

QPR Software

Laaja raportti

26.5.2023 07:50



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



Roni Peuranheimo
+358 505610455
roni.peuranheimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Käänneprosessissa vielä louhittavaa

Toistamme QPR:n vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 0,62 euroon (aik. 0,65 EUR) lieviä ennustelaskuja heijastellen. QPR:n uuden käänneamatkan ensimmäinen vuosi oli töyssyinen, mutta pinnan alla yhtiön prosessilouhintaohjelmistoon liittyvä pitkän aikavälin potentiaali on yhä olemassa. Tänä vuonna uusmyynnin näkyvä on kuitenkin varovainen, mistä toukokuussa käynnistetyt uudet muutosneuvottelut osaltaan kertovat. Samalla yhtiön tiukka rahoitusasema pitää liikkumavaran strategian toteuttamiselle rajallisena. Siten käännetarinan riski/tuotto-suhde ei ole mielestämme nykyarvostuksella (2023e EV/S 1,5x) vielä riittävän houkutteleva.

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 suoramyynninä kuin jälleenmyyjäkumppanien kautta. 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. 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, mutta yhtiön pieni koko ja rajallinen taloudellinen liikkumavara ovat kilpailuhaittoja.

Uuden strategiakauden alkuun osui harmillisia töyssyjä, joita paikataan vielä tänä vuonna

Pitkän alisuorittamisen kauden jälkeen QPR lähti hakemaan käännettä vuonna 2022 uudella omistajapohjalla, hallituksella, johdolla ja strategialla, jonka keskiössä on kansainvälisen SaaS-liiketoiminnan kasvattaminen prosessilouhinnan markkinoilla. Käänneamatkan ensiaskeleet eivät ole kuitenkaan sujuneet suunnitellusti, kun Lähi-idän projektihaasteet ja heikentynen taloustilanteen myötä uusmyynnin hidastuminen romuttivat yhtiön kannattavuuden ja juuri tätä ennen osakeannilla vahvistetun rahoitusaseman. Merkittävien kustannussäästöjen jälkeen kasvu- ja kannattavuuskäännettä lähdetään nyt tänä vuonna hakemaan huomattavasti kevyemmällä organisaatiolla. Strategian onnistuessa QPR:n liikevaihdosta vuonna 2026 jo merkittävä osa muodostuisi jatkuvista SaaS-tuotoista, sillä yhtiö tavoittelee strategiakaudella 2022-2026 keskimäärin yli 30 %:n vuotuisesta SaaS-liikevaihdon kasvua (2022: 1,7 MEUR, +36 %). Tässä onnistuminen vaatii etenkin oikeiden strategisten jälleenmyyjäkumppanien löytämistä kansainvälisille markkinoille. Lyhyellä tähtäimellä kriittistä on kannattavuusparannus ja taseaseman tervehdyttäminen, jotta edellytykset kasvustrategian toteuttamiselle vahvistuisivat.

Tuotto/riski-suhde ei houkuta vielä riskinottoon

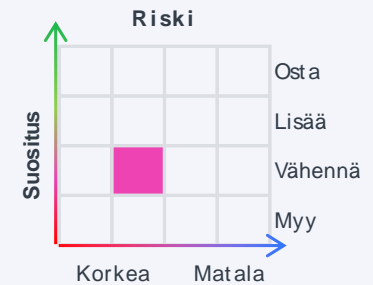
Ennustamme QPR:n SaaS-liikevaihdon kasvavan 2023-2026 vuosittain keskimäärin 30 % ja kokonaisliikevaihdon 8 % strategiakauden loppua kohti kiihtyvällä kasvukäyrällä. Käännetarinaani liittyvät riskit ja mahdollisuudet huomioiden QPR:n nykyinen arvostus (2023e-2024e EV/S n. 1,5x) näyttää suhteellisen neutraalilta. Päivitetty osien summa - laskelmamme indikoi osakkeelle 0,62 euron arvoa 0,43-0,82 euron haarukalla. Pitkällä aikavälillä osakkeessa on arvonluontipotentiaalia uuden strategian onnistuessa, mutta yhtiön välttävä rahoitusasema ja tulostuoteeseen liittyvä epävarmuus ei puolla vielä tähän nojaamista.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

0,62 EUR
(aik. ,65 EUR)

Osakekurssi:
0,60



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	7,8	8,2	8,7	9,6
kasvu-%	-14 %	5 %	6 %	10 %
EBIT oik.	-2,8	-0,6	-0,2	0,1
EBIT-% oik.	-35,4 %	-7,6 %	-1,8 %	1,0 %
Nettotulos	-2,9	-0,7	-0,3	0,0
EPS (oik.)	-0,18	-0,04	-0,02	0,00

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	18,5	neg.	neg.	neg.
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100
EV/EBITDA	neg.	30,2	13,6	10,2
EV/Liikevaihto	1,4	1,5	1,5	1,3

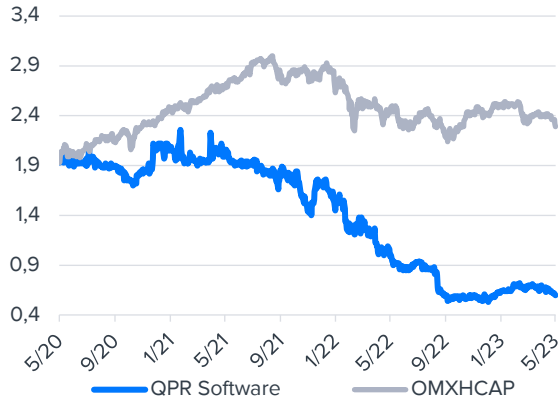
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

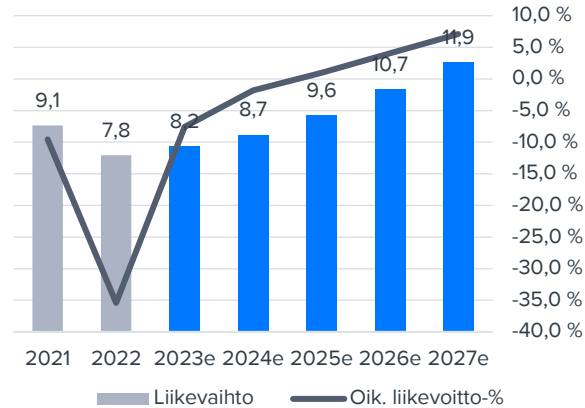
QPR odottaa SaaS:n liikevaihdon kasvun olevan yli 35 % ja anvioi koko liikevaihdon kasvavan vuonna 2023 (2022: 7,8 MEUR). Yhtiö odottaa käyttökateen paranevan huomattavasti ja päätyvän kannattavuusrajalalle (2022: -1,8 MEUR).

Osakekurssi



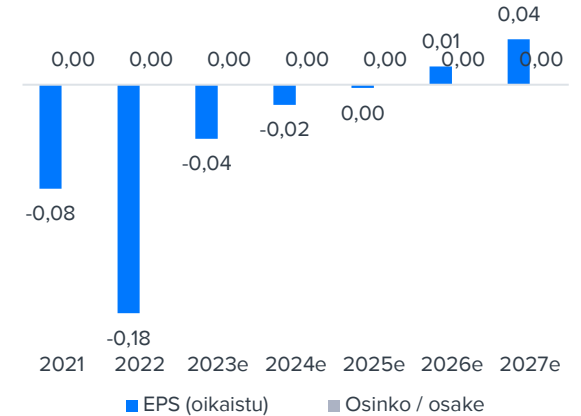
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Rahoitusasema ei mahdollista merkittäviä kasvuinvestointeja, ja yhtiö joutuu tasapainottelemaan näiden ja kustannussäästöjen kanssa
- Heikentyvä makroympäristö jarruttaa uusmyynnin näkymiä
- Pieni koko ja rajalliset resurssit suhteessa kilpailijoihin
- Uuden strategian toimivuus on vielä todistamatta
- Vanhojen tuotteiden liikevaihdon lasku
- Teknologia- ja avainhenkilöriskit

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,60	0,60	0,60
Osakemäärä, milj. kpl	16,0	16,0	16,0
Markkina-arvo	9,7	9,7	9,7
Yritysarvo (EV)	12	13	13
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.
P/S	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	30,2	13,6	10,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-12
Sijoitusprofiili	s. 13-15
Markkinat	s. 16-18
Kilpailu	s. 19-21
Strategia	s. 22-24
Taloudellinen tilanne	s. 25-26
Ennusteet	s. 27-29
Arvonmääritys	s. 30-33
Taulukot	s. 34-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 39

QPR lyhyesti

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

1991

Perustamisvuosi

2002

Listautuminen

7,8 MEUR (-14 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

53 %

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta 2022

-2,8 MEUR (-35 % lv:sta)

Liikevoitto 2022

65

Henkilöstö Q1'23 lopussa

60% / 40%

Ohjelmistojen / konsultoinnin osuus liikevaihdosta 2022

-2014

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

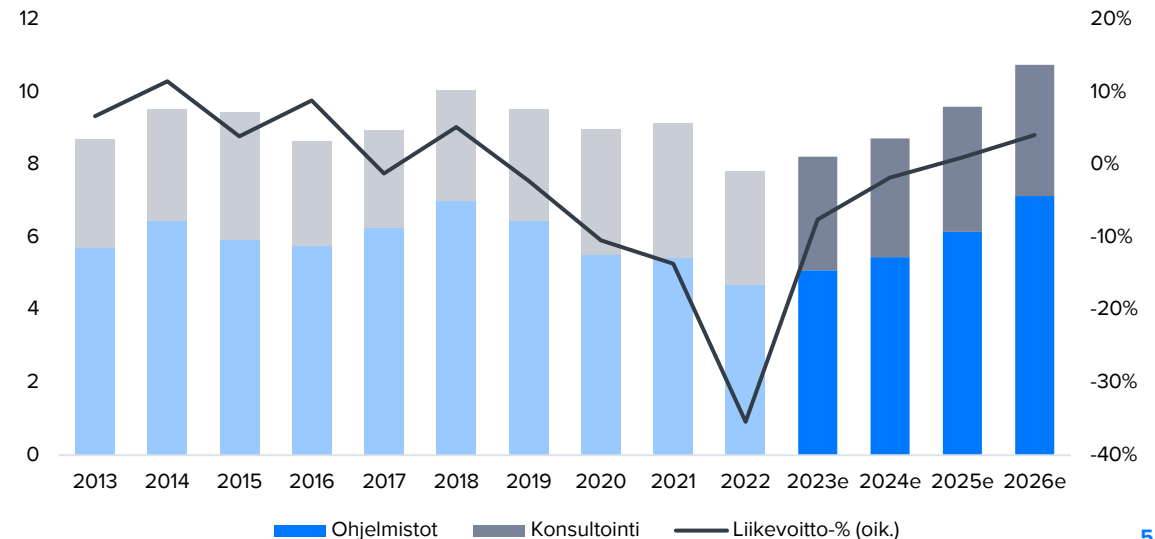
2015-2021

- 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-

- Kasvukäännettä haetaan uudella strategialla, johdolla ja hallituksella
- Käänneamatkan alkuun osuu töyssyjä, kun talouden epävarmuus jarruttaa uusmyyntiä ja vanhojen Lähi-idän projektien ongelmat pintaautuvat
- Osakeannilla kerätyt 3 MEUR:n nettovarot menevät haasteiden paikkaamiseen
- Yhtiö käy läpi mittavat muutosneuvottelut, ja merkittävien kustannussäästöjen jälkeen käännettä lähdetään hakemaan entistä tiivimmällä organisaatiolla

Liikevaihto ja kannattavuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

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 vahvimillaan kotimarkkinalla Suomessa. Yhteensä QPR:n ohjelmistoja ja palveluja on hyödyntänyt toiminnassaan yli 2000 organisaatiota. Vuonna 2022 QPR teki liikevaihtoa 7,8 MEUR, josta noin 53 % tuli Suomesta, 35 % muualta Euroopasta ja 12 % muualta maailmasta.

QPR työllisti Q1'23 lopussa 65 henkilöä, joista 16 % työskenteli myynnissä ja markkinoinnissa, 43 % konsultoinnissa ja asiakaspalvelussa, 29 % tuotekehityksessä ja 12 % hallinnossa. Yhtiön pääkonttori on Helsingissä ja lisäksi sillä on toimisto Oulussa.

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

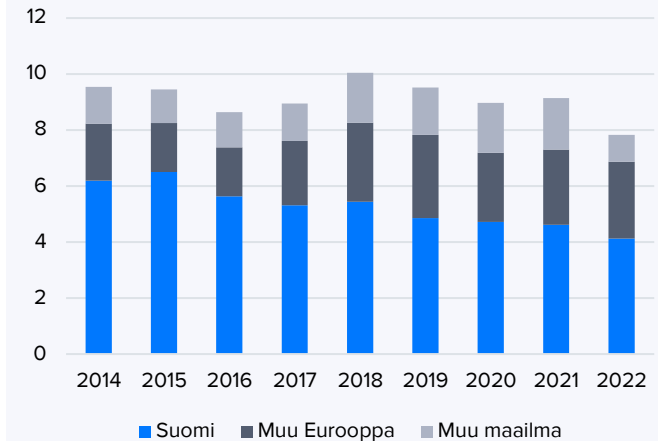
Kokonaisarkkitehtuurin suunnittelu ja mallintaminen sekä suorituskykyjohtamisen ohjelmistot ovat kypsempiä tuotealueita, joissa

kasvunäkymä on vakaa. Niiden tuottama kassavirta antaa kuitenkin QPR:lle resursseja investoida prosessilouhintaohjelmiston kehittämiseen ja kansainväliseen myyntiin.

