

QPR Software

Laaja raportti

15.7.2024 07.54 EEST



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Käänneprosessi etenee

QPR:n käännetarina on edennyt alkuvuodesta mallikkaasti eteenpäin, mikä vahvistaa luottamusta myös tulevan kehityksen suhteen. Vaikka heikko talousympäristö luo edelleen epävarmuutta kasvuun, ovat alkuvuodesta tehdyt kaupat ja solmitut uudet kumppanuudet rohkaisevia merkkejä näkymän asteittaisesta piristymisestä. Tämä kaikki on heijastunut voimalla myös QPR:n osakkeeseen, jonka arvostus hinnoittelee kannattavaa kasvukäännettä tällä hetkellä mielestämme liian etupainotteisesti. Toistamme QPR:n 0,50 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksen.

Prosessilouhintaan erikoistunut ohjelmistoyhtiö

QPR Software on prosessilouhinta-, mallinnus- ja suorituskykyjohtamisen ohjelmistoihin ja konsultointiin keskittyvä yhtiö. Yhtiön asiakaskunta koostuu suurista yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioista, joille ratkaisuja myydään niin suoramyyntinä kuin 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 kilpailussa, ja ohjelmiston toimiminen natiivisti Snowflaken alustalla erottaa sitä kilpailijoista. Yhtiön pieni koko ja rajallinen taloudellinen liikkumavara ovat puolestaan kilpailuhaittoja.

Käännetarina edennyt tänä vuonna mallikkaasti

Pitkän alisuorittamisen kauden jälkeen QPR lähti hakemaan käännettä vuonna 2022 uudella omistajapohjalla, hallituksella, johdolla ja strategialla. Käännne ei kuitenkaan sujunut suunnitellusti, kun Lähi-idän projektihaasteet ja heikentyneen taloustilanteen myötä uusmyynnin hidastuminen romuttivat yhtiön kannattavuuden ja juuri tätä ennen osakeannilla vahvistetun rahoitusaseman. Yhtiö joutuikin tekemään merkittäviä sopeutustoimia vuosina 2022-2023 ja keräämään pääomia vielä yhdellä suunnatulla annilla. Merkittävien kustannussäästöjen jälkeen kasvu- ja kannattavuuskäännettä lähdetään nyt hakemaan huomattavasti trimmatummalla kustannusrakenteella. Kannattavuuskäänteestä onkin jo lupaavia merkkejä, mutta jatkossa kriittistä pysyvän tulosparannuksen kannalta on saada aikaan kasvua. QPR tavoittelee strategiakaudella 2024-2027 keskimäärin yli 20 %:n vuotuisia SaaS-liikevaihdon kasvua (2023: 2,4 MEUR, +37 %). Tässä onnistuminen vaatii etenkin oikeiden strategisten jälleenmyyjäkumppanien löytämistä kansainvälisille markkinoille.

Arvostus hinnoittelee sisäänsä jo reilusti odotuksia kannattavasta kasvusta

Mielestämme osakkeen nykyinen arvostus (2024e-2025e EV/S 1,8x-1,6x) hinnoittelee sisäänsä nykyisiä ennusteitamme (linjassa QPR:n taloudellisten tavoitteiden kanssa) voimakkaampaa skaalautuvaa kasvua ollakseen perusteltu. Lähivuosina kiihtyvän SaaS-kasvun toteutumiseen liittyy luonnollisesti vielä epävarmuutta samalla kun vertailukaudet käyvät jatkuvasti haastavammiksi. Ennustamamme kannattavuuskäänteeseen myötä QPR:n arvostusta voi tarkastella myös jo tulosperusteilla kertoimilla. Vuosien 2024-2025 EV/EBIT-kertoimet (49x-20x) ovat vielä korkeita, mutta ennustamamme voimakkaan SaaS-kasvun myötä vuoden 2027 EV/EBIT-kerroin olisi maltillinen 10x ja EV/EBITDA matala 5,5x, mikäli kasvunäkymä näyttäisi tässäkin kohtaa hyvältä. Käännetarinan tässä vaiheessa pitkälle katsovat tuloskertoimet eivät mielestämme kuitenkaan vielä olennaisesti tue osakkeen arvostusta.

