosessien pullonkaulojen tehostamiselle. Lisäksi tekoälyn hyödyntäminen mahdollistaa suurempien datamassojen käsittelyn tehokkaasti, mikä tekee prosessilouhinnasta aiempaa tehokkaampaa.

## Prosessien ja kokonaisarkkitehtuurin suunnittelu- ja mallintamismarkkina

QPR EnterpriseArchitect ja QPR ProcessDesigner ovat osa kokonaisarkkitehtuurin (Enterprise Architecture, EA) ja liiketoimintaprosessien analysoinnin ja kehittämisen markkinoita (Enterprise Business Process Analysis, EBPA). Markkinat ovat kypsässä vaiheessa ja niiden kasvu on maltillista. QPR on eri lähteisiin pohjautuen arvioinut näiden ohjelmistomarkkinoiden koon olevan noin 500 MEUR vuodessa. Markkinan odotetaan kasvavan lähivuosina vakaasti noin 4-5 %:n vauhdilla.

Näiden ohjelmistojen loppukäyttäjiä ovat isojen, tyypillisesti yli 500 hengen, organisaatioiden kokonaisarkkitehtuurista vastaavat henkilöt (esim. CIO), sessianalytikit, liiketoiminta-analytikit ja liiketoimintajohtajat. Perusajatuksena on hahmottaa organisaatioiden prosesseja ja liiketoimintamalleja kokonaisuutena.

## Prosessilouhintamarkkina (MUSD)





# Markkinat 2/2

Ohjelmistoilla muun muassa kuvataan ja muokataan organisaatioiden ja prosessien arkkitehtuuria, suunnitellaan ja mitataan prosesseja sekä mallinnetaan nyky- ja tavoitetilaa muutostilanteissa.

## Suorituskykyjohtamisen markkina

Suorituskykyjohtamisen markkina (Enterprise Performance Management, EPM) on niin ikään kypsässä vaiheessa oleva markkina ja sen kooksi on arvioitu noin 300 MEUR. Tällä markkinalla QPR toimii QPR Metrics -tuotteellaan. Organisaatioiden jatkuva tarve lisätä operatiivista tehokkuuttaan optimoimalla prosessejaan ajaa markkinan kysyntää. Datan määrän kasvu kaikissa organisaatioiden toiminnoissa mahdollistaa jatkuvasti uusien suorituskykyindikaattorien mittaamisen ja niiden käyttämisen yritysten tehdessä strategisia päätöksiä. Kaiken kaikkiaan markkinan kysyntänäköymät ovat vakaat.

## Konsultointi

Konsultointipalvelujaan QPR tarjoaa lähinnä Suomessa. Relevantti kohdemarkkina on tällöin organisaatioiden toiminnan kehittämisen markkina. QPR:n karkean arvion mukaan tämän markkinan koko Suomessa on noin 70 MEUR. Arviomme mukaan QPR:n konsultointipalveluiden kysyntänäköymät ovat isossa kuvassa vakaat, sillä ne ovat pitkälti sidoksissa ohjelmistotoimituksiin. Julkinen sektori tarjoaisi käsityksemme mukaan kasvumahdollisuuksia, mutta kireä osaajakilpailu toimii osaltaan kasvun pullonkaulana.

# Markkinat yhteenveto

Markkina	Koko ja kasvu	QPR:n tuotteet
Prosessilouhinta	>500 MEUR Erittäin nopea kasvu	QPR ProcessAnalyzer
Prosessien ja kokonais- arkkitehtuurin suunnittelu- ja mallintamismarkkina	500 MEUR Vakaa kasvu	QPR EnterpriseArchitect QPR ProcessDesigner QPR BusinessPortal
Suorituskykyjohtamisen markkina	300 MEUR Vakaa kasvu	QPR Metrics
Konsultointi	70 MEUR Vakaa kasvu	

# Kilpailu 1/2

## Markkinalla useita kilpailijoita

Globaalisti prosessien ja kokonaisarkkitehtuurin mallinnusohjelmistoissa sekä prosessilouhinnassa QPR:lla on vastassaan suuria IT-alan yrityksiä sekä pienempiä erikoistuneita ohjelmistotoimittajia. Kokonaisuutena kilpailukenttä on hajanainen ja monilla kilpailijoilla edellä mainitut ohjelmistot ja niihin liittyvä konsultointi muodostavat vain pienen osan liikevaihdosta.

Prosessilouhinnassa Gartner on tunnistanut markkinalta yli 40 toimijaa, mutta suurimmat 20 muodostavat arviolta yli 90 % markkinasta. Prosessilouhinnassa suurimpia QPR:n globaaleja kilpailijoita ovat esimerkiksi Celonis, Software AG, UiPath sekä Signavio, jonka SAP osti vuonna 2021 noin 1,1 miljardin dollarin kauppahinnalla. Erityisen vahva kilpailija Euroopassa on Celonis, joka keräsi kesällä 2021 rahoituskierroksellaan peräti miljardi dollaria kasvurahaa kovalla 11 miljardin dollarin valuaatiolla. Celonis on omien sanojensa mukaan markkinajohtaja prosessilouhintaohjelmistoissa kaikissa asiakasvertikaaleissa ja vuonna 2020 yhtiöllä oli yli 60 %:n markkinaosuus. Muita prosessilouhintaan erikoistuneita ohjelmistotoimittajia on listattu sivun 20 kuvioissa.

Myös kokonaisarkkitehtuurin mallinnus ja suunnitteluohjelmistoissa kilpailijoita on useita. QPR:n kanssa tällä markkinalla kamppailevat esimerkiksi Software AG, Orbus Software, MEGA International, Sparx System, BiZZdesign, Planview, Erwin, LeanIX, Qualiware ja iGrafx. Joukosta Software AG on ainoa pörssiin listattu yritys.

Organisaatioiden suorituskykyjohtamisen markkinoilla kilpailu on myös kovaa. Ohjelmistoja toimittavat suuret IT-yritykset kuten IBM, Oracle ja

SAP sekä lukuisat pienemmät erikoistuneet ohjelmistotoimittajat, kuten Planful, Vena, Workday Adaptive Planning ja Solver.

Konsultoinnissa QPR:n kanssa Suomessa kilpailevat isot IT-palvelutalot (esim. Fujitsu) sekä liikkeenjohdon konsultit, kuten Accenture, Deloitte ja KPMG.

## QPR:n asema markkinoilla

QPR on ohjelmistoliiketoiminnassaan globaalissa mittakaavassa pitkälti haastajan roolissa pienen kokonsa vuoksi. Suomessa yhtiöllä on vahva asema prosessien ja kokonaisarkkitehtuurin mallinnusohjelmistoissa. Globaalisti QPR:n ohjelmistot on mainittu usein alan vertailuissa, mutta harvemmin ohjelmistot ovat aivan vertailujen kärkikastissa. Prosessilouhinnassa yhtiön ratkaisu vaikuttaa kuitenkin teknologisesti hyvin kilpailukykyiseltä, vaikka yhtiö pystyy panostamaan tuotekehitykseen huomattavasti suurempia kilpailijoitaan vähemmän. Tästä yhtenä osoituksena toimii prosessilouhintaohjelmistolle saadut patentit sekä asemointi toimialaraporttien vertailuissa. Käsityksemme mukaan yhtiö on myös tietyissä julkisissa kilpailutuksissa voittanut markkinajohtaja Celoniksen, mikä kertoo tuotteen ominaisuuksien olevan kunnossa.

QPR:n kilpailuetu syntyy pitkälti sen vahvasta erikoisosaamisesta kokonaisarkkitehtuurin ja liiketoimintaprosessien analysoinnin alueilla. Prosessilouhinnassa kilpailukykyisen teknologian lisäksi QPR:n tuote on myös hintapisteeltään kilpailukykyinen vaihtoehto. QPR:n pieni koko ja suhteellisen heikko kansainvälinen tunnettuus ovat näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisiä kilpailuhaittoja.

## QPR:n kilpailukenttä

### Erikoistuneet ohjelmistotalot



### Suuret IT-jättiläiset



### IT-palvelu- ja konsulttiyhtiöt



# Kilpailu 2/2

Tämä rajoittaa yhtiön kykyä investoida tuotekehitykseen ja myyntiin, jonka lisäksi aivan suurimmat globaalit asiakkuudet ovat liian isoja paloja purtavaksi nykyisellä organisaatiolla. Yhtiön pieni koko ja rajalliset resurssit on historiassa näkynyt esimerkiksi haasteina jakelukanavan kehittämisessä ulkomaille. Jakelukanavien rooli kilpailussa on merkittävässä roolissa, sillä ilman toimivia jakelukanavia tuoteliiketoimintaan on vaikea saada volyyminä ja sitä kautta skaalautuvuutta. Tämä on yksi keskeisimpiä kehittämiskohteita QPR:n strategiassa tulevina vuosina.

## Toimiala konsolidoituu

QPR:n toimialalla on nähty vuosien varrella lukuisia yritysjärjestelyjä, mutta markkinoilla on yhä suurten toimijoiden lisäksi paljon pieniä erikoistuneita yhtiöitä. Arvioimme konsolidaation jatkuvan tulevaisuudessa ja markkinan toimijoiden lukumäärän olevan selvästi nykyistä pienempi vuosikymmenen lopussa.