QPR on pyrkinyt profiloitumaan sijoittajille kasvuyhtiöksi, mutta yhtiön kasvu on ollut lähes koko pörssi-aikanaan ajan vaivalloista. Viimeisen kymmenen vuoden aikana liikevaihto on polkenut käytännössä paikoillaan noin 8-10 MEUR:n välissä (2022: 7,8 MEUR). Kannattavuus on vaihdellut vuosien mittaan ja viimeiset neljä vuotta yhtiö on ollut tappiollinen. Vuonna 2022 yhtiö lähti tavoittelemaan käännettä uudella strategialla ja keräsi osakeannilla varoja kasvustrategian rahoittamiseksi. Käännä ei käynnistynyt odotetusti, kun yhtiön Lähi-idän liiketoiminnoissa ilmenneiden projektihaasteiden myötä tappiot syvenivät entisestään, joiden myötä yhtiön rahoitustilanne heikkeni huomattavasti. Haasteiden myötä yhtiö joutui tekemään kokoluokkaansa nähden mittavat muutokset ja hiljattain yhtiö tiedotti vielä toisista pienemmistä muutosten neuvotteluista. Nyt käännettä lähdetään hakemaan entistä tiiviimmän organisaation ja uuden toimitusjohtajan voimin.

Strategiassaan QPR pyrkii voimakkaaseen kansainväliseen kasvuun prosessilouhinnan SaaS-liiketoiminnalla. Vuosien 2022-2026 strategiakaudella QPR tavoittelee keskimäärin yli 30 %:n vuosikasvua SaaS-liiketoiminnassa (2022: +36 %, 1,7 MEUR) ja toissijaisena tavoitteena keskimäärin korkeaa yksinumeroista kokonaisliikevaihdon kasvua. Nopeasti kasvavalla markkinalla pienelle ja erikoistuneelle toimijalle pitäisi olla tilaa, vaikka vastassa on huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja vahvoja kilpailijoita.

Liikevaihdon maantieteellisen jakauman kehitys



Henkilöstön jakauma Q1'23



Avainlukuja

0,3 %

Liikevaihdon kasvu
(CAGR-%) 2011-2022

-1,6 %

Liikevoitto-%:n
keskiarvo 2012-2022

51 %

Jatkuvien tuottojen osuuden
keskiarvo liikevaihdosta
2012-2022

65 %

Ohjelmistoliiketoiminnan
osuuden keskiarvo liikevaihdosta
2012-2022

Toiminnot

Myynti ja
markkinointi
(16 %*)



Konsultointi ja
asiakaspalvelu
(43 %*)



Hallinto
(12 %*)



Tuotekehitys
(29 %*)



* Osuus henkilöstöstä Q1/23

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 kertalicenssinä sekä pilvipalveluna (SaaS)
- Ratkaisu-, sisältö- ja teknistä konsultointia sekä koulutus- ja valmennuspalveluita

Myyntikanavat



Suoramyynti



Jälleenmyyntiverkosto

Kilpailu

Ohjelmistot:



Konsultointi:



Deloitte.

FUJITSU

accenture

Ratkaisut

Ohjelmistot:

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

60 % lv:sta (2022)

Konsultointi:

- Toiminnankehityksen, digitalisointi- ja muutosjohtamisen konsultointia

40 % lv:sta (2022)

Kustannusrakenne (2022)



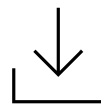
Henkilöstökulut
(92 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(20 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(10 %)

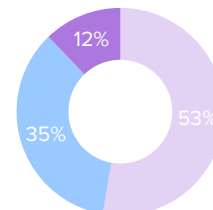


Poistot
(13 %)

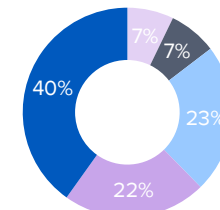
Lähde: Inderes

Tulovirrat (2022)

Liikevaihto 7,8 MEUR
EBIT (oik.) -2,8 MEUR



■ Suomi
■ Muu Eurooppa
■ Muu maailma



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

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 2022 yhtiön liikevaihdosta 60 % tuli ohjelmistoista ja 40 % 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. Lisenssimyynnin osuus liikevaihdosta laski viime vuonna merkittävästi yhtiön keskittyessä SaaS-myyntiin.

Tänä päivänä QPR pyrkii toimittamaan ohjelmistojaan erityisesti pilvipohjaisesti SaaS-mallilla, joka on luonteensa mukaisesti jatkuvaa liikevaihtoa. SaaS-tuotot vastasivat vuonna 2022 noin 22 % liikevaihdosta. Kokonaisuutena jatkuvat tuotot olivat viime vuonna 53 % 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

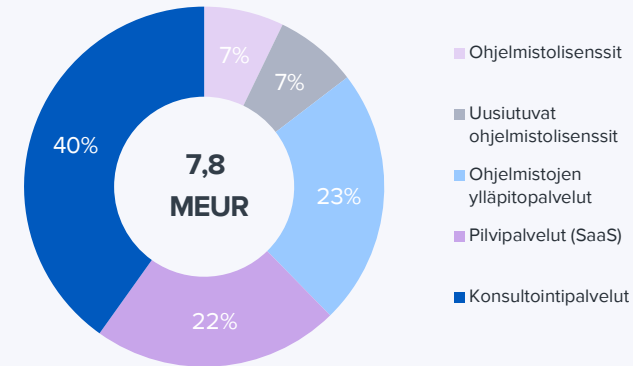
liikevaihtoon lisää jatkuvuutta ja ennustettavuutta. Viime vuonna QPR onnistui saamaan SaaS-tuotot vahvaan kasvuun (+35 %), joskin siirtymä osaltaan näkyi lisenssimyynnin heikentymisenä (-57 %). Myös ylläpitotuottojen trendi on ollut SaaS-transformaation vuoksi alaspäin. QPR:n ohjeistus kuluvalle vuodelle SaaS-tuottojen kasvun osalta (yli 35 %) ennakoii kasvun jatkuvan hyvällä trendillä tänä vuonna.

Liiketoiminnan skaalautuvuus

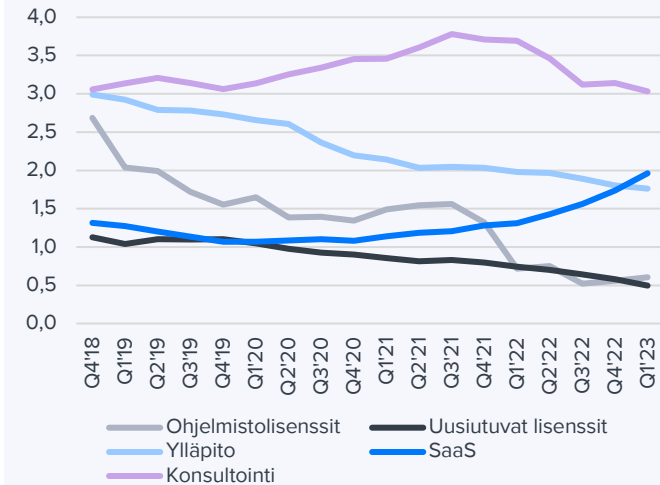
QPR:n liiketoimintamalli on hyvin skaalautuva, sillä liikevaihdosta suurin osa tulee standardoitujen ohjelmistoratkaisujen myynnistä. Tästä kertoo myös yhtiön korkea bruttokate (2021-2022: 80-88 %). Kiinteästä kulurakenteesta johtuen ohjelmistomyynnin kasvu heijastuisi voimakkaan positiivisesti myös yhtiön kannattavuuteen. Viime vuosina kannattavuuden näkökulmasta ongelmana on ollut liian matala liikevaihdon taso, jotta ohjelmistoliiketoiminnan hyödyistä päästäisiin nauttimaan. Tehtyjen kustannussäästöjen ja SaaS-kasvun jatkuessa kannattavuuden pitäisi kuitenkin alkaa parantua tulevina vuosina selvästi, vaikka kasvu vaatii myös panostuksia myyntiin ja tuotekehitykseen. 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 2022



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 Q1'23:n lopussa 19 henkilöä ja vuonna 2022 tuotekehitysmenot (2,7 MEUR) vastasivat noin 34 % liikevaihdosta. Tuotekehitysmenoista reilu kolmannes on tyypillisesti aktivoitu taseeseen ja loput on esitetty kuluihin 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.

Viime vuonna tuotekehitysmenoissa nähtiin selvää kasvua, jotka kohdistuivat käsityksemme mukaan pääasiassa prosessilouhinnan ratkaisuihin. Tämä onkin mielestämme tervetullutta, sillä nopeasti kehittyvästä markkinasta on tavoittelemassa omaa osuuttaan myös monia huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja kilpailijoita. Yleisesti QPR:n prosessilouhintateknologia on käsityksemme mukaan pidetty ajantasaisena, eikä olennaista teknologiavelkaa ole päässyt kertymään.

QPR pyrkii erikoistumaan prosessilouhinnassa tiettyihin erityisalueisiin, joilla yhtiö erottautuu kilpailussa. Viime vuonna yhtiö lanseerasi QPR ProcessAnalyzerista version, joka toimii natiivisti Snowflake-alustalla ja QPR on tällä hetkellä ensimmäinen ja ainoa Process Mining Powered by

Snowflake -ohjelmistokumppani. Yhtiö julkisti myös Tietoevryn kanssa yhteistyössä tehdyn SAP S/4HANA Vectorial –prosessilouhintaratkaisun, joka on suunniteltu auttamaan SAP-asiiantuntijoita ja yritysanalytikoita S/4HANA-muutosprojekteissa.

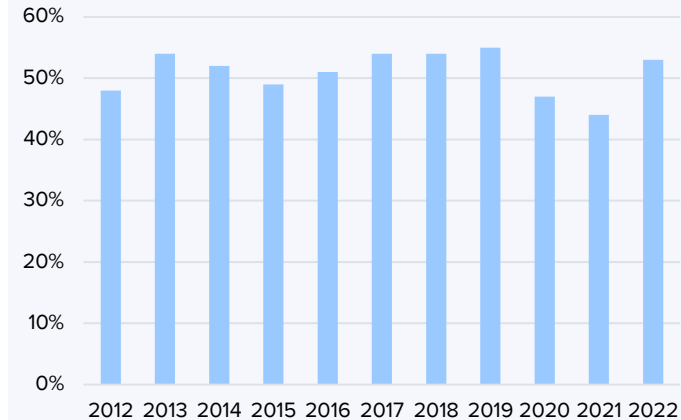
Myynti- markkinointi- ja jakelukanavat

Suomessa QPR myy ja toimittaa ohjelmistoja ja konsultointipalveluita pääosin suoraan asiakkaille. Ulkomailla ohjelmistoja myydään suoramyynnin lisäksi jälleenmyyntiverkoston kautta. Arviomme mukaan tällä hetkellä valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee vielä suoramyynnin kautta. Myyntipanostuksia QPR kohdistaa erityisesti Suomen, Ranskan ja Iso-Britannian markkinoille.

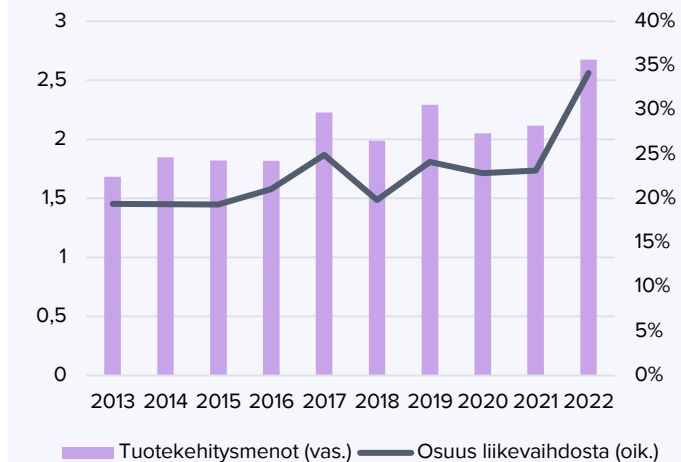
Strategiassaan QPR panostaa nyt enemmän strategisten kumppanien löytämiseen kuin laajaan joukkoon pieniä jälleenmyyjiä. Pienelle yhtiölle oikeiden partnereiden löytäminen olisi kriittistä myynnin skaalautuvuuden saavuttamiseksi. Kumppanikanavan kehittäminen onkin yksi keskeisimpiä asioita QPR:n kasvutavoitteiden saavuttamiseksi. Jälleenmyyntiverkostossa merkittävin tuote historiallisesti on ollut suorituskykyjohtamisen ohjelmisto QPR Metrics.

Voimakkaamman kasvun saavuttamiseksi pidemmällä aikavälillä QPR:n täytyy näkemyksemme mukaan rekrytoida lisää resursseja myyntiin sekä kumppanikanavan kehittämiseen erityisesti kansainvälisille markkinoille. Tällä yhtiöllä on tämän toteuttamiseen varsin rajalliset resurssit ja olennaista onkin saada nykyisestä myyntitiimistä lisää tehoa irti. Myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli Q1'23:n lopussa 11 henkilöä.

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. 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/parametrointia 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 prosessilouhinta-tekniikkaa. 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 voimakkaasti 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 QPR:n 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. Tästä esimerkkinä toimii QPR:n joulukuussa 2022 tiedottama laajennussopimus maailmanlaajuisen lääkeyhtiön kanssa, missä 3 vuoden sopimuksen arvo nousee yli miljoonaan euroon.