Suositus

Myy

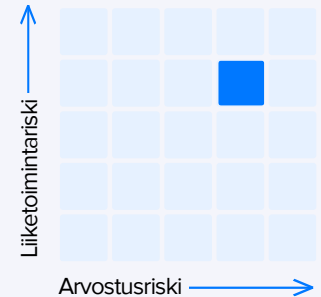
(aik. Myy)

0,50 EUR

(aik. 0,50 EUR)

Osakekurssi:

0,58



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	7,6	6,3	6,6	7,2
kasvu-%	-3 %	-17 %	5 %	9 %
EBIT oik.	-0,8	0,2	0,5	0,8
EBIT-% oik.	-10,8 %	3,6 %	8,2 %	10,9 %
Nettotulos	-0,9	0,1	0,3	0,5
EPS (oik.)	-0,05	0,00	0,02	0,03
P/E (oik.)	neg.	>100	33,3	20,3
P/B	16,9	24,6	14,1	8,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	48,6	20,0	13,1
EV/EBITDA	37,5	8,9	8,1	6,7
EV/Liikevaihto	0,9	1,8	1,6	1,4

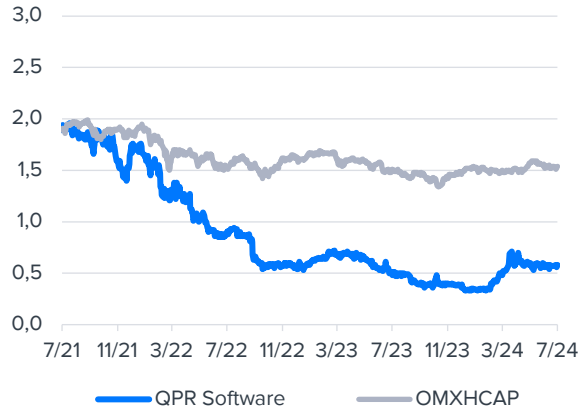
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

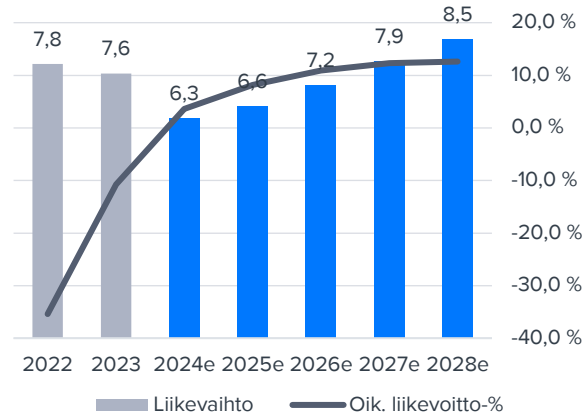
QPR odottaa SaaS:n liikevaihdon kasvun olevan kaksinumeroinen ja koko ohjelmistoliikevaihdon kasvavan vuonna 2024. Yhtiö odottaa liiketuloksen paranevan huomattavasti tilikaudella 2024 (2023: -0,8 MEUR).

Osakekurssi



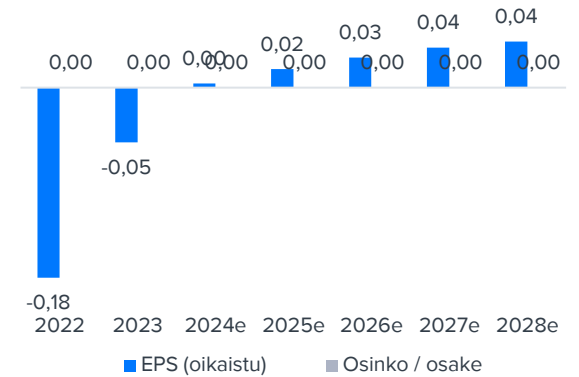
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Heikko makroympäristö voi jarruttaa uusmyynnin näkymiä lyhyellä tähtäimellä
- Pieni koko ja rajalliset resurssit suhteessa kilpailijoihin
- Uuden strategian toimivuus on vielä todistamatta
- Vanhojen tuotteiden liikevaihdon lasku
- Teknologia- ja avainhenkilöriskit