Yleisesti yritysten toiminnan kehittämisen ohjelmistojen markkina on varsin keskittynyt suuriin toimijoihin, joilla on merkittävä markkinaosuus etenkin kokonaisarkkitehtuurin sekä suorituskykyjohtamisen markkinoilla. Tällaisia toimijoita ovat esimerkiksi Microsoft, IBM, Oracle ja Software AG. Markkinalla järjestelyjä ovat tehneet myös muun muassa pääomasijoittajataustaiset Planview, LeanIX, iGrafx ja TIBCO. Konsolidaatiota yritysten toiminnan kehittämisen markkinoilla ajaa etenkin yhtiöiden pyrkimykset tuote- ja teknologiaportfolion täydentämiseen, tarve tuotetarjoaman integrointiin yli tuotealuerajojen sekä pienten ja keskisuurten toimijoiden kasvutilan loppuminen.

Prosessilouhintamarkkinan viime vuosien nopea kasvu on herättänyt myös suurten toimijoiden kiinnostuksen markkinaa kohtaan, mistä esimerkkinä toimivat IBM:n myInvenio-yritysosto ja SAP:in Signavio-kauppa. Suurten toimijoiden tulo markkinaan osaltaan lisää prosessilouhinnan tunnettuutta suurissa organisaatioissa ja sitä kautta luo entisestään myötätuulta markkinalle. Prosessilouhintaan erikoistuneista ohjelmistotoimittajista markkinajohtaja Celonis on viime vuosina tehnyt kaksi teknologiavetoista yritysostoa. Robottiprosessiautomaatioon (RPA) keskittynyt ja USA:n pörssiin listattu UiPath laajeni myös prosessilouhintaan vuoden 2019 ProcessGold-yritysostollaan ja on tämän jälkeen noussut nopeasti tuotealueen kärkipelureiden joukkoon.

## QPR on pitkällä aikavälillä potentiaalinen ostokohde

Näemme QPR:n pitkällä aikavälillä potentiaalisena yritysostokohteena alan konsolidaation edetessä. Pienestä koostaan huolimatta yhtiön omille erikoisalueille kehitetty ohjelmistotarjooma voisi kiinnostaa omia portfolioitaan uusille alueille laajentavia isoja ohjelmistotaloja. Erityisesti QPR:n prosessilouhintaohjelmisto voisi sopia hyvin yhteen jonkin RPA-toimijan kanssa samaan tyyliin kuin UiPathin ProcessGold-järjestelyssä. Isomman toimijan alla QPR:n tuotteet saisivat valmiit jakelukanavat kansainvälisesti, mikä on historiassa ollut yhtiön haasteena. QPR:n kymmenen suurinta omistajaa omistaa lähes 70 % yhtiöstä, joten riittävän korkean tarjouksen edessä sen läpimeno olisi hyvät edellytykset.

## Toimialan yrityskauppoja

Aika	Kohde	Ostaja	EV (MUSD)
1/2022	Logpickr	iGrafx	-
10/2021	Lenses.io	Celonis	-
8/2021	Lana Labs	Appian	35
4/2021	myInvenio	IBM	-
1/2021	Signavio	SAP	1150
2/2021	Changepoint	Planview	-
2/2021	Clarizen	Planview	-
10/2020	Integromat	Celonis	108
7/2020	Aptage	Planview	-
10/2019	ProcessGold	UiPath	-
12/2018	Spigit	Planview	-
6/2018	Trendminer NV	Software AG	-
12/2017	LeanKit	Planview	-

# Kilpailukenttä

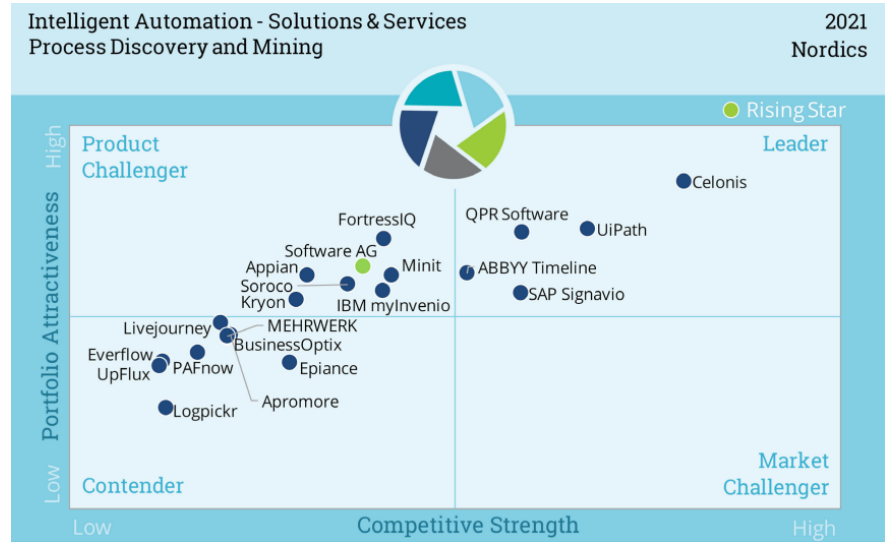
## Kokonaisarkkitehtuurin hallinta

Figure 1: Magic Quadrant for Enterprise Architecture Tools



Lähde: Gartner (9/2021)

## Prosessilouhinta



Lähteet: ISG Research ja Everest Group

# Strategia

## Tavoitteena vahvaa SaaS-kasvua prosessilouhintamarkkinoilla

QPR:n liiketoiminnan kehitys on ollut viime vuosina numeroiden valossa heikkoa, eikä yhtiö ole päässyt kasvuun kiinni huolimatta vahvaan kasvuun lähteneestä prosessilouhintamarkkinasta. Haastavien vuosien jälkeen yhtiössä on kuitenkin tehty viimeisen vuoden aikana runsaasti uudistuksia, jotka tarjoavat hyvän perustan kasvukäänteelle. Uusiksi ovat menneet niin hallitus, johtoryhmä, organisaatorakenne kuin myös strategia.

Uuden, vuosille 2022-2026 laaditun strategian keskiössä on kansainvälisen kasvun tavoittelu prosessilouhinnan SaaS-ratkaisuilla. Markkina kasvaa tällä alueella nyt nopeasti ja QPR aikoo lisätä myynti- ja markkinointipanostuksiaan erityisesti Pohjois- ja Keski-Euroopassa sekä Isossa-Britanniassa. QPR pyrkii myös hyödyntämään entuudestaan QPR Metrics -tuotteella saavutettua vahvaa asemaansa Lähi-idässä laajentamalla alueellista prosessilouhintaohjelmistojensa tarjontaa.

QPR pyrkii rakentamaan uusia strategisia kumppanuuksia ja ekosysteemejä saavuttaakseen skaalautuvan go-to-market-mallin. Näin yhtiö pyrkii laajentamaan omaa tarjoamaansa ja parantaakseen asiakkailleen tuotettavaa arvoa yhdessä teknologia- ja implementointikumppanien kanssa. Yhtiö pyrkii kehittämään prosessilouhintatarjoamaansa asiakkaidensa ja markkinoiden näkemysten perusteella erityisesti lisäämällä tekoäly-, koneoppimis- ja tehtävien louhintaominaisuuksia (task mining).

QPR pyrkii uudella Data-to-Value-konseptilla

siirtymään yleisistä ja yksittäisistä tuote- ja palvelustrategioista kohti yhtä fokuusitua tarjoamaa. Prosessilouhinnassa yhtiö pyrkii tunnistamaan muutaman niche-alueen, joihin erikoistuminen tarjoaa yhtiölle kilpailuetua ja kuitenkin riittävää kasvupotentiaalia. Tässä onnistumisessa keskeistä on löytää oikeat jakelukumppanit myynnin skaalaamiseksi.

QPR näkee konsultoinnin olevan jatkossakin olennainen osa yhtiön tarjontaa ja yhtiö pyrkii siirtymään jatkossa entistä enemmän työkaluriippumattomaan konsultointiin.

## Taloudelliset tavoitteet

QPR tavoittelee yli 30 %:n vuotuista SaaS-liikevaihdon kasvua strategiakauden (2022-2026) aikana. Kasvua haetaan erityisesti prosessilouhinnasta, missä QPR tavoittelee vuotuisten SaaS-tuottojen kaksinkertaistamista seuraavan kahden vuoden aikana. Kokonaisuudessaan yhtiö pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan korkealla yksinumeroisella prosenttiosuudella strategiakauden aikana. Kokonaisliikevaihdon kasvua rajoittaa konsultoinnin suuri osuus, jossa yhtiö pyrkii kasvamaan "tasaisesti" koko strategiakauden ajan. Lisäksi lisenssimyynnin ja ylläpitotuottojen tavoiteltu siirtymä SaaS-laskutukseksi kiihdyttää SaaS-kasvua, mutta ei juurikaan kokonaiskasvua.

QPR ei ole erikseen julkaissut prosessilouhintaohjelmistonsa SaaS-tuottoja, joten lähtötaso tämän osalta ei ole tiedossa. Käsitksemme mukaan vuoden 2021 SaaS-liikevaihdosta (1,3 MEUR) valtaosa tuli kuitenkin prosessilouhinnasta. Matala lähtötaso, nopeasti kasvava markkina sekä samaan aikaan käynnissä

oleva lisenssimyynnin SaaS-transformaatio antavat hyvät lähtökohdat voimakkaalle SaaS-kasvulle strategiakaudella. Siten pidämme tavoiteltua yli 30 %:n kasvua realistisena saavutttua.