Valittuja asiakasreferenssejä:



Esimerkkejä QPR ProcessAnalyzer liitäntäohjelmistoista:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Tässä tapauksessa prosessilouhintaohjelmiston käyttöä laajennetaan asiakaslaskutus-prosessista myös hankinnasta maksuun, HR- ja sopimushallintaprosesseihin.

Arviomme mukaan tällä hetkellä jo enemmistö QPR:n SaaS-tuotoista (2022: 1,7 MEUR) tulee prosessilouhinnasta. Tuotetta on myyty jonkin verran myös lisenssimallilla, mutta nykyään 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 suorituskykymittaristoineen 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 markkina 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 konsultoinnin liikevaihdesta.

Kokonaisuudessaan konsultointi vastasi 40 % QPR:n liikevaihdesta vuonna 2022. Konsultoinnin liikevaihto laski (-15 %) merkittävästi erityisesti Lähi-idän projektihaasteiden vuoksi, jotka sitoivat merkittävän määrän henkilöstöä ei-laskutettavaan työhön. Lisäksi ongelmaprojektit ovat rasittaneet merkittävästi kannattavuutta korkeiden alihankintakustannusten vuoksi. Yhtiön mukaan ongelmaprojektit pitäisi saada valtaosin valmiiksi Q2'23:n aikana.

Pääasiassa QPR toimii konsultoinnissa kuitenkin kotimarkkinallaan Suomessa ja palveluita myydään suoraan asiakkaille. Suomessa konsultointiliikevaihdesta 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
QPR BusinessPortal	Liiketoimintaprosessien, IT-järjestelmien ja kokonaisarkkitehtuurin mallinnuksen visualisointi	Julkaistu 2021	Pieni	Kasvava	Pieni
QPR EnterpriseArchitect	Kokonaisarkkitehtuurin mallinnukseen ja hallintaan suunniteltu työkalu	Kypsä	Suuri	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa
QPR ProcessDesigner	Prosessijohtamiseen tarkoitettu prosessien suunnittelu- ja mallinnusohjelmisto	Kypsä	Melko suuri	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa
QPR ProcessAnalyzer	Prosessilouhintaohjelmisto, jolla saadaan nopeasti tarkka näkymä prosesseihin niiden tehostamista varten	Suurimmat tuotekehityspanostukset kohdistuvat tänne	Suuri	Erittäin vahvasti kasvava	Kriittinen
QPR Metrics	Suorituskyvyn mittaamisen ohjelmisto strategian toimeenpanoon ja operatiiviseen johtamiseen	Kypsä	Suuri, tärkeä etenkin jälleenmyyntikanavassa	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa
QPR Arkkitehtuuripankki	Yhdistetty paketti QPR:n ohjelmistoja Suomen julkiselle sektorille	Kypsä	-	Vakaa	Tuottaa kassavirtaa

Sijoitusprofiili

Kasvua tavoitteleva käännehyhtiö

Pitkän alisuorittamisen kauden jälkeen QPR lähti hakemaan käännettä vuonna 2022 uudella omistajapohjalla, hallituksella, johdolla ja strategialla. Strategian keskiössä on kansainvälisen SaaS-liiketoiminnan kasvattaminen nopeasti kehittyvillä prosessilouhinnan markkinoilla. Käänneamatkan ensiaskeleet eivät ole kuitenkaan sujuneet suunnitellusti, kun Lähi-idän projektihaasteet ja heikentyneen taloustilanteen myötä uusmyyntiin hidastuminen romuttivat yhtiön kannattavuuden ja juuri tätä ennen osakeannilla vahvistetun rahoitusaseman. Merkittävien kustannussäästöjen jälkeen kasvu- ja kannattavuuskäännettä lähdetään nyt tänä vuonna hakemaan huomattavasti trimmatummalla kustannusrakenteella. Strategian onnistuessa QPR:n liikevaihdosta vuonna 2026 jo merkittävä osa muodostuisi jatkuvista SaaS-tuotoista. Tämä toisi lisää ennustettavuutta yhtiön liiketoimintaan, tukisi kannattavuuden kehitystä ja heijastuisi todennäköisesti myös osakkeen hyväksyttäviiin arvostuskertoimiin. Lyhyellä tähtäimellä kriittistä on kannattavuusparannus ja taseaseman tervehdyttäminen, jotta edellytykset kasvustrategian toteuttamiselle vahvistuisivat.

Potentiaali ja arvoajurit

Kasvu nykyisillä ohjelmistoilla etenkin prosessilouhintamarkkinalla: SaaS-liiketoiminnan kasvu on osakkeen keskeisin arvoajuri.

Voimakkaasti kasvava markkina:

Prosessilouhintamarkkina on viime vuosina siirtynyt voimakkaan kasvun vaiheeseen, mikä antaa myötätuulta QPR:lle kasvun tavoittelussa.

Skaalautuva kulurakenne: Merkittävä osa QPR:n

kuluista on kiinteitä ja bruttokate on korkea. Siten kannattavuudessa on selkeää skaalautumispotentiaalia liikevaihdon kasvaessa.

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

Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen:

Jälleenmyyjäverkoston laajentaminen ja oikeiden strategisten kumppanien löytäminen toisi myyntiin skaalautuvuutta ja kiihdyttäisi kasvua.

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

Keskeiset riskit

Tiukka taseasema: Viime vuoden mittavat tappiot ajoivat QPR:n taseen heikkoon kuntoon. Yhtiön rahoitusasema ei jätä yhtiölle olennaista liikkumavaraa ja tällä hetkellä yhtiö joutuukin kamppailemaan samaan aikaan kustannussäästöjen ja kasvuinvestointien välillä. Nykyistä tilannetta tarkastellessa uuden oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräämistä ei voida poissulkea, mikä aiheuttaisi diluutiota.

Kannattavuuskäanteen epäonnistuminen: QPR tavoittelee strategiassaan positiivista liiketulosta vuoteen 2024 mennessä. Viime vuosina yhtiön kulurakenne on ollut liian raskas nykyiseen liikevaihtokuormaan nähden. Tehdyt kulusäästöt tukevat yhtiön kannattavuuskäännettä, mutta pidemmällä aikavälillä kannattavuus paranee kestävästi vain korkeiden bruttomarginaalien

ohjelmistoliiketoiminnan kasvun kautta. Siten kasvun kiihdyttäminen on ainoa kestävä tie liiketoiminnan pitkän aikavälin näkymien kannalta.

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 tulevana vuosina jarruttaa yhtiön kokonaiskasvua.

Uuden strategian toimivuus on vielä

todistamatta: QPR:n kasvu lepää pitkälti prosessilouhinnan QPR ProcessAnalyzer -tuotteen harteilla. Isossa kuvassa SaaS-liiketoiminnan kasvattaminen on vielä hyvin alkuvaiheessa, joskin SaaS-kasvu on lähtenyt reippaasti käyntiin strategiakauden alussa.

Haasteet jakelukumppanien löytämisessä:

Jakelukanavan laajentaminen ja oikeiden kumppanien löytäminen on avainasemassa QPR:n kansainvälisessä kasvussa. Historiassa tämä on osoittautunut yhtiölle haastavaksi, mistä osaltaan vaisu historiallinen kehitys kertoo.

Avainhenkilöriskit: QPR:n henkilöstömäärä on pieni, joten liiketoiminnan kehittyminen on jossain määrin riippuvainen avainhenkilöiden sitoutumisesta yhtiöön. Vaihtuvuus henkilöstössä voisi aiheuttaa väliaikaista häiriötä kasvustrategian toteuttamiseen, jonka osalta läpikäydyt muutosneuvottelut osaltaan nostavat henkilöstöön ja kulttuuriin liittyviä riskejä.

Sijoitusprofiili

1.

Käänneyhtiö, joka pyrkii muuntautumaan kannattavasti kasvavaksi SaaS-yhtiöksi

2.

Suuri kasvupotentiaali prosessilouhintamarkkinassa

3.

Prosessilouhintateknologia kilpailukykyistä, mutta kaupallistaminen ollut haasteena

4.

Tiukka rahoitusasema jarruttaa kasvustrategian toteuttamista

5.

Skaalautuva ja osittain jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoimintamalli

Potentiaali



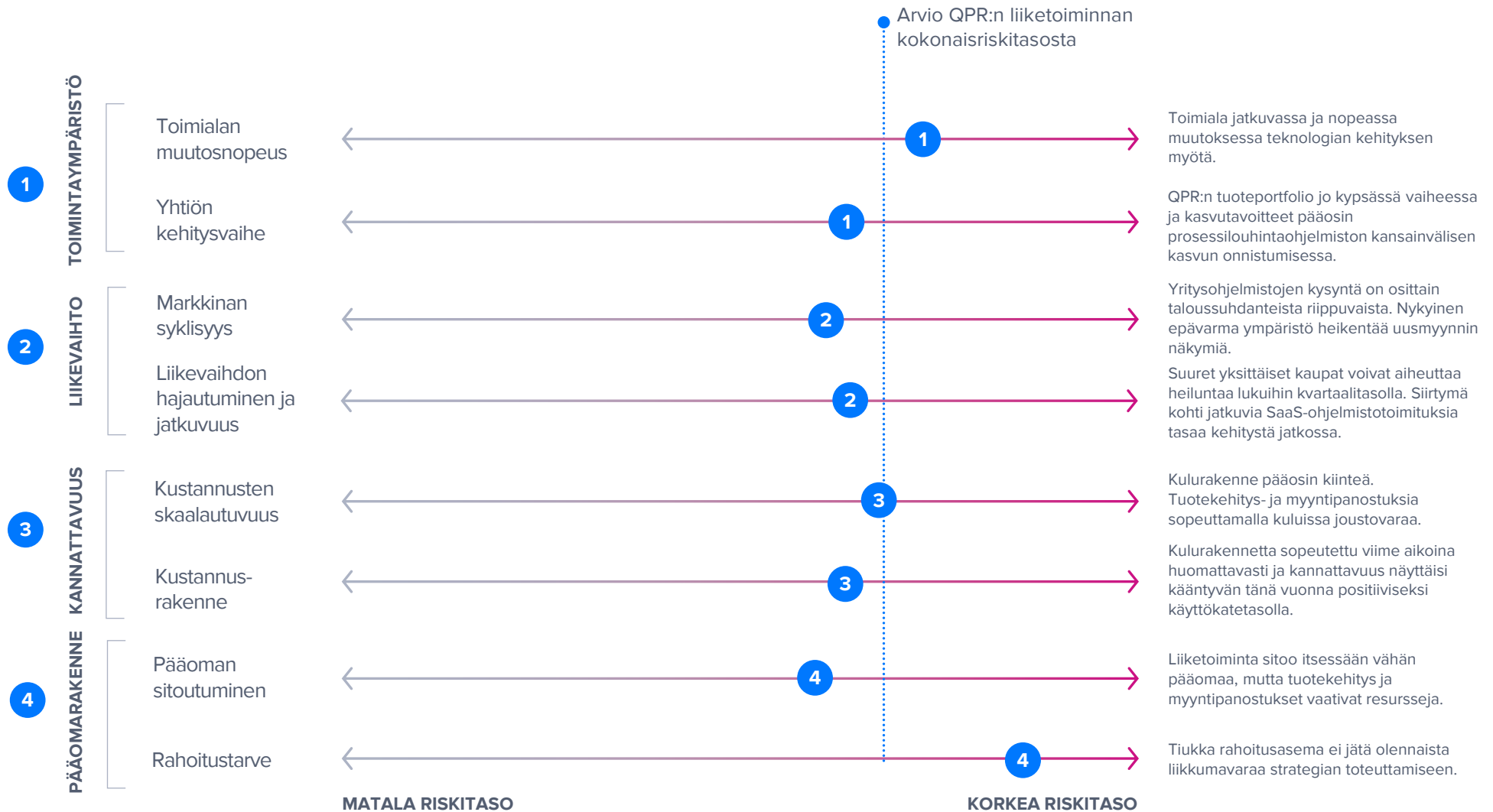
- Kasvu nykyisillä ohjelmistoilla etenkin prosessilouhintamarkkinalla
- Kannattavuudessa huomattavaa skaalautumispotentiaalia SaaS-tuottojen kasvaessa
- Prosessilouhintamarkkinan vahvat kasvunäkymät
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja strategisten kumppanien löytäminen kansainvälisen myynnin ajuri
- Potentiaalinen yritysostokohde

Riskit



- Rahoitusasema ei mahdollista merkittäviä kasvuinvestointeja, ja yhtiö joutuu tasapainottelemaan näiden ja kustannussäästöjen kanssa
- Kova globaali kilpailu organisaatioiden toiminnan kehityksen ohjelmistoissa ja palveluissa
- 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

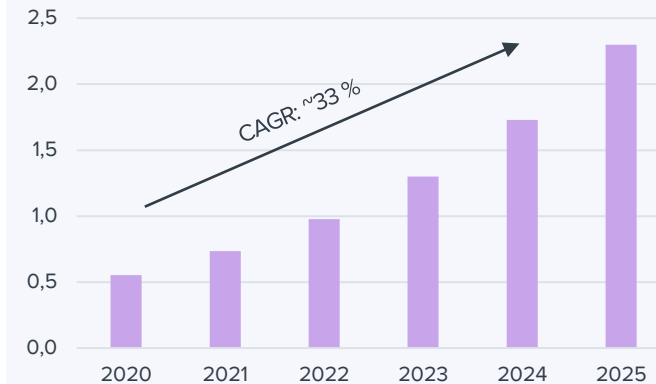
QPR on ollut vuonna 2011 lanseeratulla QPR ProcessAnalyzerilla hyvin eturintamassa ennakoimassa prosessilouhintamarkkinan (process mining) kehittymistä. Markkinan houkutteleva kasvupotentiaali on nimittäin alkanut realisoitua vasta aivan viime vuosina, mutta isossa kuvassa markkina on edelleen elinkaarensa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

Eri arvioiden mukaan globaalin prosessilouhintamarkkinan koko vuonna 2022 oli hieman vajaa miljardi dollaria. Gartner on arvioinut vuoden 2021 raportissaan markkinan kasvavan noin 33 %:n vuotuista kasvuvauhtia vuosien 2020-2025 välillä. Muut tutkimustalot, kuten Fortune Business Insights, Polaris Market Research ja

MarketWatch, ovat ennustaneet markkinan kasvavan jopa 50 %:n vuotuista vauhtia seuraavan noin viiden vuoden aikana. Etenkin pilvipohjaisten ohjelmistojen odotetaan kasvavan erittäin nopeasti. Tarkempaa kasvuvauhtia olennaisempaa QPR:n kannalta on, että markkina on suuri, kasvaa nopeasti, ja tarjoaa siten huomattavia kasvumahdollisuuksia hyvällä strategian toteuttamisella.