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,58	0,58	0,58
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	10	10	10
Yritysarvo (EV)	11	11	10
P/E (oik.)	>100	33,3	20,3
P/E	>100	33,3	20,3
P/B	24,6	14,1	8,3
P/S	1,6	1,6	1,4
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	8,9	8,1	6,7
EV/EBIT (oik.)	48,6	20,0	13,1
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. 30-32
Taulukot	s. 33-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 39

QPR lyhyesti

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

1991

Perustamisvuosi

2002

Listautuminen

7,6 MEUR (-3,5 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

61 %

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta 2023

-0,8 MEUR (-11 % lv:sta)

Liikevoitto 2023

35

Henkilöstö Q1'24 lopussa

67% / 33%

Ohjelmistojen / konsultoinnin osuus liikevaihdosta 2023

-2014

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

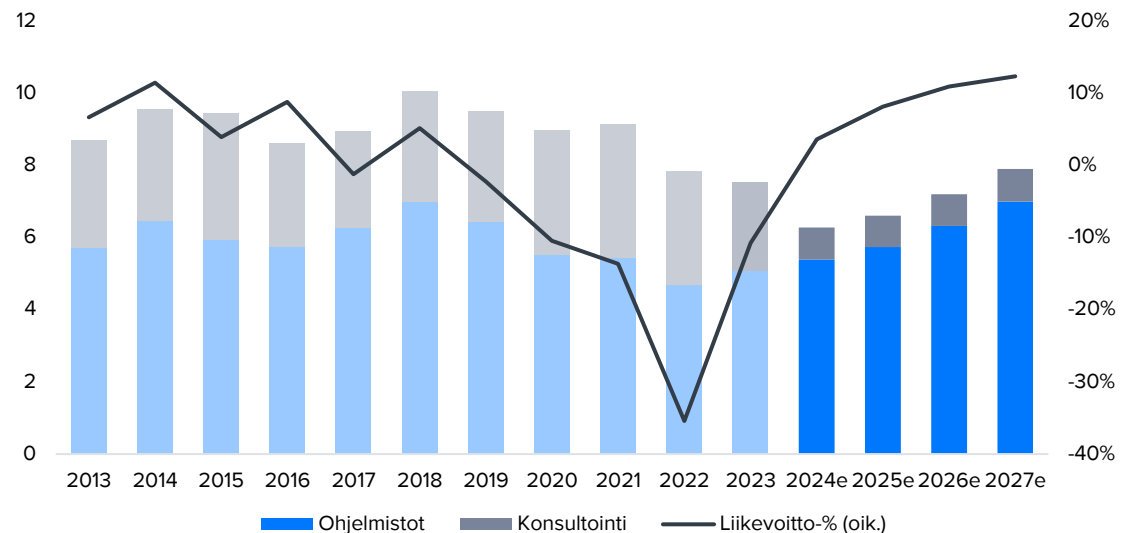
2015-2021

- 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-

- Uuden strategian tavoittelema kasvukäänne epäonnistuu vuonna 2022 talouden epävarmuuden jarruttaessa uusmyyntiä ja vanhojen Lähi-idän ongelmaprojektien ilmaantuessa
- Vuosina 2022-2023 neljät muutosneuvottelut ja kustannussäästöjä, joilla kulurakenne tervehdytetään
- Vuoden 2023 lopulla päivitetystä strategiassa keskittyminen puhtaasti ohjelmistoliiketoimintaan

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 vahvimmillaan kotimarkkinalla Suomessa. Yhteensä QPR:n ohjelmistoja ja palveluja on hyödyntänyt toiminnassaan yli 2000 organisaatiota. Vuonna 2023 QPR teki liikevaihtoa 7,6 MEUR, josta noin 46 % tuli Suomesta, 41 % muualta Euroopasta ja 12 % muualta maailmasta. QPR työllisti Q1'24 lopussa 35 henkilöä. Yhtiön pääkonttori sijaitsee Helsingissä.