Nopeasti kasvavilla markkinoilla toimivalle ohjelmistoyhtiölle korkean yksinumeroisen kokonaiskasvun tavoittelu näyttää melko vaatimattomalta, kun huomioidaan liiketoiminnan pieni kokoluokka. Tavoitteen toteutuessa QPR:n liikevaihto olisi vuonna 2026 noin 14-15 MEUR:n paikkeilla, joten absoluuttisesti mitattuna yhtiön kokoluokka olisi tuolloin edelleen pieni. Tältä pohjalta katsottuna arvioimme yhtiön halunneen asettaa nyt strategiakauden tavoitteet konservatiivisesti, sillä historiassa kovemmat kasvutavoitteet ovat jääneet vain haaveeksi. Siten hyvässä skenaariossa strategian vahvalla toteutuksella kasvu voisi olla myös nyt annettuja tavoitteita vahvempaa.

Kannattavuuden osalta QPR tavoittelee koko strategiakauden ajan positiivista käyttökatetta alkuvaiheen kasvuinvestointien jälkeen. Positiivista liiketulosta yhtiö tavoittelee vuoden 2024 loppuun mennessä. Lähivuosien kasvupanostusten jälkeen kannattavuudella on hyvät edellytykset kääntyä positiiviseksi korkeakatteisen SaaS-kasvun realisoituessa. Arvioimme kuitenkin kansainvälisen kasvun vaativan tavoitteita enemmän panostuksia ja pidämme vuoden 2024 positiivista EBIT-tavoitetta hieman liian optimistisena. Vuosina 2025-2026 positiivinen liikevoitto näyttää jo huomattavasti realistisemmalta. QPR:n uusi strategia ei sisällä voitonjakopolitiikkaa, mutta odotamme yhtiön pitävän osinkohanat kiinni ja ohjaavan rajalliset resurssinsa kasvun tavoitteluun.

# Strategia

-2017

2018  
-  
2021

2022-

## Kasvutarina antaa odottaa itseään

- Strategisena tavoitteena ollut jo pidempään kansainvälinen kasvu ohjelmistoliiketoiminnassa
- Panostukset QPR ProcessAnalyzerin ja QPR EnterpriseArchitectin kehittämiseen
- Historiassa vuosittainen osingonmaksu on arviomme mukaan osaltaan jarruttanut panostuksia myyntiin ja tuotekehitykseen

## Strategian onnistumistekijät

### Toteutunut

- Yhtiö ei ole onnistunut historiassa pääsemään tavoittelemaansa 15-20 %:n vuotuiseseen kasvuun
- Markkinaosuus nopeasti kasvavalla prosessilouhintamarkkinalla jäänyt vielä pieneksi
- Ohjelmistojen kilpailukykyä ylläpidetty aktiivisella tuotekehityksellä ja asema Suomessa säilynyt hyvänä
- Muutokset omistajapohjassa, uusittu hallitus ja uusi toimitusjohtaja antavat hyvät lähtökohdat kasvukäänteelle pitkän alisuorittamisen kauden jälkeen

## Kasvu kääntyy väärään suuntaan ja kannattavuus heikkenee

- Yhtiö tavoitteli keskimäärin 15-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua erityisesti kansainvälisestä ohjelmistomyynnistä
- Kasvutavoitteeseen ei päästy yhtenäkkään vuonna, vaan ohjelmistojen liikevaihto laskussa
- Kilpailu kiristyi etenkin Suomessa vuonna 2019 ja koronapandemia vaikeutti ohjelmistomyyntiä vuosina 2020-2021
- Nousseiden kulujen ja liikevaihdon laskun myötä kannattavuus painuu tappiolle

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Tuotekehityksen resurssien lisääminen ja myyntipanostusten kasvattaminen erityisesti Pohjois- ja Keski-Euroopassa sekä Isossa-Britanniassa
- Kasvuinvestointien rahoittaminen osakeannilla
- Ohjelmistoliiketoiminnan kansainvälinen kasvu erityisesti prosessilouhinnassa
- SaaS-liiketoiminnan kasvu toisi jatkuvuutta ja ennustettavuutta liiketoimintaan
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen

## Kasvukäännettä haetaan uudella strategialla ja johdolla

- Uusi strategia tähtää prosessilouhinnan SaaS-liiketoiminnan kansainväliseen kasvuun
- Tavoitteena yli 30 %:n keskimääräinen vuotuinen kasvu SaaS-liiketoiminnassa 2022-2026
- Prosessilouhinnan vuotuisten SaaS-tuottojen kaksinkertaistaminen seuraavan kahden vuoden aikana
- Kokonaisliikevaihdon kasvu korkealla yksinumeroisella tasolla läpi strategiakauden
- Alkuvaiheen kasvuinvestointien jälkeen positiivinen positiivinen liiketulos 2024 mennessä

### Seuraavat 5 vuotta

- Tuote- ja palvelutarjoaman muokkaaminen kohti yhtä fokuoitu kokonaisratkaisua
- Skaalautuvan go-to-market-mallin rakentaminen
- Konsultoinnin tasainen kasvu
- Vanhojen tuotteiden pitäminen kassavirtamielessä elinvoimaisina
- Kyky vahvistaa tuoteportfoliota jatkuvasti markkinatrendien ja teknologian muutosten mukaisesti

# Taloudellinen tilanne

## Liikevaihdon kasvu ollut haasteena historiassa

QPR on historiassaan jo pidempään tavoitellut ohjelmistoliiketoiminnassa voimakasta kansainvälistä kasvua, mutta tähän mennessä tulokset ovat jääneet vaisuiksi. Viimeisen kymmenen vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ollut 1,8 % ja viimeisen viiden vuoden 1,1 %. Käytännössä siis liikevaihto on polkenut paikoillaan noin 9-10 MEUR:n välillä.

Ohjelmistoliiketoiminnan osuus liikevaihdosta on vaihdellut historiassa noin 60-70 %:n välillä.

Tuloskehitys on puolestaan ollut historiallisesti varsin vaihtelevaa. Viimeisen kymmenen vuoden aikana QPR on kyennyt parhaimmillaan vuonna 2014 tekemään 11,5 %:n liikevoiton, mutta kymmenen vuoden keskimääräinen kannattavuus on vain 1,8 %. Erityisesti viimeisen kolmen vuoden aikana kannattavuuskehitys on ollut heikkoa, kun liikevoitto on asteittain tippunut vuoden 2018 5,2 %:sta vuoden 2021 -13,6 %:n tasolle.

Kannattavuuden näkökulmasta suurimpana ongelmana viime vuosina on ollut etenkin ohjelmistolisenssien ja ohjelmistojen ylläpitopalveluiden liikevaihdon lasku.

Kulurakenteen ollessa enimmäkseen kiinteä, heijastuu ohjelmistoliiketoiminnan myynnin kehitys kannattavuuteen nopeasti niin ylös- kuin alaspäin. Viime vuosina koronapandemia on jarruttanut erityisesti ohjelmistojen uusmyyntiä, mutta konsultoinnissa QPR on pystynyt kasvamaan.

## Kulurakenne

Ohjelmistoyhtiöille tyypillisesti QPR:n bruttokatteet (2021: 88 %) ovat erittäin korkealla tasolla. Materiaalit ja palvelut sisältävät jälleenmyyjien komissioiden lisäksi lokalisointikuluja sekä

konsultoinnin alihankintaa.

QPR:n kulurakenne koostuu pääosin henkilöstökuluista ja on siten lyhyellä aikavälillä hyvin kiinteä. Vuonna 2021 henkilöstökulut vastasivat 75 % liikevaihdosta ja viimeisen viiden vuoden aikana ne ovat olleet keskimäärin 68 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus on noussut viime vuosien aikana absoluuttisten kulujen kasvaessa ja samaan aikaan liikevaihdon supistuessa. QPR:n henkilöstökuluissa olisi merkittävää skaalautumispotentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu tulevana vuosina pääsemään strategiassaan tavoittelemalleen kasvupolulle.

Liiketoiminnan muut kulut sisältävät esimerkiksi toimitila-, matka-, markkinointi ja myynnin edistämiskuluja sekä luottotappioita. Muut kulut olivat vuonna 2021 noin 11 % liikevaihdosta, mitä ne ovat olleet myös keskimäärin viimeisen viiden vuoden ajan. Tämän kuluerän osuus liikevaihdosta on jo melko alhainen, ja kansainvälinen kasvu vaatii varmasti jatkossa lisää panostuksia. Siten näemme kuluerässä jatkossa enemmän painetta ylös- kuin alaspäin.

QPR:n poistot ovat olleet melko tasaisesti 0,7-1,2 MEUR:n (7-13 % liikevaihdosta) välillä viimeiset kymmenen vuotta. Poikkeuksena toimii vuosi 2021 (poistot 16 % lv:sta), kun QPR alaskirjasi vuonna 2011 tehdyn Nobultec-yritysoston liikearvoa sekä aktivoituja tuotekehitysmenoja. Poistotaso on ollut melko stabiili, sillä QPR:n aktivoimat tuotekehitysmenot ovat olleet melko tasaisia historiallisesti. QPR poistaa aktivoituidet tuotekehitysmenot neljässä vuodessa.