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 kysyntää prosessilouhinnalle, sillä se tarjoaa aiempaa paremmat työkalut prosessien pullonkaulojen tehostamiselle. Lisäksi tekoälyn hyödyntäminen mahdollistaa suurempien datamassojen käsittelyn tehokkaasti, mikä tekee prosessilouhinnasta aiempaa tehokkaampaa. Myös esimerkiksi kasvavat vastuullisuusvaatimukset lisäävät yritysten tarvetta saada entistä parempi ymmärrys toimitusketjujen rakenteesta, mihin prosessilouhinta voi tarjota ratkaisuja.

Gartnerin arvio prosessilouhintamarkkinan kasvusta (mrd. \$)



Markkinat 2/2

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 olevan noin miljardin kokoinen. Markkinan odotetaan kasvavan vakaasti noin 4-5 %:n vauhdilla.

Näiden ohjelmistojen loppukäyttäjät ovat isojen, tyypillisesti yli 500 hengen, organisaatioiden kokonaisarkkitehtuurista vastaavat henkilöt (esim. CIO), prosessianalytikot, liiketoiminta-analytikot ja liiketoimintajohtajat. Perusajatuksena on hahmottaa organisaatioiden prosesseja ja liiketoimintamalleja kokonaisuutena. 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 6 miljardia dollaria. QPR on arvioinut tästä kokonaismarkkinasta itselleen relevantin markkinan olevan noin 300 MEUR. Tällä markkinalla QPR toimii QPR Metrics -tuotteellaan. Organisaatioiden jatkuva tarve lisätä operatiivista tehokkuuttaan optimoimalla prosessejaan ajaa markkinan kysyntää. Eri lähteiden mukaan

markkinan odotetaan kasvavan noin 6-7 %:n vuotuista vauhtia seuraavien vuosien aikana. Datan määrän kasvu kaikissa organisaatioiden toimintoissa mahdollistaa jatkuvasti uusien suorituskykyindikaattorien mittaamisen ja niiden käyttämisen yritysten tehdessä strategisia päätöksiä. Kaiken kaikkiaan markkinan kysyntänäköymät ovat vakaat.

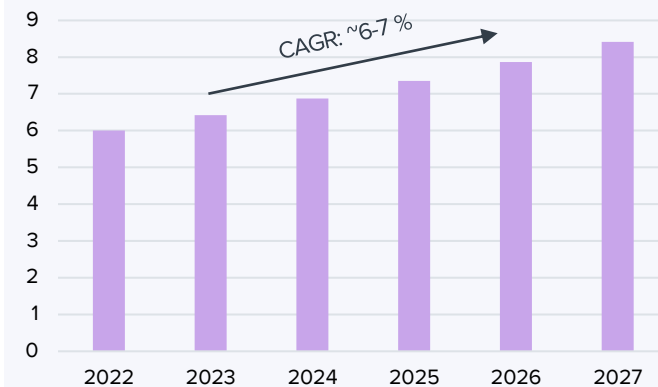
Konsultointi

Erillisesti myytäviä konsultointipalvelujaan QPR tarjoaa lähinnä Suomessa, minkä lisäksi konsultointi kattaa myös ohjelmistomyyntiin yhteydessä myytävät ohjelmistotoimitukset ulkomailla. Relevantti kohdemarkkina erilliselle ohjelmistomyyntistä irralliselle konsultoinnille on 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. Julkinen sektori tarjoaisi käsityksemme mukaan kasvumahdollisuuksia, mutta kireä osaajakilpailu tällä melko pienellä niche-markkinalla toimii osaltaan kasvun pullonkaulana. QPR:n rajallinen taloudellinen liikkumavara rajoittaa myös etupainotteisten rekrytointien tekemistä konsultointiin tällä hetkellä.

























Kokonaisarkkitehtuuri-työkalujen markkina (mrd. \$)



Enterprise Performance Management -markkina (miljardia dollaria)



Markkinat ja kilpailukenttä yhteenveto

Markkina	Koko ja kasvu	QPR:n tuotteet	Keskeiset kilpailijat
Prosessilouhinta	~1 000 MEUR Erittäin nopea (~30-50 %) kasvu	QPR ProcessAnalyzer	     
Prosessien ja kokonaisarkkitehtuurin suunnittelu- ja mallintamismarkkina	~1 000 MEUR Vakaa (~4-5 %) kasvu	QPR EnterpriseArchitect QPR ProcessDesigner QPR BusinessPortal	      
Suorituskykyjohtamisen markkina	300 MEUR Vakaa (~6 %) 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. Lisäksi kilpailijoina voidaan mainita SAP:n vuonna 2021 1,1 miljardilla dollarilla ostama Signavio sekä Microsoftin vuonna 2022 ostama Minit.

Erityisen vahva kilpailija toimialalla on Celonis, joka on kerännyt vuosien 2021-2022 rahoituskerroksillaan yhteensä peräti kaksi miljardia dollaria kasvurahaa kovalla 11-13 miljardin dollarin arvostuksella. Celonis on markkinajohtaja prosessilouhintaohjelmistoissa kaikissa asiakasvertikaaleissa ja Gartnerin mukaan yhtiöllä on yli 60 %:n markkinaosuus.

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, joskin yhtiöstä on tehty julkinen ostotarjous, jonka myötä

yhtiö on poistumassa pörssistä.

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 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. QPR:n prosessilouhintaratkaisu oli mukana Gartnerin vuoden 2023 toimialakatsauksessa ”visionääri”-kategoriassa. Tämä on yhtiön kokoluokka huomioiden hyvä saavutus ja heijastelee osaltaan yhtiön innovatiivista kulmaa kehittää natiivisti Snowflake-alustan kanssa toimiva ohjelmisto.

Kaiken kaikkiaan prosessilouhinnassa yhtiön ratkaisu vaikuttaa teknologisesti hyvin kilpailukykyiseltä, vaikka yhtiö pystyy panostamaan tuotekehitykseen huomattavasti suurempia kilpailijoitaan vähemmän. Tästä yhtenä osoituksena toimii prosessilouhintaohjelmistolle saadut patentit, asemointi toimialaraporttien vertailuissa sekä olemassa olevat suuret

asiakkuudet. Käsitksemme 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. Arviomme mukaan myös yhtiön kireä rahoitusasema todennäköisesti painaa myös joidenkin asiakkaiden vaakakupissa prosessilouhinnan ohjelmistotoimittajia vertailtaessa.

Pieni koko ja rajalliset resurssit rajoittavat myös 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 ovat historiassa näkyneet esimerkiksi haasteina jakelukanavan kehittämisessä ulkomaille. Jakelukanavien ja oikeiden strategisten kumppanien löytäminen on QPR:lle keskeistä, sillä ilman niitä tuoteliiketoimintaan on vaikea saada volyyymia ja sitä kautta skaalautuvuutta. Tämä on yksi keskeisimpiä kehittämiskohteita QPR:n strategiassa tulevana vuosina.

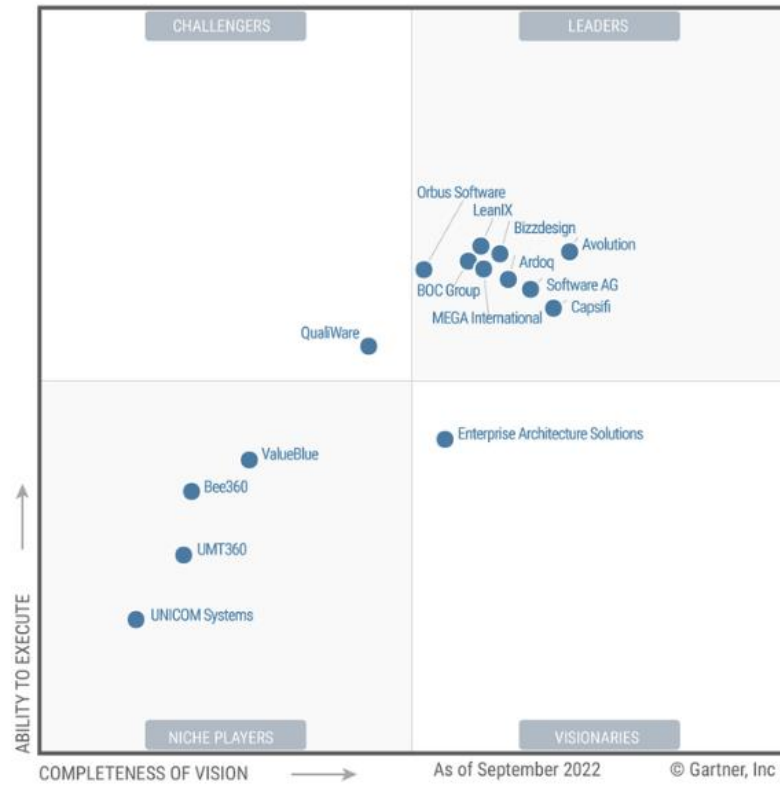
Kilpailukenttä

Prosessilouhinta



Lähde: Gartner (03/2023)

Kokonaisarkkitehtuurin hallinta



Lähde: Gartner (12/2022)

Kilpailu 2/2

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 kohtaa, mistä esimerkkinä toimivat Microsoftin Minit-yritysosto, IBM:n myInvenio-yritysosto sekä SAP:in Signavio-kauppa. Suurten toimijoiden tulo markkinaan osaltaan lisää prosessilouhinnan tunnettuutta suurissa organisaatioissa ja sitä kautta luoo entisestään myötätuulta markkinalle. Prosessilouhintaan erikoistuneista ohjelmistotoimittajista markkinajohtaja Celonis on viime vuosina tehnyt muutaman

teknologiavetoisen yritysoston. 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 potentiaalinen ostokohde

Näemme QPR:n 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 näkökulmasta järjestely myös ratkaisisi yhtiön tiukkaan rahoitusasemaan ja rajallisiin resursseihin liittyvät haasteet. QPR:n kymmenen suurinta omistajaa omistaa reilut 60 % yhtiöstä, joten riittävän korkean tarjouksen edessä sen läpimeno on olisi hyvät edellytykset. Toisaalta ohjelmistotoiminnasta osittain hieman irrallinen konsultointiliiketoiminta ja siinä nähdyt haasteet voivat osittain rajata ostajien mielenkiintoa.

Toimialan yrityskauppoja

Aika	Kohde	Ostaja	EV (MUSD)
5/2022	Everflow	Pegasystems	-
3/2022	Process Analytics Factory	Celonis	100
3/2022	Minit	Microsoft	-
5/2022	Kryon Systems	Nintex	100
1/2022	Logpickr	iGrafx Automation Anywhere	-
12/2021	FortressIQ	Celonis	-
10/2021	Lenses.io	Appian	35
8/2021	Lana Labs	Zuora	-
5/2021	Live Objects	IBM	-
4/2021	myInvenio	SAP	1150
1/2021	Signavio	Planview	-
2/2021	Changepoint	Planview	-
2/2021	Clarizen	Planview	-
10/2020	Integromat	Celonis	108
7/2020	Aptage	Planview	-
10/2019	ProcessGold	UiPath	-
5/2019	Timeline	Abbyy	-
12/2018	Spigit	Planview	-
6/2018	Trendiminer NV	Software AG	-
12/2017	LeanKit	Planview	-

Strategia 1/2

Käännematkan alkuun osui harmillinen kuoppa

QPR:n liiketoiminnan kehitys on ollut viime vuosina numeroiden valossa heikkoa, eikä yhtiö ole päässyt kunnolla kasvuun kiinni huolimatta vahvaan kasvuun lähteneestä prosessilouhintamarkkinasta. Haastavien vuosien jälkeen yhtiö alkoi rakentamaan perustaa kasvukäänteelle vuosina 2021-2022. Uusiksi ovat menneet niin hallitus, johtoryhmä, organisaatorakenne kuin myös strategia. Lisäksi kesäkuussa 2022 yhtiö keräsi osakeannilla noin 3 MEUR:n nettovarot taseen vahvistamiseksi ja kasvustrategian vaatimiin investointeihin.

Käännematkan alkuun osui kuitenkin heti ikäviä takaiskuja, kun vuosina 2020-2021 käynnistettyjen Lähi-idän projektien ongelmat pintaoutuivat yllättäen ja aiheuttivat QPR:lle merkittäviä tappioita. Romahtaneen kannattavuuden myötä myös osakeannissa kerätyt varat hupenivat nopeasti projektihaasteiden paikkaamiseen. Kannattavuutta ja rahoitusasemaansa tervehdyttääkseen QPR toteutti vuoden 2022 lopulla kokoluokkaansa nähden mittavat muutosneuvottelut, jonka myötä käännettä haetaan nyt entistä tiiviimmällä organisaatiolla.