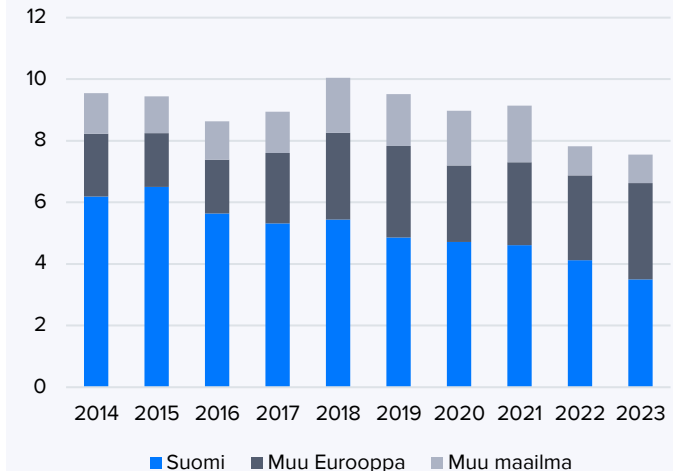
QPR:n markkinoista etenkin prosessilouhinta on viime vuosina lähtenyt voimakkaaseen kasvuun ja myös QPR:n kasvupanostukset kohdistuvat tälle alueelle. QPR on prosessilouhinnassa yksi toimialan pioneereista, sillä yhtiö lanseerasi teknologiansa tälle alueelle jo 2011, jolloin markkina oli vielä hyvin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

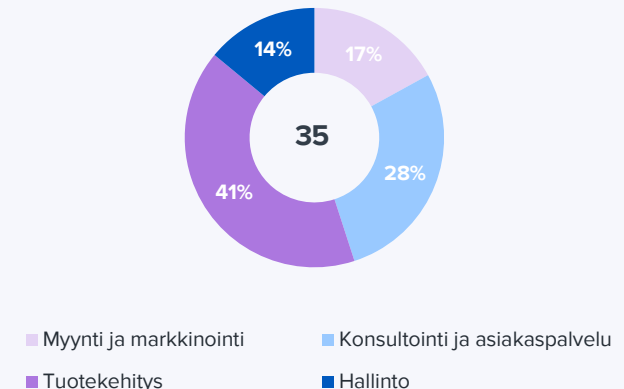
QPR on pyrkinyt profiloitumaan sijoittajille kasvuyhtiöksi, mutta yhtiön kasvu on ollut lähes koko pörssitaipaleen ajan vaivalloista. Viimeisen reilun viiden vuoden aikana liikevaihto on ollut laskutrendissä erinäisten haasteiden vuoksi. Kannattavuus on vaihdellut vuosien mittaan ja viimeiset viisi vuotta yhtiö on ollut tappiollinen. Vuonna 2022 yhtiö lähti tavoittelemaan käännettä uudella strategialla ja keräsi osakeannilla varoja kasvustrategian rahoittamiseksi. Käänte ei käynnistynyt odotetusti, kun yhtiön Lähi-idän liiketoiminnoissa ilmenneiden projektiongelmien myötä tappiot syvenivät entisestään, ja yhtiön rahoitus tilanne heikkeni huomattavasti. Tämä pakotti yhtiön käymään läpi vuosina 2022-2023 useat muutosneuvottelut, joilla kustannusrakenne saatiin terveemmälle pohjalle. Mittavien sopeutustoimien ja syksyllä 2023 tehdyn suunnatun annin avulla yhtiön kannattavuus ja tase asema ovat parantuneet selvästi aiemmasta.