## Tase ja rahoitusasema

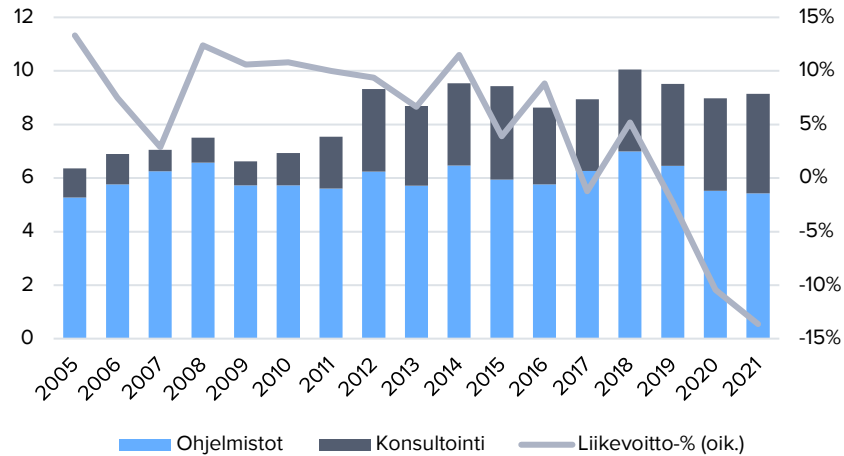
Pienelle ohjelmisto- ja konsulttiyhtiölle tyypilliseen tapaan QPR:n taserakenne on todella kevyt ja yksinkertainen. Viime vuosien tappioiden myötä QPR:n tase oli vuoden 2021 lopussa jo hyvin ohuessa kunnossa omavaraisuusasteen ollessa 8 % ja nettovelkaantumisasteen 288 %. Vuoden lopun kassatilanne (0,44 MEUR) ei myöskään jätä juurikaan tilaa kasvupanostusten kiihdyttämiselle, joita yhtiön tavoittelema kasvu väistämättä vaatii. Siten yhtiö suunnittelee parhaillaan osakeantia taseen vahvistamiseksi ja hakee yhtiökokoukselta valtuutusta enintään 4,5 miljoonan uuden osakkeen liikkeelle laskuun. Näin annista aiheutuu enintään noin 37,5 %:n diluutio osakekantaan, mutta se on välttämätön liike strategian toimeenpanemiseksi.

Vuoden 2021 lopussa QPR:n taseen loppusumma oli 5,8 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin aineettomista hyödykkeistä (2,1 MEUR), saamisista (2,7 MEUR) ja kassasta (0,4 MEUR). Vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (0,4 MEUR), korollisista veloista (1,7 MEUR) sekä lyhytaikaisista korottomista veloista (3,7 MEUR), joka sisältää osto- ja siirtovelat sekä saadut ennakot.

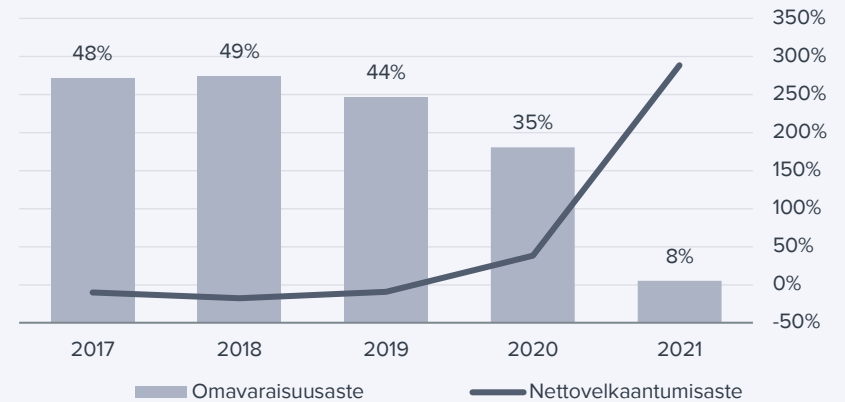
QPR:n ohjelmistoliiketoiminnan kassavirran luontikyvyn pitäisi korkeiden bruttomarginaalien valossa olla hyvällä tasolla, jos yhtiö onnistuu pääsemään kasvupolulle tulevien vuosien aikana. Keskipitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön kuitenkin investoivan kaiken liiketoiminnan tuottaman kassavirran takaisin kasvuun, mikä pitää tulostason ja kassavirran kokonaisuutena matalalla tasolla. Siten uskomme yhtiön pitävän osinkohanat kiinni ja osakkeen mahdollisen arvonnouonin tulevan kasvun kautta.

# Taloudellinen tilanne

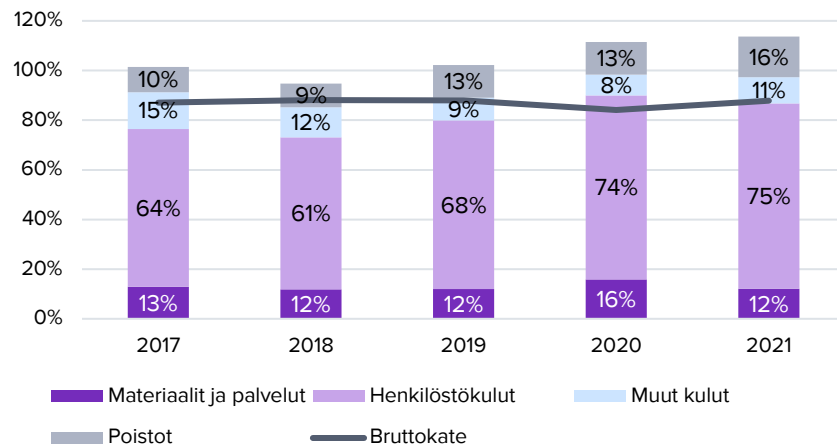
## Liikevaihto ja kannattavuus



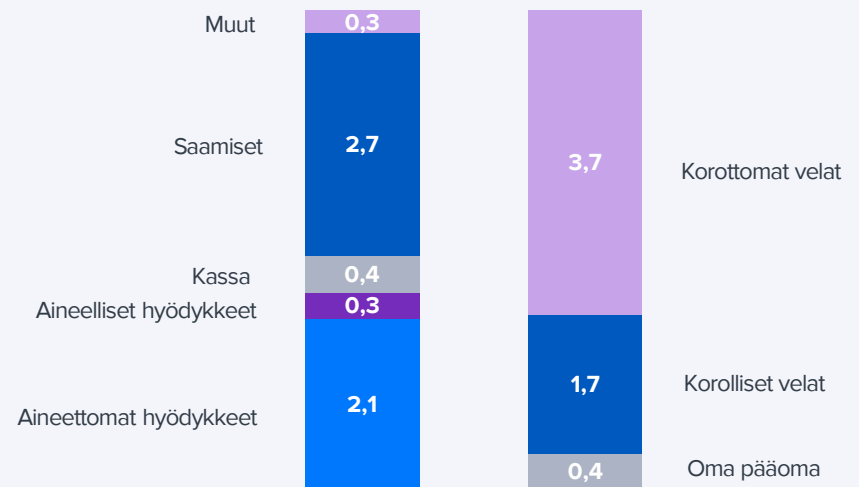
## Taseen avainlukujen kehitys



## Kulurakenteen kehitys



## Tase 2021





# Ennusteet 1/2

## Ennusteiden lähtökohdat

Arvioimme QPR:n liikevaihdon kehitystä sen viiden raportoidun liikevaihtoerän kautta:

- Ohjelmistolisenssit
- Uusiutuvat ohjelmistolisenssit
- Ohjelmistojen ylläpitopalvelut
- Pilvipalvelut (SaaS)
- Konsultointi

Näistä kokoluokaltaan suurin tällä hetkellä on konsultointi, mutta jatkossa arvonluonnin kannalta keskiössä on erityisesti pilvipalveluiden (SaaS) kehitys. Pilvipalveluiden osuuden kasvu toisi liikevaihtoon korkeakatteista ja ennustettavaa liikevaihtoa, joka näkemyksemme mukaan tukisi myös yhtiölle hyväksyttävää arvostusta pitkällä aikavälillä.

QPR:n taloudelliset tavoitteet antavat viitekehyksen ennusteillemme, joihin yhtiöllä pitäisi ainakin kasvun osalta olla realistiset edellytykset päästä. Historiallisesti yhtiön taloudelliset kasvutavoitteet ovat olleet poikkeuksetta liian kunnianhimoisia. Nyt yhtiössä on tehty kuitenkin runsaasti muutoksia ja tulevan osakeannin myötä yhtiöllä on myös tarvittavat resurssit strategian toteuttamista varten.

Ennustamme QPR:n liikevaihdon kasvavan keskimäärin 8 %:n vuosivauhtia 2022-2026 strategiakaudella SaaS-tuottojen (CAGR 34 %) ajamana. Arvioimme mukaan kasvuvauhti kiihtyy strategiakauden loppua kohti, kun jälleenmyyjäkanavan kehittäminen alkaa tuottaa tuloksia. Seuraavan vajaan kahden vuoden aikana arvioimme myynnin olevan vielä enemmän kiinni

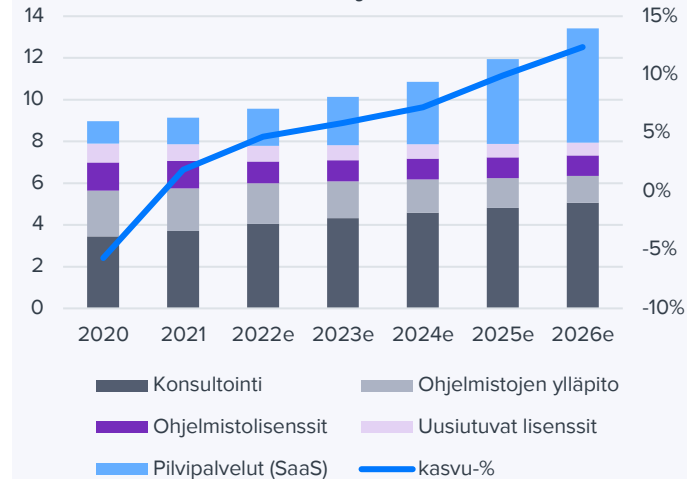
yhtiön oman suoramyynnin onnistumisesta. Lyhyellä tähtäimellä yksittäiset lisenssikaupat voivat tuoda vielä heiluntaa liikevaihtoon neljännesten välillä, mutta siirtyä kohti jatkuvia SaaS-tuottoja tasoittaa kehitystä asteittain.

Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön saavuttavan positiivisen liiketuloksen vuonna 2025, kun yhtiön tavoitteissa se saavutetaan jo 2024. QPR:n kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme yhtiön bruttokatteen pysyttelevän jatkossakin korkealla 87-88 %:n tasolla. Kasvupanostuksista johtuen emme odota kiinteissä kuluissa merkittävää skaalautumista vielä kuluvana vuonna. Ensi vuodesta alkaen odotamme erityisesti henkilöstökulujen suhteellisen osuuden liikevaihdosta laskevan asteittain kasvun myötä.

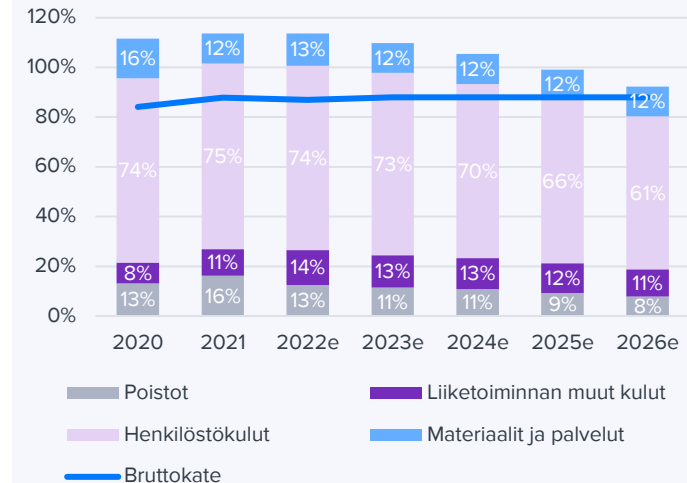
## Vuoden 2022 ennusteet

QPR ohjeistaa tälle vuodelle kasvavaa liikevaihtoa. Kasvua yhtiön mukaan tukee kasvanut tarjouskanta, jatkuvat asiakastuotot, konsultoinnin varausaste sekä SaaS-liikevaihdon kasvu. Koronatilanne luo edelleen tiettyä epävarmuutta uusasiakashankintaan, mutta prosessilouhinnassa on merkkejä päätöksenteon normalisoitumisesta. QPR odottaa kuitenkin Q1:n liikevaihdon ja tuloksen jäävän vertailukaudesta, sillä Q1'21:lle tuloutui noin 0,5 MEUR:n suuruisen lisenssikauppa. Kokonaisuutena näkymistä huokuu vielä epävarmuutta, mutta uskomme yhtiön haluavan aloittaa varovaisella ohjeistuksella uuden strategiakauden alussa. Riman ollessa alhaalla vältetään myös mahdolliset tulosvaroitukset, joita yhtiö on joutunut antamaan jokaisen tilikauden osalta vuosina 2019-2021.

## Liikevaihto ja kasvu-%



## Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Lähde: Inderes

# Ennusteet 2/2

Odotamme vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan noin 5 % 9,6 MEUR:oon erityisesti pilvipalveluiden ja konsultoinnin vetämänä. QPR solmi vuoden 2021 lopussa useita SaaS-ohjelmistokauppoja. Näistä tosin vain [Istekille](#) toimitettavasta kokonaisarkkitehtuuri- ja tiedonhallintaratkaisun kaupasta oli mainittu kauppahinta (1,6 MEUR / 4v, ei määräostovelvoitetta). Käsitksemme mukaan tyypillisissä SaaS-kaupoissa vuositason laskutus on noin 50 TEUR. SaaS-liikevaihdon lähtötason ollessa alhainen tukevat pienemmätkin kaupat kasvua jossain määrin. Odotamme SaaS-liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 38 %.

Ohjelmistolisenssien osalta odotamme laskevaa liikevaihtoa suhteessa edelliseen vuoteen myynnin painottuessa enemmän SaaS-kauppoihin. Lisäksi vertailukausi oli vahva Q1'21:lla tapahtuneen suuren lisenssikaupan vuoksi. Uusiutuvien ohjelmistolisenssien ja ohjelmistojen ylläpitopalvelujen liikevaihdon odotamme myös asteittain laskevan tulevina vuosina, kun QPR pyrkii konvertoimaan asiakkuuksia SaaS-malliin.

Konsultoinnissa näkymä on käsityksemme mukaan hyvä ja odotamme liikevaihdon kasvavan 9 %. Konsultoinnin kasvua tukee muun muassa [helmikuussa](#) tiedotettu sopimus määrittely- ja arkkitehtuuripalvelujen toimittamisesta opetushallitukselle (0,97 MEUR / 3v, ei määräostovelvoitetta).

Vuoden 2022 liikevoiton odotamme olevan -1,3 MEUR, mikä vastaa -14 %:n liikevoittomarginaalia. Odotamme myös käyttökateen (-0,1 MEUR) olevan niukasti tappiollinen. Ennustamme uuden strategian mukaisten panostusten myyntiin ja tuotekehitykseen painavan kannattavuutta. Pilvipalveluiden kasvu tukee osaltaan QPR:n

kannattavuutta, mutta tämä hautautuu vielä kasvupanostusten alle. Lisäksi Q1:lle ylimääräisiä kuluja tuo arviomme mukaan kasvustrategian valmistelusta sekä yt-neuvotteluista johtuvat kulut.

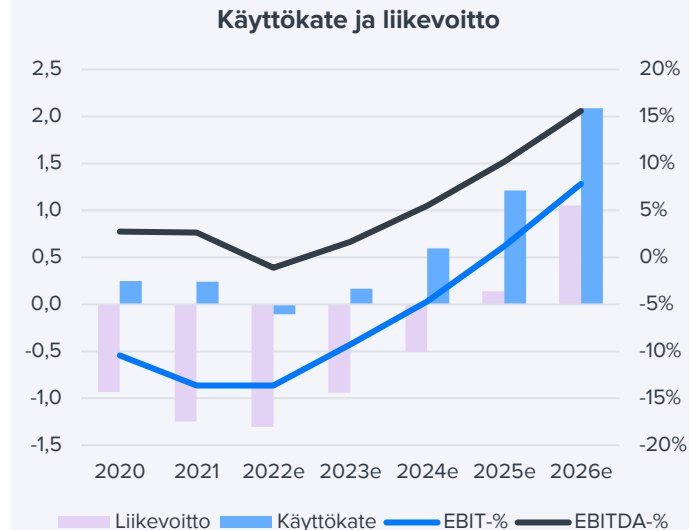
## Vuosien 2023-2026 ennusteet

Vuosina 2023-2024 odotamme QPR:n liikevaihdon kasvun kiihtyvän noin 6-7 %:iin SaaS-tuottojen 30 %:n vuosikasvun siivittämänä. Vuosina 2025-2026 SaaS-kasvu kiihtyy ennusteessamme 35 %:iin, jolloin kokonaisliikevaihto kasvaa 10-12 %. Konsultoinnin ennustamme jatkavan tällä jaksolla 5-7 %:n kasvussa. Ohjelmistolisenssien osalta odotamme suunnilleen vakaata 1 MEUR:n liikevaihtoa strategiakauden loppuun. Uusiutuvien ohjelmistolisenssien sekä ylläpitopalveluiden odotamme jatkavan tasaisessa laskussa SaaS-transformaatiota heijastellen.

Odotamme liiketuloksen olevan tappiollinen vuosina 2023-2024 yhtiön panostaessa voimakkaasti kasvuun. Vuonna 2025 liiketulos kääntyy ennusteessamme lievästi positiiviseksi ja vuonna 2026 jo kohtuulliselle 8 %:n tasolle.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2027-2030 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan 10 %:sta 5 %:iin, jonka jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on 2,5 %. Strategian onnistuessa ja SaaS-kasvun realisoituessa QPR:llä on edellytyksiä ennusteitamme vahvempaan kasvuun pitkällä aikavälillä. Tämän ennustamiseksi strategian toteuttamisesta tarvitaan kuitenkin vielä lähivuosilta näyttöjä kasvun muodossa. Ennustamme QPR:n liikevoiton nousevan asteittain 9 %:sta 15 %:iin vuoteen 2031 mennessä, joka on myös ikuisuusoletuksemme kannattavuuden osalta.