Tavoitteena vahvaa SaaS-kasvua prosessilouhintamarkkinoilta

QPR:n vuosille 2022-2026 laaditun strategian keskiössä on kansainvälisen kasvun tavoittelu prosessilouhinnan SaaS-ratkaisuilla. Markkina kasvaa tällä alueella nopeasti ja QPR hakee kasvua erityisesti Pohjois- ja Keski-Euroopassa sekä Isossa-Britanniassa. QPR pyrkii myös hyödyntämään entuudestaan QPR Metrics -

tuotteella saavutettua asemaansa Lähi-idässä laajentamalla alueellista prosessilouhintaohjelmistojensa tarjontaa. Aiempien projektien viivästymistä huolimatta yhtiön julkishallinnon asiakkailta on kiinnostusta myös jatkohankkeille. Vanhojen projektien osalta QPR:n haasteena olivat sovitut kiinteähintaiset projektit, jotka viivästysten vuoksi koituivat kannattavuuden osalta kohtalokkaiksi.

QPR pyrkii rakentamaan uusia strategisii 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). Data-to-Value-konseptillaan yhtiö pyrkii siirtymään yleisistä ja yksittäisistä tuote- ja palvelustrategioista kohti yhtä fokuoitetua tarjoamaa.

Prosessilouhinnassa QPR pyrkii tunnistamaan muutaman niche-alueita, joihin erikoistuminen tarjoaa yhtiölle kilpailuetua ja kuitenkin riittävää kasvupotentiaalia. Tällä hetkellä QPR:n prosessilouhintaratkaisua erottaa se, että se toimii natiivisti Snowflaken Data Cloud -pilviratkaisussa. Yhtiö on tällä hetkellä maailmanlaajuisesti ensimmäinen ja ainoa Process Mining Powered by Snowflake -ohjelmistokumppani. Snowflake on erittäin nopeasti kasvava yhdysvaltalainen yhtiö, jonka läsnäolo Euroopassa vahvistuu myös askel askeleelta. Snowflaken laaja asiakaskunta tarjoaa

QPR:lle huomattavaa kasvupotentiaalia, jonka realisoitumiseksi yhtiön on keskeistä 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, josta valtaosan pitäisi tulla prosessilouhinnasta. Kokonaisuudessaan yhtiö pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan korkealla yksinumeroisella kasvuprosentilla 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 vuosien 2021-2022 SaaS-liikevaihdosta (1,3-1,7 MEUR) valtaosa tuli 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.

Strategia 2/2

Nopeasti kasvavilla markkinoilla toimivalle ohjelmistoyhtiölle korkean yksinumeroisen kokonaiskasvun tavoittelu näyttää melko vaatimattomalta, kun huomioidaan liiketoiminnan pieni kokoluokka. Käyttäen vuoden 2021 liikevaihtoa pohjalukuna 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 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. Strategiakauden ensimmäisenä vuonna ilmenneiden haasteiden vuoksi kasvutavoitteesta jäätiin selvästi, kun liikevaihto laski 14 %. SaaS-kasvun osalta (+35 %) kehitys oli kuitenkin tavoitteiden mukaista. Käsityksemme mukaan vuosille 2023-2026 tavoitteet kokonaiskasvulle ovat prosentuaalisesti samat kuin aiemmin, mutta luonnollisesti heikon viime vuoden jälkeen lähtötaso on aiempaa matalampi.

Kannattavuuden osalta QPR tavoittelee koko strategiakauden ajan positiivista käyttökatetta alkuvaiheen kasvuinvestointien jälkeen. Vuonna 2022 kannattavuus jäi selvästi tappiolliseksi edellä mainittujen haasteiden vuoksi, mutta kuluvana vuonna yhtiö pyrkii pääsemään käyttökatteen osalta ”kannattavuusrajalalle”. Positiivista liiketulosta yhtiö tavoittelee vuoden 2024 loppuun mennessä. Viime vuoden muutosneuvottelujen jälkeen kannattavuudella on mielestämme edellytykset kääntyä positiiviseksi korkeakatteisen SaaS-

kasvun realisoituessa. Lisäksi yhtiö on jatkanut tänä vuonna tiukkaa kulukuriaan ja toukokuussa käynnistettyjen pienempien muutosneuvottelujen myötä kulurakenne tiivistyy entisestään. Tehtyjen säästöjen myötä vuoden 2024 positiivinen EBIT-tavoite on myös mahdollista saavuttaa SaaS-kasvun jatkuessa. QPR:n strategia ei sisällä voitonjakopolitiikkaa, mutta tiukan taloudellisen aseman vuoksi yhtiön osinkohanat tulevat pysymään kiinni ja rajalliset resurssit ohjataan kasvun tavoitteluun.

Strategiakauden 2022-2026 taloudelliset tavoitteet

- Yli 30 %:n keskimääräinen vuotuinen SaaS-liikevaihdon kasvu (2022: +35 %)
- Kokonaisliikevaihdon kasvu korkealla yksinumeroisella tasolla läpi strategiakauden (2022: -14 %)
- Positiivinen käyttökate koko strategiakauden ajan (2022: -1,8 MEUR) ja positiivinen liiketulos vuoden 2024 loppuun mennessä (2022: -2,8 MEUR)

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

- Ohjelmistojen kilpailukykyä ylläpidetty aktiivisella tuotekehityksellä ja asema Suomessa säilynyt hyvänä
- Vuonna 2022 käännetarina tuli yllättävä kuoppa, kun osakeannissa kerätyt varat hupenivat Lähi-idän ongelmaprojektien paikkaamiseen
- Muutosneuvottelujen ja merkittävien kustannussäästöjen myötä kulurakennetta tervehdytetty huomattavasti

Kasvu kääntyy väärään suuntaan ja kannattavuus heikkenee

- Yhtiö tavoitteli keskimäärin 15-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua erityisesti kansainvälisestä ohjelmistomyynnistä
- Kasvutavoitteeseen ei päästy yhtenkään 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 painui tappiolle

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kannattavuuden parantaminen ja taseaseman tervehdyttäminen
- Tuotekehityksen resurssien lisääminen ja myyntipanostusten kasvattaminen erityisesti Pohjois- ja Keski-Euroopassa sekä Isossa-Britanniassa rahoitustilanteen sallimissa rajoissa
- SaaS-liiketoiminnan voimakkaan kasvun jatkuminen
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja strategisten kumppanien löytäminen

Kasvukäännettä haetaan uudella strategialla ja johdolla

- Strategia tähtää prosessilouhinnan SaaS-liiketoiminnan voimakkaaseen kansainväliseen kasvuun
- Strategiakausi käynnistyy heikosti, kun sekä liikevaihto että tulos romahtavat myynnin kärsiessä taloustilanteen heikentymisestä ja Lähi-idän ongelmaprojektien ilmaantumisesta
- Vuoden 2022 lopussa tehdään mittavat muutosneuvottelut ja käännettä lähdetään hakemaan tiiviimmällä organisaatiolla
- SaaS-kasvu (2022: +35 %) kehittyi strategian tavoitteiden mukaisesti

Seuraavat 5 vuotta

- Tuote- ja palvelutarjoaman muokkaaminen kohti yhtä fokuoaitua 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 1/2

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 nollan tuntumassa ja viimeisen viiden vuoden -1,6 %. Suurimman osan ajasta liikevaihto on polkenut paikoillaan noin 9-10 MEUR:n välillä laskien vuonna 2022 7,8 MEUR:oon. Ohjelmistoliiketoiminnan osuus liikevaihdosta on vaihdellut 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 -1,6 %, jota viime vuoden reilusti tappiollinen tulos painaa merkittävästi. Erityisesti viimeisen viiden vuoden aikana kannattavuuskehitys on ollut heikkoa, kun liikevoitto on asteittain tippunut vuoden 2018 5 %:sta vuoden 2022 -35 %: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 vuonna kannattavuuden romahtamiseen vaikutti myös erityisesti Lähi-idän projektihaasteet, jonka myötä konsultoinnin liikevaihto laski selvästi ja johti merkittävään määrään laskuttamatonta työtä sekä kasvaneisiin alihankintakuluihin. Myös ohjelmistojen lisenssimyynnin merkittävä lasku rasitti kannattavuutta.

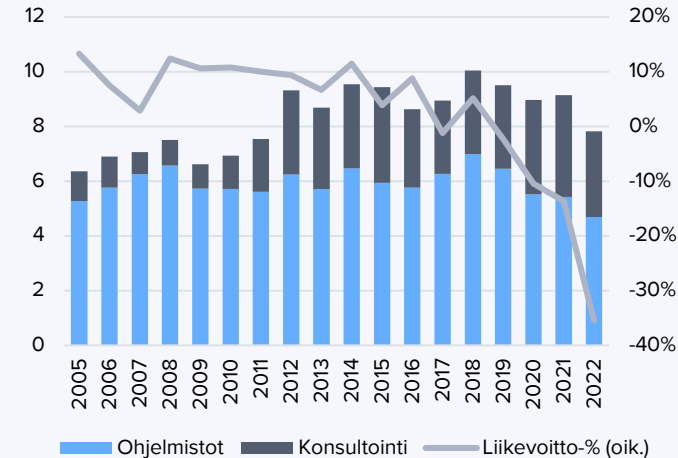
Kulurakenne

Ohjelmistoyhtiöille tyypillisesti QPR:n bruttokatteet ovat korkealla tasolla. Vuonna 2022 bruttokate oli 80 % liikevaihdosta. Taso laski viime vuodesta (2021: 88 %) nousseiden alihankintakustannusten myötä. Materiaalit ja palvelut sisältävät konsultoinnin alihankinnan lisäksi jälleenmyyjien komissioita sekä lokalisoitinkuluja.

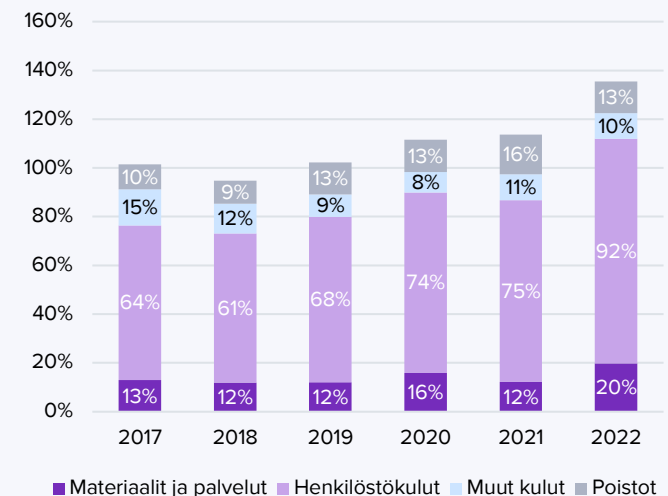
QPR:n kulurakenne koostuu pääosin henkilöstökuluista ja on siten lyhyellä aikavälillä hyvin kiinteä. Vuonna 2022 henkilöstökulut vastasivat 92 % liikevaihdosta ja viimeisen viiden vuoden aikana ne ovat olleet keskimäärin 74 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus on noussut viime vuosien aikana absoluuttisten kulujen kasvaessa ja samaan aikaan liikevaihdon supistuessa. Vuonna 2023 absoluuttiset henkilöstökulut tulevat laskemaan selvästi QPR:n tekemien muutosneuvotteluiden myötä. Henkilöstön lukumäärä oli Q1:n lopussa 65 (Q4'22: 85) ja toukokuussa käynnistettyjen uusien muutosneuvottelujen myötä enintään 9 työtehtävää päättyy. QPR:n henkilöstökulujen suhteellisessa tasossa on selvää skaalautumispotentiaalia, mikäli liikevaihto saadaan kestäväällä kasvupolulle tulevien vuosien aikana.

Liiketoiminnan muut kulut sisältävät esimerkiksi toimitila-, matka-, markkinointi ja myynnin edistämiskuluja sekä luottotappioita. Muut kulut olivat vuonna 2022 noin 10 % liikevaihdosta, mitä ne ovat olleet myös keskimäärin viimeisen viiden vuoden ajan. Tämän kuluerän osuus liikevaihdosta on jo melko alhainen, emmekä näe siinä olennaista skaalautumispotentiaalia.

Liikevaihto ja kannattavuus



Kulurakenteen kehitys %-liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne 2/2

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 aktivoitujen tuotekehitysmenot neljässä vuodessa.

Tase ja rahoitusasema

Pienelle ohjelmisto- ja konsulttiyhtiölle tyypilliseen tapaan QPR:n taserakenne on todella kevyt ja yksinkertainen. QPR:n tase ajautui vaikeiden ja tappiollisten vuosien 2018-2021 jälkeen heikkoon kuntoon. Yhtiö keräsi kesällä 2022 osakeannin kautta noin 3,0 MEUR:n nettovarat, jotka oli tarkoitus käyttää yhtiön uuden kasvustrategian toteuttamiseen. Lopulta nämä varat menivätkin käytännössä Lähi-idän ongelmaprojektien ja romahtaneen lisenssimyynnin myötä aiheutuneiden tappioiden paikkaamiseen. Tällä hetkellä tase onkin jälleen suunnilleen yhtä ohuilla kantimilla kuin edellisen osakeannin aikoihin. Käsityksemme mukaan QPR ei suunnittele tällä hetkellä uuden oman pääoman keräämistä ja taseen tervehtyttämiseksi yhtiölle ensisijaista onkin kannattavuuden selvä parantaminen tulevien neljännessen aikana. Jo tehtyjen merkittävien kulusäästöjen pitäisi auttaa tässä huomattavasti, kunhan liikevaihdon kehityksessä ei nähdä negatiivisia yllätyksiä.