Strategiassaan QPR pyrkii yhdeksi johtavista DTO (Digital Twin of an Organization) – ohjelmistotoimijoista. Yhtiön DTO-tarjoomassa yhdistyy prosessien mallinnukseen, organisaation suorituskyvyn mittaamiseen sekä prosessilouhintaan keskittyvät ohjelmistot. Vuosien 2024-2027 strategiakaudesta QPR tavoittelee keskimäärin 20 %:n vuosikasvua SaaS-liiketoiminnassa sekä kestäväää liikevoittoa. 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 Q1'24



Avainlukuja

-1,9 %

Liikevaihdon kasvu
(CAGR-%) 2013-2023

-1,6 %

Liikevoitto-%:n
keskiarvo 2013-2023

52 %

Jatkuvien tuottojen osuuden
keskiarvo liikevaihdosta
2013-2023

65 %

Ohjelmistoliiketoiminnan
osuuden keskiarvo liikevaihdosta
2013-2023

Toiminnot

Myynti ja
markkinointi
(17 %*)



Konsultointi ja
asiakaspalvelu
(28 %*)



Hallinto
(14 %*)



Tuotekehitys
(41 %*)



* Osuus henkilöstöstä Q1/24

Asiakassegmentit

Suuret yritykset



Julkinen sektori ja
julkisyhteisöt



Liiketoimintaidea

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



- Vahvaa teknologista osaamista prosessilouhinnasta yhtenä toimialan pioneereista
- Useita ohjelmistoratkaisuja organisaatioiden toiminnan kehittämiseen ja suunnitteluun
- Ohjelmistot saatavilla kertalisenssinä sekä pilvipalveluna (SaaS)
- Ohjelmistoliiketoimintaa tukevia konsultointipalveluita

Myyntikanavat



Suoramyynti



Jälleenmyyntikumpanit

Kilpailijoita



Ratkaisut

Ohjelmistot:

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

67 % lv:sta (2023)

Konsultointi:

- Toiminnankehityksen, digitalisointi- ja muutosjohtamisen konsultointia
- Vuodesta 2024 eteenpäin vain ohjelmistoliiketoimintaa tukevia palveluita

33 % lv:sta (2023)

Kustannusrakenne (2023)



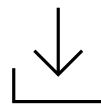
Henkilöstökulut
(70 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(16 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(11 %)

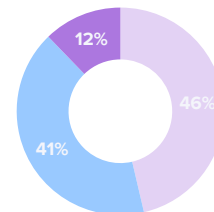


Poistot
(13 %)

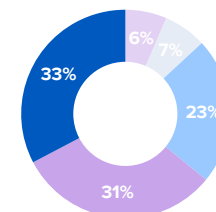
Lähde: Inderes

Tulovirrat (2023)

Liikevaihto 7,6 MEUR
EBIT (oik.) -0,8 MEUR



■ Suomi
■ Muu Eurooppa
■ Muu maailma



■ Ohjelmistolisenssit
■ Uusiutuvat ohjelmistolisenssit
■ Ohjelmistojen ylläpitopalvelut
■ Pivipalvelut (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, henkilöresurssista riippuvaa konsultointia sekä skaalautuvia ja jatkuvaluonteisia SaaS- ja ylläpitotuottoja. Vuonna 2023 yhtiön liikevaihdosta 67 % tuli ohjelmistoista ja 33 % konsultoinnista. Konsultoinnin osuus tulee laskemaan tänä vuonna merkittävästi yhtiön fokuoituessa nyt strategiassaan pääasiassa ohjelmistoliiketoimintaan.

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 liikevaihto on laskenut viime vuosina merkittävästi yhtiön keskittyessä SaaS-myyntiin.

Nykyään QPR pyrkii toimittamaan ohjelmistojaan erityisesti pilvipohjaisesti SaaS-mallilla, joka on luonteensa mukaisesti jatkuvaa liikevaihtoa. SaaS-tuotot vastasivat vuonna 2023 noin 31 % liikevaihdosta. Kokonaisuutena jatkuvat tuotot olivat viime vuonna 61 % liikevaihdosta ja niihin luetaan pilvipalveluiden lisäksi ohjelmistojen ylläpitopalvelut sekä uusiutuvien ohjelmistolisenssien käyttöoikeusmaksut. Jatkuvien tuottojen osuuden QPR:n liikevaihdosta pitäisi jatkaa kasvussa tulevina vuosina SaaS-liiketoiminnan kasvun ja konsultointiliiketoiminnan