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>9,5</b>	<b>9,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>9,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>	<b>11,9</b>
Ohjelmistolisenssit	1,6	1,3	0,7	0,1	0,3	0,2	1,3	0,4	0,2	0,3	0,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Uusiutuvat ohjelmistolisenssit	1,1	0,9	0,4	0,1	0,1	0,1	0,8	0,4	0,1	0,1	0,1	0,8	0,7	0,7	0,6
Ohjelmistojen ylläpitopalvelut	2,7	2,2	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	1,8	1,6	1,4
Pilvipalvelut (SaaS)	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	0,4	0,4	0,5	0,5	1,8	2,3	3,0	4,0
Konsultointipalvelut	3,1	3,5	0,9	1,1	0,8	0,9	3,7	1,0	1,2	0,8	1,0	4,0	4,3	4,6	4,8
<b>Käyttökate</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-1,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,37</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>
Verot	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0
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	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,30</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,00</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,00</b>

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>-5,3 %</b>	<b>-5,7 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>-12,2 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>-10,1 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>13,9 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>9,9 %</b>
<b>Käyttökate-%</b>	<b>10,9 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>-21,0 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>-0,8 %</b>	<b>-5,5 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>-2,3 %</b>	<b>-1,1 %</b>	<b>1,6 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	<b>-2,2 %</b>	<b>-10,4 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>-12,9 %</b>	<b>-10,2 %</b>	<b>-33,0 %</b>	<b>-9,6 %</b>	<b>-12,3 %</b>	<b>-18,1 %</b>	<b>-8,9 %</b>	<b>-15,1 %</b>	<b>-13,6 %</b>	<b>-9,3 %</b>	<b>-4,7 %</b>	<b>1,2 %</b>
<b>Nettotulos-%</b>	<b>-1,7 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>-10,8 %</b>	<b>-8,0 %</b>	<b>-55,1 %</b>	<b>-14,8 %</b>	<b>-10,4 %</b>	<b>-15,1 %</b>	<b>-7,9 %</b>	<b>-12,8 %</b>	<b>-11,6 %</b>	<b>-8,1 %</b>	<b>-4,3 %</b>	<b>0,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/4

## Sijoitusnäkemys

Perusta QPR:n käännetarinalle alkaa olla kunnossa ja sen onnistuessa osakkeessa on selvää pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Uuden strategian menestyksekkäällä toteuttamisella QPR:stä kuoriutuisi strategiakauden loppua kohti kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö vahvasti kasvavalla prosessilouhintamarkkinalla. Tällöin liiketoiminnasta jo merkittävä osa muodostuisi jatkuvista SaaS-tuotoista, mikä näkyisi myös yhtiön kannattavuudessa. Näin myös yhtiön riskiprofiili olisi nykyistä alhaisempi ja hyväksyttävät arvostuskertoimet korkeampia. Yhtiön pääoman tarve on yleisesti kevyt, joten kiihtyvä kannattava kasvu mahdollistaisi investointien kasvattamisen tai vaihtoehtoisesti osingonmaksun. Tässä skenaariossa osakkeen tuotto-odotus olisi strategiakauden aikana näkemyksemme mukaan hyvällä tasolla.

Arviomme mukaan vuodet 2022-2023 menevät vielä pitkälti uuden strategian jalkauttamisessa organisaatioon sekä oikeiden strategisten jakelukumppanien löytämisessä. Siten käännetarina vaatii vielä sijoittajilta kärsivällisyyttä ennen sen hedelmien kypsymistä. Lisäksi kasvustrategian toteuttamiseksi QPR:n on kerättävä pääomaa osakeannilla, joka tulee aiheuttamaan melko suurta diluutiota osakekantaan. Tätä kokonaisuutta katsoen emme näe osakkeen tuotto/riski-suhdetta riittävänä nykyisellä arvostuksella. Siten aloitamme QPR:n seurannan vähennä-suosituksella ja 1,3 euron tavoitehinnalla.

## Arvostuskertoimet

QPR:n kehitysvaiheesta johtuen tulostiedoista ei saada nykyisen strategiakauden aikana olennaista tukea arvostukselle (2026: EV/EBIT 18x ja P/E 21x). Siten liikevaihtokerroin on tällä hetkellä ainoa järkevä mittari absoluuttisen arvostustason tarkasteluun. Ennusteillamme QPR:n vuosien 2022-2023 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 2,0x tasolla. Absoluuttisesti kertoimet ovat ohjelmistoyhtiöiden kontekstissa melko kohtuullisia, mutta QPR:n liikevaihdosta vielä merkittävä osa tulee konsultoinnista, mikä painaa hyväksyttäviä kertoimia. Samalla lähivuosina QPR:n kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jää ennusteillamme vielä melko vaatimattomaksi, mihin peilaten nykyiset liikevaihtokertoimet eivät näytä erityisen houkuttelevilta. Vuodelle 2026 ennustamaamme kasvun (12 %) ja kannattavuuden (EBIT: 8 %) yhdistelmään sekä tuolloin parantuneeseen liiketoimintaprofiiliin nähden nykyiset kertoimet olisivat jo houkuttelevia. Tässä kohtaa pitkälle tulevaisuuteen nojaaminen on kuitenkin mielestämme liian aikaista ennen kuin QPR:n kasvukäänteestä saadaan enemmän näyttöjä.

QPR:n osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia voidaan hahmotella olettamalla yhtiön yltävän jo nyt pidemmällä aikavälillä yhtiölle realistiseen 15 %:n liikevoittomarginaaliin. Tällä oletuksella vuoden 2022 EV/EBIT-luku olisi 12x ja vastaava P/E-luku 15x. Kertoimet eivät ole erityisen korkeita, mikä osaltaan kertoo kasvuodotusten olevan melko kohtuullisella tasolla. Näin ollen osakkeessa on pitkällä aikavälillä nousupotentiaalia strategian edetessä suunnitelmien mukaan.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,38	1,38	1,38
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	12,0
Markkina-arvo	16	16	16
Yritysarvo (EV)	19	20	20
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.
P/S	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	34,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/4

## Verrokkiryhmän arvostus

QPR:lle ei ole saatavilla selkeää samalla alalla toimivaa verrokkiryhmää, sillä suurin osa prosessilouhintaan sekä kokonaisarkkitehtuuri- ja prosessimallintamiseen keskittyneistä kilpailijoista on listaamattomia. Olemme koonneet verrokkiryhmän pohjoismaisista ja eurooppalaisista ohjelmistoyhtiöistä, joiden ohjelmistot ovat suunnattu pääosin yrityksille. Olemme poimineet joukkoon yhtiötä, jotka pääosin ovat QPR:n tavoin vielä melko pieniä. Kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan yhtiöjoukossa on selkeitä eroja, mikä osaltaan hankaloittaa suoraa vertailua. Joukossa on myös suurempi saksalainen Software AG, jonka ohjelmistotarjoomasta löytyy suoraan QPR:n kanssa kilpailevia ratkaisuja. Helsingin pörssin ohjelmistoyhtiöistä mukana on Heeros, Efecte, Basware, Leaddesk ja WithSecure.

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2022-2023 ovat 2,8-2,3. Näihin peilattuna QPR:n kertoimet ovat 30-14 %:n alle verrokkien. Alennus verrokkieihin on mielestämme perusteltu, kun huomioidaan QPR:n konsultoinnin korkea painoarvo liiketoiminnassa, yhtiön pieni koko, heikko historiallinen kasvun track-record sekä lähivuosina ennusteillamme vielä vaisuksi jäävä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä.

Yksittäisistä yhtiöistä toimialaverrokki Software AG:n liikevaihtokertoimet lähivuosille ovat 2,3x-2,1x. Yhtiön liikevaihdon (2021: 834 MEUR) ennustetaan kasvavan lähivuosina noin 8 %:n vauhtia ja käyttökatteen olevan yli 20 %:n tasolla. Tähän peilattuna QPR:n omat kertoimet näyttävät kireiltä. Kokonaisuutena verrokkiryhmän kertoimista saadaan suuntaviivoja siihen, miten

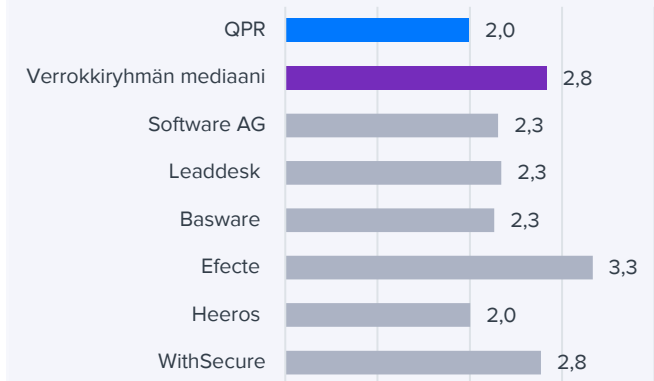
QPR:ää voitaisiin hinnoitella yhtiön strategian edetessä. Tällä hetkellä verrokkiryhmän kertoimien pohjalta QPR:n suhteellisessa arvostustasossa on vaikea nähdä olennaista nousuvaraa.

## DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa QPR:n nykyisillä ennusteillamme noin 1,3 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2031-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin (2031-) 15 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 85 %, mikä kertoo merkittävän osan QPR:n arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista. Tähän vaikuttaa myös se, että mallissa lähivuosien vapaat kassavirrat ovat vielä negatiivisia. Kaiken kaikkiaan muutokset pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusoletuksissa heiluttavat DCF-mallin antamaa arvoa huomattavasti.

DCF-mallin indikoima arvo on myös herkkä tuottovaateen muutoksille suuren terminaaliarvon vuoksi. Olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 9,2 %, mikä on myös oman pääoman tuottovaatimuksemme. Tuottovaatimusta nostaa yhtiön pieni koko, kasvuun liittyvä epävarmuus sekä tällä hetkellä ohut taloudellinen liikkumavara. Mikäli QPR osoittaa tulevina kasvustrategiansa etenevän oikeaan suuntaan, voi tuottovaateessa olla jonkin verran laskuvaraa yhtiön riskiprofiilin madaltumisen kautta.