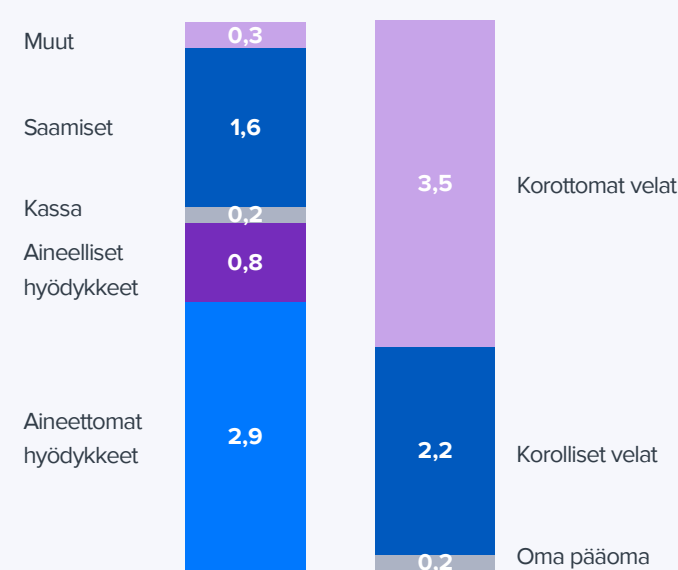
Q1'23 lopussa QPR:n omavaraisuusaste oli 4 % ja nettovelkaantumisaste 1 285 %. Myös kassa on hyvin ohuessa kunnossa (0,2 MEUR), joskin yhtiöllä

on lisäksi 0,5 MEUR:n limiitti turvaamassa yhtiön lyhyen aikavälin likviditeettiä. Kassatilanne ei kuitenkaan jätä merkittävästi tilaa kasvupanostusten kiihdyttämiseksi. Yhtiö joutuukin tällä hetkellä tasapainottelemaan kustannussäästöjen sekä kasvuinvestointien välillä. Positiivista yhtiön rahoitusilanteen kannalta on se, ettei yhtiöllä ole välittömiä uudelleenrahoitustarpeita, sillä yhtiö sai uusittua pankkirahoituksensa alkuvuonna 2023. Yhtiön 1,5 MEUR:n pankkilainan takaisinmaksu tapahtuu vuosittain 0,5 MEUR:n erissä, joista ensimmäinen erääntyy 1/2024.

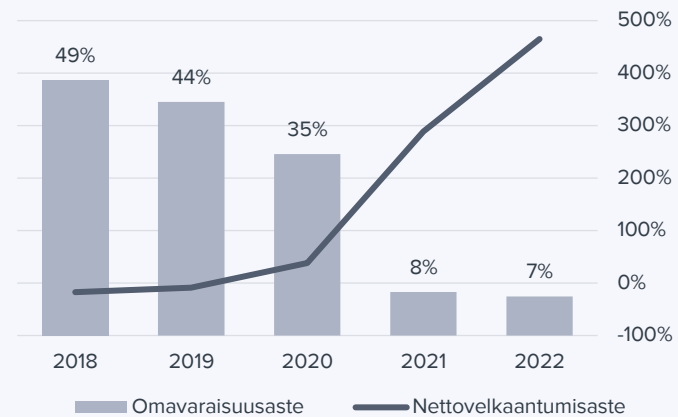
Q1'23:n lopussa QPR:n taseen loppusumma oli 5,9 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin aineettomista hyödykkeistä (2,5 MEUR) ja saamisista (1,7 MEUR). Vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (0,2 MEUR), korollisista veloista (2,2 MEUR, sisältäen 0,7 MEUR vuokravelkoja) sekä lyhytaikaisista korottomista veloista (3,5 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 liiketoiminnan tuottaman kassavirran menevän taseen vahvistamiseen sekä harkittuihin kasvuinvestointeihin. Vasta kun yhtiö on saanut taseensa kohtuulliseen kuntoon, on yhtiöllä edellytyksiä investoida enemmän kasvuun. Siten arvioimme, että yhtiön osinkohanat tulevat pysymään kiinni vielä pitkään, ja osakkeen mahdollisen arvonluonnin tulevan kasvun kautta.

Tase Q1'23



Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

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

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

Näistä kokoluokaltaan suurin tällä hetkellä on konsultointi (2022: 40 % lv:sta), mutta arvonluonnin kannalta keskiössä on erityisesti SaaS-liikevaihdon (2022: 22 % lv:sta) kehitys. Pilvipalveluiden kasvu toisi korkeakatteista ja ennustettavaa liikevaihtoa, joka näkemyksemme mukaan tukisi myös yhtiölle hyväksyttävää arvostusta pitkällä aikavälillä.

Historiallisesti QPR:n taloudelliset tavoitteet ovat olleet poikkeuksetta liian kunnianhimoisia. Strategiakauden 2022-2026 alku ei myöskään lähtenyt lupaavasti käyntiin, joskin pidämme viime vuotta monella tapaa varsin poikkeuksellisenä. Siten yhtiön nykyiset tavoitteet antavat viitekehysten ennusteillemme, joihin yhtiöllä pitäisi ainakin kasvun osalta olla realistiset edellytykset päästä heikon vuoden 2022 jälkeen.

Ennustamme QPR:n liikevaihdon kasvavan keskimäärin 8 %:n vuosivauhtia 2023-2026 SaaS-tuottojen (CAGR 30 %) ajamana. Arvioimme mukaan SaaS-tuottojen kasvuvauhti on prosentuaalisesti tänä vuonna voimakkainta, mutta tällä hetkellä uusmyyntiin liittyvä epävarmuus hidastaa kasvua ensi vuonna. Vuosina 2025-2026 ennustamme kasvun jälleen kiihtyvän, kun strategisten jälleenmyyjäkumppanien löytäminen alkaa tuottaa

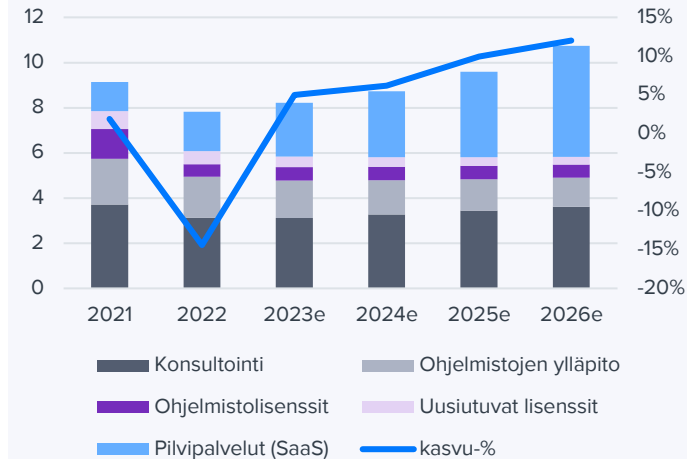
tuloksia ja kiihdyttää SaaS-kasvua. Lyhyellä aikavälillä arvioimme myynnin olevan vielä pitkälti kiinni yhtiön oman suoramyynnin onnistumisesta. Lyhyellä tähtämällä yksittäiset lisenssikaupat voivat tuoda vielä heiluntaa liikevaihtoon neljännesten välillä, mutta siirtymä kohti jatkuvia SaaS-tuottoja tasoittaa kehitystä asteittain.

Kannattavuuden osalta QPR tavoittelee positiivista liiketulosta vuonna 2024, mutta ennusteellamme kannattavuus jää vielä niukasti tappion puolelle. Vuodelle 2025 ennustamme lievästi positiivista tulosta. QPR:n kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme yhtiön bruttokatteen palautuvan kuluvaan vuonna 84 %:iin ja nousevan asteittain kohti 87,5 % heikon viime vuoden jälkeen. Odotamme henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta laskevan selvästi nykyiseltä tasoiltaan. Muissa kuluissa emme odota merkittävää skaalautumista kulujen osuuden ollessa jo varsin matalalla tasolla.

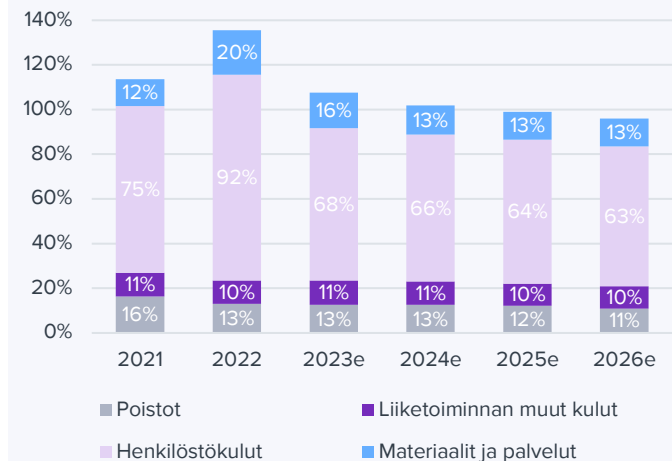
Vuoden 2023 ennusteet

QPR ohjeistaa tälle vuodelle yli 35 %:n SaaS-liikevaihdon kasvua ja kokonaisliikevaihdon kasvavan edellisvuoteen verrattuna. Yhtiö odottaa käyttökateen paranevan huomattavasti ja päätyvän kannattavuusrajalalle. SaaS-kasvua tukee yhtiön vuoden vaihteen tienoilla tiedottamat useammat kaupat. Taloudellinen epävarmuus aiheuttaa kuitenkin edelleen hitautta uusasiakashankintaan sekä yleisesti asiakkaiden päätöksentekoon. Tätä heijastellen QPR aloitti toukokuussa uudet, enintään 9 henkilön vähennyksiin johtavat muutosneuvottelut. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on vahva tahtotila yltää tänä vuonna ohjeistukseensa ja tämä vaatii tiukkaa kulukuria, kunnes näkyvyys liikevaihdon kehityksen suhteen paranee.

Liikevaihto ja kasvu-%



Kulurakenne %-liikevaihdosta



Ennusteet 2/2

Yhtiö on joutunut antamaan negatiivisen tulosvaroituksen jokaisen tilikauden osalta vuosina 2019-2022. Olemme tämän raportin yhteydessä laskeneet hieman lähivuosien kasvuennusteitamme sekä tarkistaneet kuluennusteitamme heijastellen muutosneuvotteluja.

Odotamme nyt vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan noin 5 % 8,2 MEUR:oon SaaS-kasvun (+37 %) vetämänä. SaaS-liikevaihdon kasvu kiihtyi selvästi loppuvuonna 2022 ja alkuvuonna 2023, mikä luo hyvät lähtökohdat kuluven vuoden kasvuille ilman merkittävää uusmyyntiä. SaaS-liikevaihdon absoluuttisen tason (Q1'23: 0,575 MEUR) ollessa vielä melko matala, antavat pienemmätkin kaupat tukea kasvuille. Ohjelmistolisenssien (2023e: 0,59 MEUR) osalta odotamme liikevaihdon pysyttelevän suunnilleen vakaana viime vuoden romahduksen (-57 %) jälkeen, kun myynti painottuu enemmän SaaS-kauppoihin. Uusiutuvien ohjelmistolisenssien (2023e: 0,47 MEUR) ja ohjelmistojen ylläpitoliikevaihdon (2023e 1,65 MEUR) odotamme asteittain laskevan tulevina vuosina, kun QPR konvertoi asiakkuuksia SaaS-malliin.

Konsultointiliikevaihdon (2023e: 3,12 MEUR) odotamme olevan suunnilleen viime vuoden tasolla. Konsultoinnilla on edellytyksiä myös kasvuun, kun vastassa on Lähi-idän projektihaasteiden myötä heikko vertailukausi (etenkin Q3'22). Samaan aikaan konsultoinnin liikevaihtoa rajoittaa arviomme mukaan muutosneuvottelujen myötä laskenut henkilöstö.

Ennustamme QPR:n käyttökateen yltävän tänä vuonna ohjeistuksen mukaisesti positiiviseksi (0,4 MEUR). Liikevoittotasolla odotamme tuloksen jäävän vielä -0,6 MEUR tappiolle. Kannattavuuden paranemisessa avainasemassa ovat yhtiön muutosneuvotteluista syntyvät kustannussäästöt.

Arvioimme myös Lähi-idän projektien kannattavuutta rasittavien alihankintakustannusten alkavan helpottaa H2:lla, millä pitäisi olla positiivinen vaikutus bruttomarginaaleihin vuoden edetessä. Samalla myös korkean bruttokatteen SaaS-liikevaihdon kasvu tukee asteittain kannattavuutta.

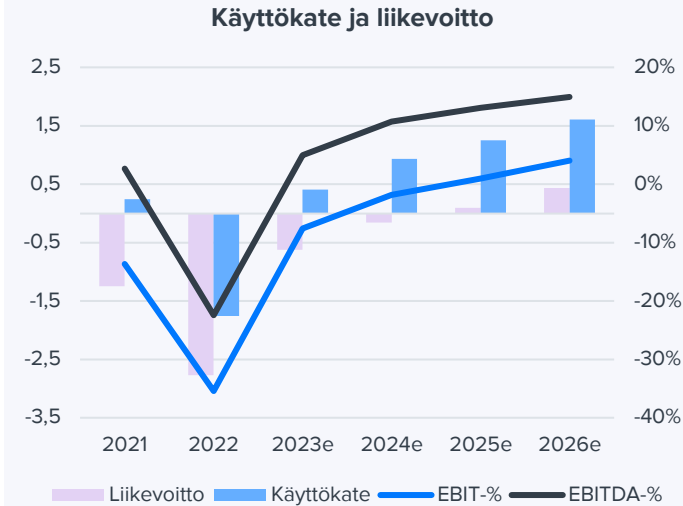
Vuosien 2024-2026 ennusteet

Vuosina 2024-2026 odotamme QPR:n liikevaihdon kasvun kiihtyvän noin 6-12 %:iin nopeasti kasvavien SaaS-tuotteiden painoarvon noustessa. Odotamme tällöin SaaS-liikevaihdon kasvavan 22-30 %:n vuosivauhtia. Samaan aikaan odotamme konsultoinnin kasvavan maltillista 5 %:n vuosivauhtia. Ohjelmistolisenssien osalta odotamme suunnilleen vakaana noin 0,6 MEUR:n liikevaihtoa strategiakauden loppuun. Uusiutuvien ohjelmistolisenssien sekä ylläpitopalveluiden odotamme jatkavan tasaisessa laskussa SaaS-transformaatiota heijastellen.