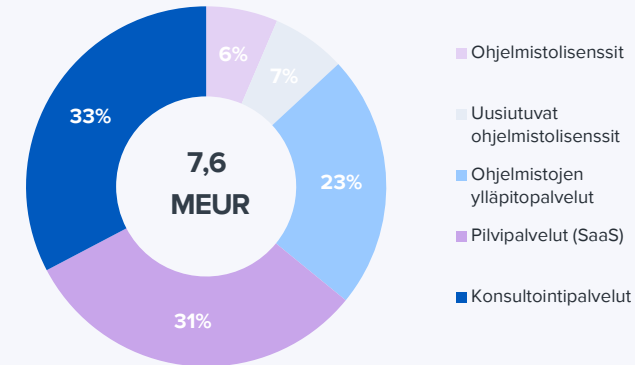
supistumisen myötä. Viime vuosina QPR on onnistunut saamaan SaaS-tuotot vahvaan kasvuun (2021: 1,3 MEUR, 2023: 2,4 MEUR), joskin siirtymä osaltaan on näkynyt lisenssimyynnin heikentymisenä (2021: 1,3 MEUR, 2023: 0,5 MEUR). Myös ylläpitotuottojen trendi on ollut SaaS-transformaation vuoksi alaspäin. QPR:n ohjeistus ennakoi kuluvalle vuodelle SaaS-tuottojen kaksinumeroista kasvua.

Liiketoiminnan skaalautuvuus

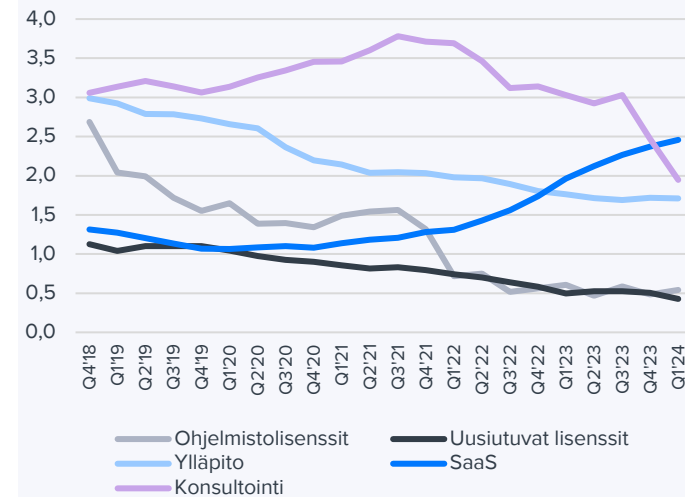
QPR:n liiketoimintamalli on hyvin skaalautuva, sillä liikevaihdosta suurin osa tulee standardoitujen ohjelmistoratkaisujen myynnistä. Tästä kertoo myös yhtiön korkea bruttokate (2023: 84 %). Kiinteästä kulurakenteesta johtuen ohjelmistomyynnin kasvu heijastuisi voimakkaan positiivisesti myös yhtiön kannattavuuteen. Viime vuosina kannattavuuden näkökulmasta ongelmana on ollut liian matala liikevaihdon taso, jotta ohjelmistoliiketoiminnan hyödyistä päästäisiin nauttimaan. Yhtiö onkin joutunut tekemään mittavia henkilöstövähennyksiä sopeutustoimina. Nyt kulurakenne on trimmattu alhaiseksi, minkä ansiosta kannattavuudella on edellytykset parantua jatkossa selvästi SaaS-kasvun jatkuessa. Pitkällä aikavälillä ohjelmistoliiketoiminnalla pitäisi olla potentiaalia yli 20 %:n liikevoittomarginaaliin kypsässä vaiheessa.

Historiassa konsultoinnin suhteellisen suuri osuus liikevaihdosta on rajoittanut QPR:n liiketoiminnan skaalautuvuutta. Nyt ohjelmistoliiketoiminnan ulkopuolisesta konsultoinnista on kuitenkin luovuttu ja jatkossa se kytkeytyy puhtaasti ohjelmistomyyntiin. Siten yhtiön liiketoiminta noudattaa jatkossa vielä selvemmin ohjelmistoliiketoiminnan lainalaisuuksia.