QPR:n ja ohjelmistoyhtiöverrokkien EV/S 2022e



# Arvonmääritys 3/4

## Osien summan valossa neutraalisti hinnoiteltu

Tarkastelemme QPR:n arvostusta myös osien summa -menetelmän kautta. Yhtiön ohjelmisto- ja konsultointiliiketoiminta ovat profiililtaan hyvin erilaisia, minkä vuoksi niitä tulee nähdäksemme hinnoitella myös hyvin erilaisin arvostuskertoimin. Osien summa pohjautuu vuoden 2022 ennusteisiimme.

QPR:n konsultointiliiketoiminnan hinnoittelu on melko suoraviivaista, sillä liiketoiminnan profiili on hyvin samankaltainen kuin Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöillä. IT-konsulttien mediaani liikevaihtokerroin tälle vuodelle on noin 1,0x. Tästä soveltaen hinnoitlemme QPR:n konsultointiliiketoimintaa eri skenaarioissa 0,9x-1,3x EV/Liikevaihto-kertoimella. Näin konsultoinnin arvoksi muodostuu perusskenaariossa 4,0 MEUR haarukan ollessa 3,6-5,3 MEUR. Olettamalla konsultoinnin liikevoiton olevan tällä hetkellä noin 10 %:n tasolla, vastaisi arvostus noin 9-13x EV/EBIT-kerrointa, mikä on myös pitkälti linjassa IT-konsulttien arvostuskertoimien kanssa.

Ohjelmistoliiketoiminnan hyväksyttävän liikevaihtokertoimen määrittämiseen liittyy konsultointia enemmän tulkittavaa. Historiallisesti heikon kasvun ja kannattavuuden perusteella liiketoiminta ei ansaitsisi kovin korkeita kertoimia. Toisaalta käännetarinan valossa kasvunäkymä on parantumassa tulevina vuosina ja liiketoiminnan kannattavuuspotentiaali kasvun onnistuessa hyvä. Tätä kokonaisuutta tarkastellen hinnoitlemme ohjelmistoliiketoimintaa osien summassa 2,0x-3,0x EV/Liikevaihto-kertoimella, mikä on myös linjassa QPR:n ohjelmistoverrokkien arvostuksen kanssa.

Näin ohjelmistojen arvoksi muodostuu perusskenaariossa 13,8 MEUR haarukan ollessa 11,0-16,6 MEUR.

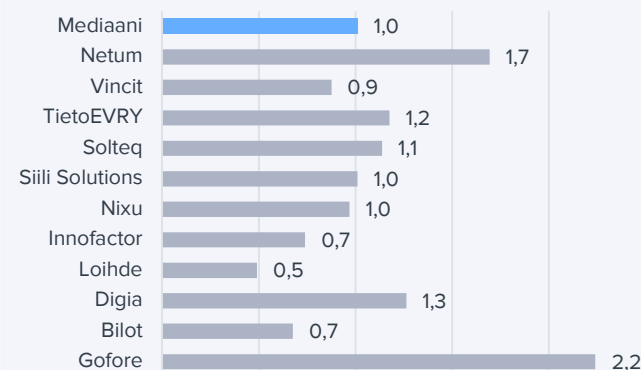
Näillä oletuksilla QPR:n yritysarvoksi muodostuu kokonaisuudessaan perusskenaariossa 17,9 MEUR ja pessimistisen ja optimisten skenaarion haarukka on 14,7-21,8 MEUR. Vähentämällä tästä kuluvan vuoden ennustamamme -2,6 MEUR:n nettovelat, saadaan osakekannan arvoksi 12,1-19,3 MEUR. Tämä tarkoittaa perusskenaariossa 1,3 euron osakekohtaista arvoa 1,0-1,6 euron haarukalla. Osien summan perusteella QPR:n osake näyttää tällä hetkellä neutraalisti hinnoitellulta.

## Yritysjärjestelyoptio

Yritysten toiminnan kehittämisen ohjelmistomarkkina on vielä fragmentoitunut, mutta konsolidaatiovauhti näyttää kiihtyvän. Markkinan konsolidaatiossa pidämme QPR:ää mahdollisena yritysostokohteena suuremmalle ja laajemman jakeluverkoston omaavalle toimijalle. QPR:n prosessilouhinta-ohjelmisto voisi sopia hyvin yhteen esimerkiksi jonkin RPA-toimijan kanssa. Yritysstostoskenaariossa näkisimme osakkeen arvostuksen olevan selvästi yli osien summan tällä hetkellä indikoiman arvon. Arvonmäärityksessä ei luonnollisesti voi nojata pelkästään mahdolliseen yritysjärjestelyyn, mutta se muodostaa positiivisen option pitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan yritysjärjestelykortti on ajankohtaisempi nykyisen strategiakauden loppupuolella, jolloin QPR:n kasvusta prosessilouhintamarkkinalla on saatu enemmän näyttöjä.

2022	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
<b>Konsultointi</b>			
Liikevaihto	4,0	4,0	4,0
x hinnoittelukerroin	0,9x	1,0x	1,3x
<b>Yritysarvo</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>
<b>Ohjelmistot</b>			
Liikevaihto	5,5	5,5	5,5
x hinnoittelukerroin	2,0x	2,5x	3,0x
<b>Yritysarvo</b>	<b>11,0</b>	<b>13,8</b>	<b>16,6</b>
<b>Yhteensä</b>			
Yritysarvo	14,7	17,9	21,8
Nettovelat 2022e	-2,6	-2,6	-2,6
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>12,1</b>	<b>15,3</b>	<b>19,3</b>
<i>Per osake</i>	<i>1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,6</i>

## IT-palveluyhtiöiden 2022e EV/S



# Arvonmääritys 4/4

## Pitkän aikavälin skenaariot

Havainnollistamme QPR:n osakkeen pitkän aikavälin tuottopotentiaalia kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja hyväksyttävistä arvostustasoista vuoteen 2026 ulottuvan strategiakauden aikana. QPR:n käänneamatkan ollessa vielä alkuvaiheessa, eivät pitkän aikavälin skenaariot näkemyksemme mukaan anna vielä olennaista tukea arvostukselle. Niihin voidaan tukeutua vahvemmin siinä kohtaa, kun käännteestä ja kasvuvauhdin kiihtymisestä on saatu konkreettisia todisteita.

Skenaariolaskelmat kuvaavat hyvin sitä, kuinka osakkeen tuotto-odotus on erityisen herkkä ohjelmistoliiketoiminnan kasvulle ja hyväksyttävälle arvostukselle. Mikäli QPR:stä kuoriutuu kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö strategiakauden aikana, on osakkeessa näkemyksemme mukaan tarjolla varsin hyvä tuotto-odotus perusskenaariossa. Strategian erinomaisella toteuttamisella ja yhtiön nykyisiä tavoitteita kovemmalla kasvulla tuotto-odotus olisi erinomainen. Heikossa skenaariossa, jossa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jäisi heikoksi, tuotto-odotus olisi selvästi negatiivinen. Paljon riippuu siis siitä, onnistuuko yhtiö saamaan kestäväää kasvua aikaan ja kuinka skaalautuvaa kasvu on.

Nykyennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa odotamme konsultoinnin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 6 %:n vuosivauhtia vuoteen 2026 asti. Oletetulla 1,1x liikevaihtokertoimella konsultoinnin arvoksi muodostuu tuolloin 5,6 MEUR. Ohjelmistoliiketoiminnan ennustamme puolestaan

kasvavan keskimäärin 9 %:n vauhtia ja liikevaihdon olevan 8,4 MEUR vuonna 2026. SaaS-tuottojen kasvun myötä parantuneen liiketoimintaprofiilin ansiosta oletamme hyväksyttävän liikevaihtokertoimen olevan tuolloin 3,0x. Näin ohjelmistoliiketoiminnan arvoksi muodostuu 25,1 MEUR. Näillä oletuksilla QPR:n osakkeen arvoksi vuonna 2026 muodostuisi 2,3 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi nykykurssiin nähden 11 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme konsultoinnin ja ohjelmistoliiketoiminnan kasvun jäävän keskimäärin 4 %:iin vuodessa. Hyväksyttävät kertoimet (konsultointi 0,9x ja ohjelmistot 2,0x) olisivat tällöin luonnollisesti myös paineessa. Näillä oletuksilla QPR:n osake olisi 1,0 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi -6 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Optimistisessä skenaariossa oletamme konsultoinnin kasvavan keskimäärin 10 % ja ohjelmistojen 13 % vuodessa. Oletamme konsultointia hinnoiteltavan tuolloin 1,3x ja ohjelmistoja 3,5x liikevaihtokertoimella. Näillä oletuksilla QPR:n osake olisi 3,5 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi erinomaista 22 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

2026	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
<b>Konsultointi</b>			
Kasvu (CAGR 22-26)	4 %	6 %	10 %
Liikevaihto	4,5	5,1	6,0
x hinnoittelukerroin	0,9x	1,1x	1,3x
<b>Yritysarvo</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>	<b>7,8</b>
<b>Ohjelmistot</b>			
Kasvu (CAGR 22-26)	4 %	9 %	13 %
Liikevaihto	6,5	8,4	10,0
x hinnoittelukerroin	2,0x	3,0x	3,5x
<b>Yritysarvo</b>	<b>13,0</b>	<b>25,1</b>	<b>35,0</b>
<b>Yhteensä</b>			
Yritysarvo	17,1	30,6	42,8
Nettokassa	-4,5	-3,1	-1,0
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>12,6</b>	<b>27,5</b>	<b>41,8</b>
Per osake	1,0	2,3	3,5
Tuotto	-24 %	67 %	154 %
Vuosituotto	-6 %	11 %	22 %

# Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Safeture AB	6,76	19	17			59,4	4,5	3,1			
WithSecure Oyj	4,65	833	816	29,9	23,6	20,1	17,0	2,8	2,5	35,2	28,3
Bimobject AB	5,08	58	29					2,2	1,9		
IAR Systems Group AB	137,20	183	178	22,4	16,8	12,7	10,4	4,6	4,1	31,5	23,4
Litium AB	15,95	22	22		27,9	55,7	11,7	3,1	2,3		
Mercell Holding ASA	3,02	156	313	105,5	26,1	13,9	10,0	3,5	3,0		99,7
Pexip Holding ASA	34,86	389	318					2,9	2,2		
Serviceware SE	12,40	129	97	80,9	27,7	24,9	16,7	1,1	1,0	207,5	56,6
USU Software AG	22,70	228	238	20,7	15,0	14,0	12,1	1,9	1,7	26,5	19,4
Heeros Oyj	4,76	25	24	24,0	24,0	24,0	8,0	2,0	1,8	26,6	19,2
Enea AB	192,00	400	462	15,6	12,7	10,3	9,0	4,2	3,9	19,1	15,5
Efecte Oyj	12,55	76	70		46,6	70,0	46,6	3,3	2,9	490,0	44,5
Basware Oyj	21,25	309	365	43,0	24,0	15,1	12,2	2,3	2,1	294,6	50,5
Software AG	31,84	2364	2090	13,1	10,3	10,4	8,7	2,3	2,1	20,2	16,3
Leaddesk Oyj	11,90	66	69		138,1	17,3	12,6	2,3	2,0	32,4	28,3
FormPipe Software AB	36,80	187	190	28,5	22,1	16,1	13,5	3,9	3,5	38,2	29,2
<b>QPR Software (Inderes)</b>	<b>1,38</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>-14,6</b>	<b>-21,1</b>	<b>-182,1</b>	<b>119,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>-14,9</b>	<b>-20,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>38,4</b>	<b>31,9</b>	<b>23,4</b>	<b>17,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>111,1</b>	<b>35,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>26,3</b>	<b>24,0</b>	<b>16,1</b>	<b>12,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>32,4</b>	<b>28,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>								<b>-30 %</b>	<b>-14 %</b>		

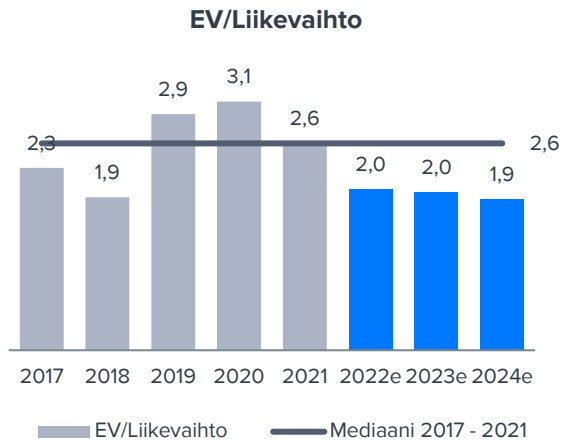
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.



# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,71	1,63	2,34	2,24	1,85	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>
Markkina-arvo	20	20	28	27	22	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
Yritysarvo (EV)	20	19	28	28	23	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
P/E (oik.)	neg.	61,2	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>21,2</b>
P/E	neg.	61,2	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>21,2</b>
P/Kassavirta	neg.	20,7	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>21,1</b>
P/B	6,5	6,8	10,2	13,4	51,6	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>
P/S	2,3	1,9	2,9	3,0	2,4	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
EV/Liikevaihto	2,3	1,9	2,9	3,1	2,6	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
EV/EBITDA (oik.)	25,1	13,0	26,8	>100	96,8	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>34,1</b>	<b>16,8</b>	<b>9,4</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	36,5	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>18,7</b>
Osinko/tulos (%)	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
Osinkotuotto-%	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes



# DCF-malli

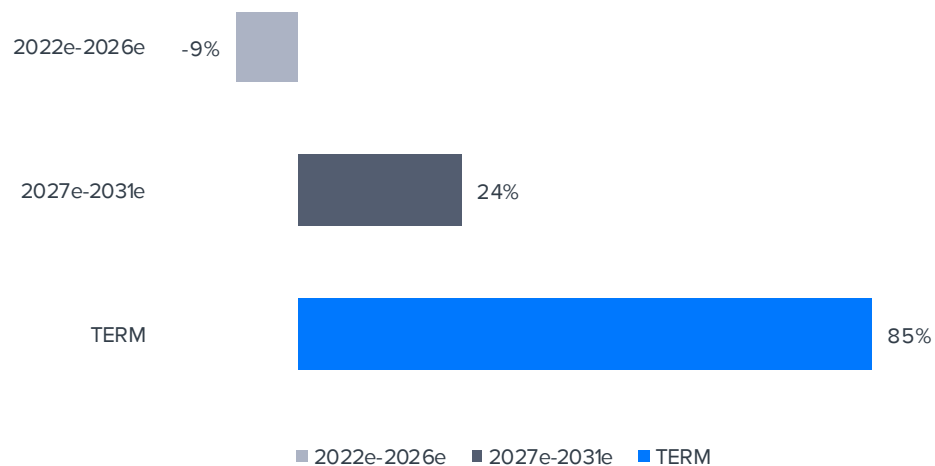
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	
+ Kokonaispoistot	1,5	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	
- Maksetut verot	0,0	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-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	0,5	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	
+/- 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	-0,2	-1,3	-0,7	-0,5	0,1	0,8	1,1	1,3	1,7	2,0	2,2	33,8
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		16,8	18,0	18,6	18,9	18,9	18,4	17,8	17,0	16,2	15,2	14,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>16,8</b>										
- Korolliset velat		-1,7										
+ Rahavarat		0,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>15,6</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,3</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>
Liikearvo	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	2,1	1,7	1,7	1,6	1,7
Käyttöomaisuus	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
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	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,9	2,7	2,9	3,0	3,3
Likvidit varat	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>2,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>
Osakepääoma	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kertyneet voittovarot	1,1	-0,4	-1,6	-2,4	-2,8
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	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,9	1,7	3,0	3,8	4,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,4	3,7	3,5	3,7	4,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	9,5	9,0	9,1	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>	EPS (raportoitu)	-0,01	-0,07	-0,11	<b>-0,09</b>	<b>-0,07</b>
Käyttökate	1,0	0,2	0,2	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	EPS (oikaistu)	-0,01	-0,07	-0,08	<b>-0,09</b>	<b>-0,07</b>
Liikevoitto	-0,2	-0,9	-1,2	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	Operat. kassavirta / osake	0,12	0,01	0,06	<b>-0,01</b>	<b>0,03</b>
Voitto ennen veroja	-0,2	-1,0	-1,4	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,02	-0,09	-0,01	<b>-0,11</b>	<b>-0,06</b>
Nettovoitto	-0,2	-0,8	-1,4	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	Omapääoma / osake	0,23	0,17	0,04	<b>-0,06</b>	<b>-0,12</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,4	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	7,0	6,3	5,8	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-6 %	2 %	<b>5 %</b>	<b>6 %</b>
Oma pääoma	2,8	2,0	0,4	<b>-0,7</b>	<b>-1,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	-29 %	-76 %	-2 %	<b>-143 %</b>	<b>-259 %</b>
Liikearvo	0,5	0,5	0,4	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-141 %	339 %	-7 %	<b>49 %</b>	<b>-28 %</b>
Nettovelat	-0,3	0,8	1,2	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	EPS oik. kasvu-%	-150 %	404 %	21 %	<b>13 %</b>	<b>-26 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	10,9 %	2,8 %	2,6 %	<b>-1,1 %</b>	<b>1,6 %</b>
Käyttökate	1,0	0,2	0,2	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	Oik. Liikevoitto-%	-2,2 %	-10,4 %	-9,6 %	<b>-13,6 %</b>	<b>-9,3 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	-0,1	0,5	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	Liikevoitto-%	-2,2 %	-10,4 %	-13,7 %	<b>-13,6 %</b>	<b>-9,3 %</b>
Operatiivinen kassavirta	1,4	0,2	0,8	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	ROE-%	-5,7 %	-34,1 %	-111,4 %	-	-
Investoinnit	-1,7	-1,2	-0,9	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	ROI-%	-6,6 %	-28,8 %	-49,3 %	<b>-59,4 %</b>	<b>-40,6 %</b>
Vapaa kassavirta	-0,3	-1,1	-0,2	<b>-1,3</b>	<b>-0,7</b>	Omavaraisuusaste	44,5 %	34,6 %	8,3 %	<b>-11,6 %</b>	<b>-24,5 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-9,1 %	38,1 %	288,5 %	-	-
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	2,9	3,1	2,6	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>						
EV/EBITDA (oik.)	26,8	>100	96,8	neg.	>100						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	10,2	13,4	51,6	neg.	neg.						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
31.3.2022	Vähennä	1,30 €	1,38 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**