Ennustamme QPR:n liiketuloksen jäävän vielä lievästi (-2 %) tappiolle ja kääntyvän vuonna 2025 lievästi (1 %) positiiviseksi. Vuodelle 2026 ennustamme 4 %:n liikevoittoa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2027-2031 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan 11 %:sta 5 %:iin, jonka jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on 2,5 %. Liikevoiton oletamme nousevan asteittain 7 %:sta 13,5 %:iin vuoteen 2032 mennessä, joka on myös ikuisuusoletuksemme. Strategian onnistuessa ja SaaS-kasvun realisoituessa QPR:llä on edellytyksiä ennusteitamme vahvempaankin kasvu- ja kannattavuuskehitykseen. Tämän ennustamiseksi strategian toteuttamisesta tarvitaan kuitenkin vielä lähivuosilta näyttöjä kannattava kasvun muodossa.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	9,0	9,1	2,2	2,0	1,5	2,1	7,8	2,2	2,0	1,8	2,1	8,2	8,7	9,6	10,7
Ohjelmistolisenssit	1,3	1,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,6	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Uusiutuvat ohjelmistolisenssit	0,9	0,8	0,4	0,0	0,2	0,0	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,5	0,4	0,4	0,3
Ohjelmistojen ylläpitopalvelut	2,2	2,0	0,5	0,5	0,3	0,5	1,8	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	1,5	1,4	1,3
Pilvipalvelut (SaaS)	1,1	1,3	0,4	0,4	0,4	0,5	1,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	2,9	3,8	4,9
Konsultointipalvelut	3,5	3,7	0,9	0,9	0,4	0,9	3,1	0,8	0,9	0,7	0,9	3,1	3,3	3,4	3,6
Käyttökate	0,2	0,2	-0,2	-0,3	-0,9	-0,4	-1,8	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	0,9	1,3	1,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-1,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,9	-0,9	-0,5	-0,5	-1,1	-0,7	-2,8	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,6	-0,2	0,1	0,4
Liikevoitto	-0,9	-1,2	-0,5	-0,5	-1,1	-0,7	-2,8	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,6	-0,2	0,1	0,4
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	-1,0	-1,4	-0,5	-0,5	-1,1	-0,7	-2,9	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,8	-0,3	-0,1	0,3
Verot	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,8	-1,4	-0,4	-0,6	-1,1	-0,7	-2,9	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,7	-0,3	0,0	0,2
EPS (oikaistu)	-0,07	-0,08	-0,02	-0,04	-0,07	-0,05	-0,18	-0,02	-0,02	-0,01	0,00	-0,04	-0,02	0,00	0,01
EPS (raportoitu)	-0,07	-0,11	-0,02	-0,04	-0,07	-0,05	-0,18	-0,02	-0,02	-0,01	0,00	-0,04	-0,02	0,00	0,01

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-5,7 %	1,9 %	-24,2 %	-6,0 %	-28,2 %	4,3 %	-14,4 %	1,6 %	1,9 %	22,5 %	-0,6 %	5,0 %	6,2 %	10,0 %	12,0 %
Käyttökate-%	2,8 %	2,6 %	-9,1 %	-13,4 %	-58,1 %	-20,0 %	-22,4 %	1,2 %	-1,6 %	10,2 %	10,9 %	5,0 %	10,7 %	13,1 %	15,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-10,4 %	-9,6 %	-21,5 %	-25,7 %	-75,1 %	-31,7 %	-35,4 %	-10,1 %	-14,3 %	-4,3 %	-1,3 %	-7,6 %	-1,8 %	1,0 %	4,1 %
Nettotulos-%	-9,1 %	-14,8 %	-17,2 %	-31,3 %	-75,7 %	-34,9 %	-36,7 %	-12,0 %	-13,0 %	-5,2 %	-2,6 %	-8,3 %	-2,9 %	-0,5 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8,3	8,2	-2 %	9,0	8,7	-3 %	9,9	9,6	-3 %
Käyttökate	0,3	0,4	20 %	0,8	0,9	12 %	1,4	1,3	-8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,7	-0,6	-10 %	-0,3	-0,2	-39 %	0,2	0,1	-55 %
Liikevoitto	-0,7	-0,6	-10 %	-0,3	-0,2	-39 %	0,2	0,1	-55 %
Tulos ennen veroja	-0,8	-0,8	-8 %	-0,4	-0,3	-24 %	0,1	-0,1	-189 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,05	-0,04	-7 %	-0,02	-0,02	-24 %	0,00	0,00	-189 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Sijoitusnäkemys

Viime vuonna esiin nousseet projektihaasteet ovat jarruttaneet QPR:n käännetarinan etenemistä selvästi aiemmista odotuksista. Samalla voimakkaasti nousseet korot muuttivat tappiollisten kasvuyhtiöiden hinnoitteluympäristöä, mikä heijastui negatiivisesti myös QPR:n osakkeeseen. Tänä vuonna osakemarkkinan sentimentti on kuitenkin kääntynyt jonkin verran positiivisempaan suuntaan. Samalla QPR:n muutosneuvottelujen läpivienti ja rahoitussopimuksen uusiminen ovat poistaneet tiettyjä epävarmuustekijöitä osakkeen ympäriltä, vaikka yhtiön taloudellinen asema on edelleen kireä. Toukokuussa käynnistetyt uudet pienemmät muutosneuvottelut osaltaan kertovat, että tänä vuonna uusmyynnin näkymä on vielä epävarma ja välttävä rahoitusasema vaatii ylläpitämään tiukkaa kulukuria. Q1-raportin perusteella QPR:n suunta on kuitenkin viime vuoden haasteiden jälkeen menossa asteittain parempaan suuntaan. Käännetarinaan liittyvät riskit ja mahdollisuudet huomioiden QPR:n nykyinen arvostus (2023e-2024e EV/S n. 1,5x) näyttää suhteellisen neutraalilta.

Strategian menestyksekkäällä toteuttamisella QPR:stä kuoriutuisi strategiakauden loppua (2026) kohti kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö vahvasti kasvavalla prosessilouhintamarkkinalla. Tällöin liiketoiminnasta jo merkittävä osa muodostuisi jatkuvista SaaS-tuotoista, mikä alkaisi näkyä myös yhtiön kannattavuudessa. Näin yhtiön riskiprofiili olisi nykyistä alhaisempi ja hyväksyttävät arvostuskertoimet korkeampia. Tässä skenaariossa osakkeen tuotto-odotus olisi näkemyksemme mukaan hyvällä tasolla.

Arvostuskertoimet

QPR:n kehitysvaiheesta johtuen tulostulokertoimista ei saada nykyisen strategiakauden aikana olennaista tukea arvostukselle (2026: EV/EBIT 29x ja P/E 42x). Siten liikevaihtokerroin on tällä hetkellä ainoa järkevä mittari absoluuttisen arvostustason tarkasteluun. Ennusteillamme QPR:n vuosien 2023-2024 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 1,5x tasolla. Absoluuttisesti kertoimet ovat ohjelmistoyhtiöiden kontekstissa melko kohtuullisia. QPR:n liikevaihdosta vielä merkittävä osa tulee konsultoinnista, mikä kuitenkin painaa hyväksyttäviä kertoimia. Samalla lähivuosina QPR:n kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jää ennusteillamme vielä melko vaatimattomaksi, mihin peilaten nykyiset liikevaihtokertoimet eivät näytä erityisen houkuttelevilta. Tiukka rahoitusilanne myös nostaa osakkeen riskitasoa ja sitä kautta painaa arvostusta. Vuodelle 2026 ennustamaamme kasvun (12 %) ja kannattavuuden (EBIT: 4 %) yhdistelmään sekä tuolloin parantuneeseen liiketoimintaprofiiliin nähden nykyiset kertoimet olisivat jo houkuttelevia. Tässä kohtaa pitkälle tulevaisuuteen nojaaminen on 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 2023 EV/EBIT-luku olisi noin 9x ja vastaava P/E-luku 12x. Kertoimet eivät ole erityisen korkeita, mikä osaltaan kertoo kasvuodotusten olevan melko kohtuullisella tasolla. Näin ollen osakkeessa on pitkällä aikavälillä nousupotentiaalia strategian edetessä.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,60	0,60	0,60
Osakemäärä, milj. kpl	16,0	16,0	16,0
Markkina-arvo	9,7	9,7	9,7
Yritysarvo (EV)	12	13	13
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.
P/S	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	30,2	13,6	10,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100
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. Software AG:sta on kuitenkin parhaillaan käynnissä ostotarjoustilanne, jossa yhtiötä ollaan ostamassa pois pörssistä noin 2,7x EV/S arvostuksella.

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2023-2024 ovat 2,2x-1,9x. Näihin peilattuna QPR:n kertoimet ovat 30-25 % alle verrokkien. Alennus verrokkeihin 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 2,7x-2,5x. Yhtiön liikevaihdon (2023e: 1006 MEUR) ennustetaan kasvavan lähivuosina noin 5-6 %:n vauhtia ja käyttökatteen olevan 16-20 %:n tasolla. Ennen ostotarjousta yhtiön osakekurssi oli yli 40 % matalammalla, jolloin kuluvan vuoden

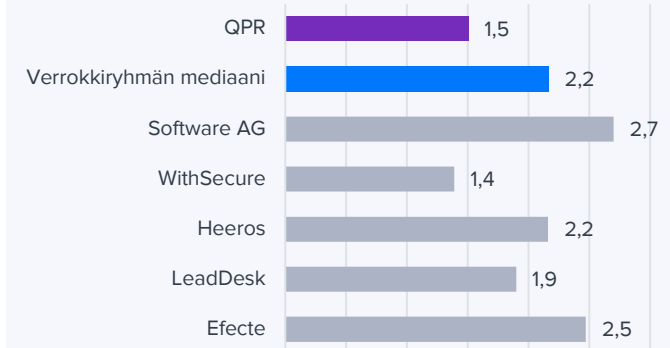
liikevaihtokerroin pyöri noin 1,6x-1,7x tasoilla. Tähän peilattuna QPR:n omat kertoimet näyttävät eivät näytä erityisen matalilta. Kokonaisuutena verrokkiryhmän kertoimista saadaan suuntaviivoja siihen, miten QPR:ää voitaisiin hinnoitella yhtiön strategian edetessä. Tällä hetkellä verrokkiryhmän kertoimien pohjalta QPR:n suhteellisessa arvostustasossa on vaikea nähdä olennaista nousuvaraa.

DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa nykyisillä ennusteillamme QPR:lle noin 0,63 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2032-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 13,5 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 73 %, mikä kertoo merkittävän osan QPR:n arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista. 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) 10,2 %, 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, voisi tuottovaateessa olla jonkin verran laskuvaraa yhtiön riskiprofiilin madaltumisen kautta.

QPR:n ja ohjelmistoyhtiöverrokkien EV/S 2023e



Arvonmääritys 3/4

Osien summan valossa neutraalisti hinnoiteltu

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

QPR:n konsultointiliiketoiminnan hinnoittelu on melko suoraviivaista, sillä sen profiili on samankaltainen kuin pörssin IT-palveluyhtiöillä. IT-konsulttien mediaani liikevaihtokerroin tälle vuodelle on noin 0,9x. Tästä soveltaen hinnoittelemme konsultointia 0,6x-1,0x EV/S-kertoimella. Näin konsultoinnin arvoksi muodostuu perusskenaariossa 2,5 MEUR haarukan ollessa 1,9-3,1 MEUR.

Ohjelmistoliiketoiminnan hyväksyttävän kertoimen määrittämiseen liittyy konsultointia enemmän tulkittavaa. Historiallisesti heikon kasvun ja kannattavuuden perusteella liiketoiminta ei ansaitsisi kovin korkeita kertoimia. Toisaalta SaaS-liikevaihdon kasvu- ja kannattavuuspotentiaali on hyvä, ja viime neljänneksinä nähty kasvuvauhti rohkaisevaa. Tätä kokonaisuutta tarkastellen hinnoittelemme ohjelmistoliiketoimintaa osien summassa 1,5x-2,5x EV/S-kertoimella. Näin ohjelmistojen arvoksi muodostuu perusskenaariossa 10,2 MEUR haarukan ollessa 7,6-12,7 MEUR.

Näillä oletuksilla QPR:n yritysarvoksi muodostuu kokonaisuudessaan perusskenaariossa 12,7 MEUR haarukan ollessa 9,5-15,9 MEUR. Vähentämällä tästä ennustamamme vuoden lopun nettovelat, saadaan osakekannan arvoksi 6,8-13,2 MEUR. Tämä tarkoittaa perusskenaariossa 0,62 euron osakekohtaista arvoa 0,43-0,82 euron haarukalla.