Liikevaihdon jakauma 2023



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. Nykyään yhtiö profiloituu DTO-toimijaksi, mutta käytännön tasolla tämä tarkoittaa yhtiön olemassa olevien ohjelmistojen kokonaistarjoomaa, jonka keihäänkärkenä toimii edelleen prosessilouhinta.

Tuotekehityksessä työskenteli Q1'24:n lopussa 15 henkilöä ja vuonna 2023 tuotekehitysmenot (1,4 MEUR) vastasivat noin 19 % liikevaihdosta.

Tuotekehitysmenoista viime vuosina noin puolet 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 merkittävillä panostuksilla tuotekehitykseen.

Vuonna 2023 QPR:n tuotekehitysmenot laskivat selvästi heijastellen yhtiön kulusäästöjä. Investointien pienentäminen herättää osaltaan huolia yhtiön tuotteiden tulevaisuuden kilpailukyvyn kannalta, sillä nopeasti kehittyvästä markkinasta on tavoittelemassa omaa osuuttaan monia huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja kilpailijoita. QPR:n prosessilouhintateknologia on tähän asti käsityksemme mukaan pidetty ajantasaisena, eikä olennaista teknologiavelkaa ole päässyt kertymään.

QPR pyrkii erikoistumaan prosessilouhinnassa tiettyihin erityisalueisiin, joilla yhtiö erottautuu

kilpailussa. Tärkeänä erottautumistekijänä on QPR:n ProcessAnalyzerin kyky toimia natiivisti Snowflake-alustalla, mikä on poikunut jo ensimmäisiä asiakasvoittoja.

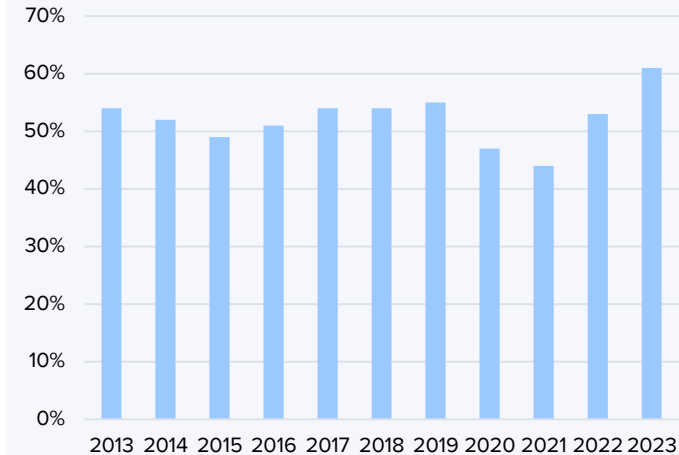
Myynti- markkinointi- ja jakelukanavat

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. Yhtiöllä on omaa myyntihenkilöstöä Suomessa ja Arabiemiraateissa. Yhtiö keskittää kasvuinvestointejaan Eurooppaan ja Lähi-itään sekä kumppaniverkoston kautta uusille markkina-alueille kuten Pohjois-Amerikkaan.

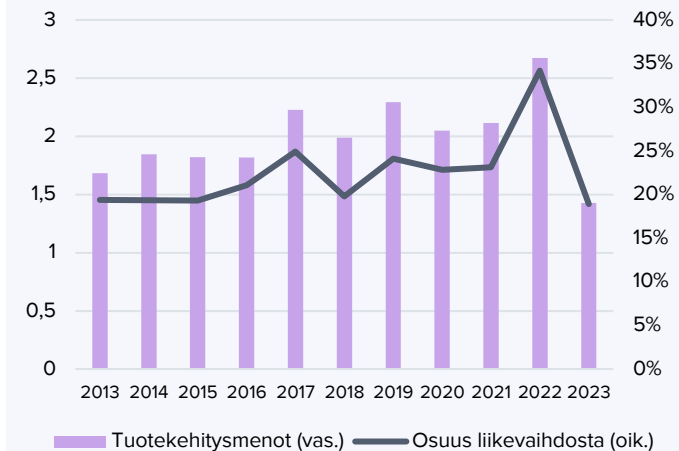
Strategiassaan QPR panostaa nyt erityisesti strategisten kumppanien löytämiseen. Pienelle yhtiölle oikeiden partnereiden löytäminen on kriittistä myynnin skaalautuvuuden saavuttamiseksi. Kumppaneiden merkitys on korostunut entisestään yhtiön kutistuneen organisaation myötä ja kumppanikanavan kehittäminen onkin yksi keskeisimpiä asioita QPR:n kasvatavoitteiden saavuttamiseksi. Alkuvuonna kumppanirintamalta on saatu positiivisia uutisia, kun yhtiö on kertonut uusista kumppaneista niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa.