Yritysjärjestelyoptio

QPR:n markkina-arvo (10 MEUR) ja yritysarvo (12 MEUR) ovat absoluuttisesti varsin matalalla tasolla. Tämän valossa yhtiö voisi olla kiinnostava yritysostokohde isommalle ohjelmistoyhtiölle, joka pyrkii laajentumaan prosessilouhinnan alueelle. Yritysten toiminnan kehittämisen ohjelmistomarkkina on vielä fragmentoitunut, mutta konsolidaatiovauhti näyttää kiihtyvän. Markkinan konsolidaatiossa pidämme QPR:ää mahdollisena yritysostokohteena. QPR:n prosessilouhinta-ohjelmisto voisi sopia hyvin suuremman ja laajemman jakeluverkoston omaavan toimijan alle. QPR:n näkökulmasta järjestely myös ratkaisisi yhtiön tiukkaan rahoitusasemaan ja rajallisiin resursseihin liittyvät haasteet. Emme näe yritysostokortin olevan arvostusta lyhyellä tähtäimellä merkittävästi tukeva tekijä, mutta tämä optio on kuitenkin hyvä pitää mielessä.

2023	Alalaita	Neutraali	Ylälaita
Konsultointi			
Liikevaihto	3,1	3,1	3,1
x hinnoittelukerroin	0,6x	0,8x	1,0x
Yritysarvo	1,9	2,5	3,1
Ohjelmistot			
Liikevaihto	5,1	5,1	5,1
x hinnoittelukerroin	1,5x	2,0x	2,5x
Yritysarvo	7,6	10,2	12,7
Yhteensä			
Yritysarvo	9,5	12,7	15,9
Nettovelat 2023e	-2,7	-2,7	-2,7
Osakekannan arvo	6,8	10,0	13,2
<i>Per osake</i>	0,43	0,62	0,82

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 edelleen negatiivinen. Paljon riippuu siis siitä, onnistuuko yhtiö saamaan kestävää kasvua aikaan ja kuinka skaalautuvaa kasvu on.

Nykyennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa odotamme konsultoinnin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 4 %:n vuosivauhtia vuoteen 2026 asti. Oletetulla 0,9x liikevaihtokertoimella konsultoinnin arvoksi muodostuu tuolloin 3,3 MEUR. Ohjelmistoliiketoiminnan ennustamme puolestaan

kasvavan keskimäärin 11 %:n vauhtia ja liikevaihdon olevan 7,1 MEUR vuonna 2026. SaaS-tuottojen kasvun myötä parantuneen liiketoimintaprofiilin ansiosta oletamme hyväksyttävän liikevaihtokertoimen olevan tuolloin 2,5x. Näin ohjelmistoliiketoiminnan arvoksi muodostuu 17,8 MEUR. Näillä oletuksilla QPR:n osakkeen arvoksi vuonna 2026 muodostuisi 1,13 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi nykykurssiin nähden 19 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme konsultoinnin ja ohjelmistoliiketoiminnan kasvun jäävän keskimäärin 1 %:iin ja 4 %:iin vuodessa. Hyväksyttäviin kertoiimiin (konsultointi 0,7x ja ohjelmistot 1,6x) olisi tuolloin vaikea perustella olennaista nousua nykytasoon nähden. Näillä oletuksilla kasvavan nettovelan vuoksi QPR:n osake olisi 0,52 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi -4 %:n vuosittaista tuotto-odotusta. Huonossa skenaariossa uuden pääoman kerääminen olisi myös todennäköistä, jonka aiheuttama diluutio luonnollisesti heikentäisi tuottolukuja entisestään.

Optimistisessä skenaariossa oletamme konsultoinnin kasvavan keskimäärin 9 % ja ohjelmistojen 18 % vuodessa. Oletamme konsultointia hinnoiteltavan tuolloin 1,0x ja ohjelmistoja 3,0x liikevaihtokertoimella. Näillä oletuksilla QPR:n osake olisi 2,0 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi erinomaista 39 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

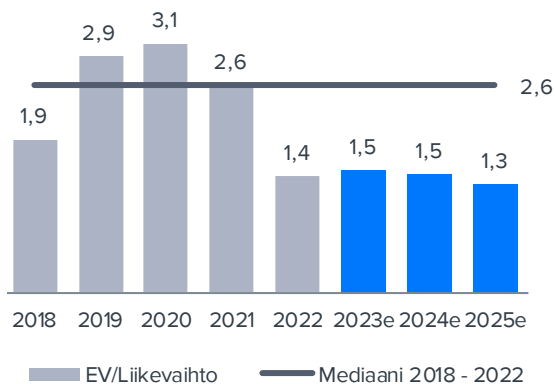
2026	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Konsultointi			
Kasvu (CAGR 23-26)	1 %	4 %	9 %
Liikevaihto	3,3	3,6	4,4
x hinnoittelukerroin	0,7x	0,9x	1,0x
Yritysarvo	2,3	3,3	4,4
Ohjelmistot			
Kasvu (CAGR 23-26)	6 %	11 %	18 %
Liikevaihto	6,0	7,1	9,2
x hinnoittelukerroin	1,6x	2,5x	3,0x
Yritysarvo	9,6	17,8	27,6
Yhteensä			
Yritysarvo	11,9	21,1	32,0
Nettovelat	-3,5	-2,9	0,0
Osakekannan arvo	8,4	18,2	32,0
Per osake	0,52	1,13	1,99
Tuotto	-13 %	87 %	230 %
Vuosituotto	-4 %	19 %	39 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,63	2,34	2,24	1,85	0,56	0,60	0,60	0,60	0,60
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	12,0	12,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Markkina-arvo	20	28	27	22	9,0	9,7	9,7	9,7	9,7
Yritysarvo (EV)	19	28	28	23	11	12	13	13	13
P/E (oik.)	61,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	42,4
P/E	61,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	42,4
P/Kassavirta	20,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	29,2
P/B	6,8	10,2	13,4	51,6	18,5	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	1,9	2,9	3,0	2,4	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,9	2,9	3,1	2,6	1,4	1,5	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	13,0	26,8	>100	96,8	neg.	30,2	13,6	10,2	7,9
EV/EBIT (oik.)	36,5	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	28,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



Verrokkiryhmän arvostus

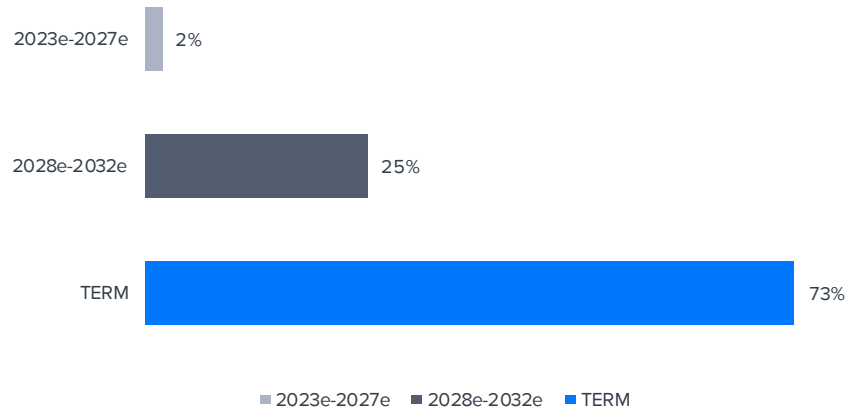
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Efecte	64	63		39,7	255,8	27,4	2,5	2,1		44,7
LeadDesk	53	57	39,8	20,5	13,5	9,6	1,9	1,6	129,5	28,5
Heeros	23	25	32,0	20,8	10,1	8,2	2,2	1,9	37,5	24,5
WithSecure	251	210				136,1	1,4	1,3		
Safeture	18	16		46,1			4,0	3,1		
Litium	13	11		22,1	18,9	6,6	1,9	1,5		35,0
Pexip	214	181	114,2	24,1	16,5	10,8	2,2	2,0	50,1	38,4
USU Software	259	259	20,2	15,3	14,3	11,8	1,9	1,7	28,0	21,9
FormPipe Software	118	119	30,8	18,8	12,5	9,9	2,6	2,4	40,7	24,5
Software AG	2476	2706	20,8	16,8	14,7	12,9	2,7	2,5	24,0	20,9
QPR Software (Inderes)	10	12	-19,9	-80,3	30,2	13,6	1,5	1,5	-14,2	-38,1
Keskiarvo			43,0	24,9	44,5	25,9	2,3	2,0	51,6	29,8
Mediaani			31,4	20,8	14,5	10,8	2,2	1,9	39,1	26,5
Erotus-% vrt. mediaani					108 %	26 %	-30 %	-25 %		

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-14,4 %	5,0 %	6,2 %	10,0 %	12,0 %	11,0 %	8,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-35,4 %	-7,6 %	-1,8 %	1,0 %	4,1 %	7,1 %	8,5 %	10,0 %	13,0 %	13,0 %	13,5 %	13,5 %
Liikevoitto	-2,8	-0,6	-0,2	0,1	0,4	0,8	1,1	1,4	1,9	2,0	2,1	
+ Kokonaispoistot	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	
- Maksetut verot	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	
- 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	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-1,5	0,8	0,9	1,2	1,5	1,9	2,0	2,2	2,8	2,9	3,0	
+ 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	-2,3	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,9	-0,3	-0,2	0,0	0,3	0,7	0,8	1,0	1,5	1,6	1,7	
+/- Muut	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,9	-0,3	-0,2	0,0	0,3	0,7	0,8	1,0	1,5	1,6	1,7	22,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	9,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		12,3	12,6	12,7	12,8	12,5	12,1	11,6	11,1	10,3	9,7	9,0
Velaton arvo DCF		12,3										
- Korolliset velat		-2,3										
+ Rahavarat		0,0										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		10,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,63										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	2,7	4,0	4,0	4,0	4,1
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	1,7	2,4	2,6	2,7	2,8
Käyttöomaisuus	0,3	0,9	0,8	0,8	0,6
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	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
Vaihtuvat vastaavat	3,1	3,5	3,3	3,3	3,4
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	2,7	3,5	2,9	2,9	2,9
Likvidit varat	0,4	0,0	0,4	0,4	0,5
Taseen loppusumma	5,8	7,4	7,3	7,4	7,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	0,4	0,5	-0,2	-0,5	-0,5
Osakepääoma	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kertyneet voittovarot	-0,4	-3,4	-4,0	-4,3	-4,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-0,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
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	0,6	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
Lyhytaikaiset velat	5,4	6,3	7,5	7,8	7,9
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	1,7	3,1	3,5	3,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	4,6	4,4	4,4	4,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,8	7,4	7,3	7,4	7,4

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	9,0	9,1	7,8	8,2	8,7	EPS (raportoitu)	-0,07	-0,11	-0,18	-0,04	-0,02
Käyttökate	0,2	0,2	-1,8	0,4	0,9	EPS (oikaistu)	-0,07	-0,08	-0,18	-0,04	-0,02
Liikevoitto	-0,9	-1,2	-2,8	-0,6	-0,2	Operat. kassavirta / osake	0,01	0,06	-0,10	0,05	0,06
Voitto ennen veroja	-1,0	-1,4	-2,9	-0,8	-0,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,09	-0,01	-0,06	-0,02	-0,01
Nettovoitto	-0,8	-1,4	-2,9	-0,7	-0,3	Omapääoma / osake	0,17	0,04	0,03	-0,01	-0,03
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	6,3	5,8	7,4	7,3	7,4	Liikevaihdon kasvu-%	-6 %	2 %	-14 %	5 %	6 %
Oma pääoma	2,0	0,4	0,5	-0,2	-0,5	Käyttökateen kasvu-%	-76 %	-2 %	-825 %	-123 %	129 %
Liikearvo	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	339 %	-7 %	217 %	-78 %	-75 %
Nettovelat	0,8	1,2	2,3	2,7	3,0	EPS oik. kasvu-%	404 %	21 %	120 %	-76 %	-63 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	2,8 %	2,6 %	-22,4 %	5,0 %	10,7 %
Käyttökate	0,2	0,2	-1,8	0,4	0,9	Oik. Liikevoitto-%	-10,4 %	-9,6 %	-35,4 %	-7,6 %	-1,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,5	0,2	0,3	-0,1	Liikevoitto-%	-10,4 %	-13,7 %	-35,4 %	-7,6 %	-1,8 %
Operatiivinen kassavirta	0,2	0,8	-1,5	0,8	0,9	ROE-%	-34,1 %	-111,4 %	-625,9 %	-469,8 %	78,8 %
Investoinnit	-1,2	-0,9	-2,3	-1,1	-1,1	ROI-%	-28,8 %	-49,3 %	-113,6 %	-22,0 %	-5,4 %
Vapaa kassavirta	-1,1	-0,2	-0,9	-0,3	-0,2	Omavaraisuusaste	34,6 %	8,3 %	7,4 %	-2,9 %	-6,6 %
						Nettovelkaantumisaste	38,1 %	288,5 %	465,0 %	-1366,1 %	-669,2 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,1	2,6	1,4	1,5	1,5						
EV/EBITDA (oik.)	>100	96,8	neg.	30,2	13,6						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	13,4	51,6	18,5	neg.	neg.						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
31.3.2022	Vähennä	1,30 €	1,38 €
25.4.2022	Vähennä	1,20 €	1,19 €
20.5.2022	Vähennä	1,10 €	1,06 €
4.8.2022	Vähennä	0,90 €	0,93 €
8.9.2022	Vähennä	0,70 €	0,68 €
24.10.2022	Vähennä	0,52 €	0,58 €
13.2.2023	Vähennä	0,60 €	0,66 €
4.5.2023	Vähennä	0,65 €	0,68 €
26.5.2023	Vähennä	0,62 €	0,60 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**