Keskipitkällä aikavälillä voimakkaamman kasvun saavuttamiseksi QPR:n täytyy näkemyksemme mukaan rekrytoida lisää resursseja myyntiin sekä kumppanikanavan kehittämiseen erityisesti kansainvälisille markkinoille. QPR:n myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli Q1'24:n lopussa 11 henkilöä.

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta



Tuotekehitysmenot



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Siten yhtiön resurssit panostaa myyntiin ovat tällä hetkellä varsin rajalliset korostaen hyvin toimivia kumppanuuksia.

Tuotteet

QPR:n ohjelmistot on suunnattu suurille julkisen ja yksityisen sektorin organisaatioille liiketoiminnan kehittämiseen ja tehostamiseen. Strategiassaan QPR panostaa erityisesti DTO-tarjoomaansa, missä yhdistyy prosessilouhintaan, prosessien mallinnukseen ja suorituskyvyn mittaamiseen tarkoitettuja ohjelmistot. Näistä prosessilouhinta on yksittäisenä osa-alueena kuitenkin yhtiölle tärkein. Yleisesti QPR tarjoaa asiakkailleen hyvin standardoituja ohjelmistoratkaisuja, eikä toimitusten yhteydessä tehdä juurikaan räätälöintiä. Suurten asiakkaiden toiveiden mukaisesti voidaan kuitenkin tehdä tiettyä konfigurointia/parametroitia 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 voimakkaan kasvun vaiheeseen ja sen odotetaan kasvavan voimakkaasti tällä vuosikymmenellä.

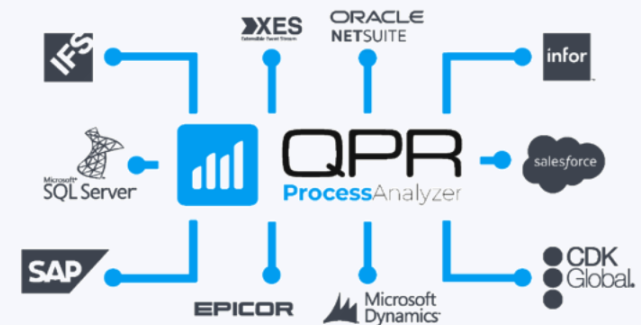
Prosessilouhinnassa ydinkohderyhmää ovat liikevaihdoltaan miljardiluokassa olevat yhtiöt. Tyypillisiä asiakastoimialoja ovat valmistava teollisuus, pankit ja vakuuslaitokset, raskas prosessiteollisuus (esim. metsä) sekä teleoperaattorit. Tällöin liiketoiminnan volyymit ja prosessit ovat siinä mittaluokassa,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

Suurten organisaatioiden ja julkishallinnon kanssa toimittaessa myyntisyklit voivat venyä paikoitellen pitkiksi, vaikka prosessilouhintaohjelmiston käyttöönotto tapahtuu lopulta vauhdilla. Alustava kuva prosesseista saadaan piirrettyä hyvin nopeasti, kun ohjelmisto kytketään kiinni yrityksen datalähteisiin. Kytkennän jälkeen luodaan datamalli, joka voi tapahtua muutamassa tunnissa. Kun malli on valmis, kuva prosessista saadaan välittömästi, kuten myös standardianalyysit. Monesti alustavat mallit toteutetaan QPR:n omilla liitännöillä, jolloin mallin luonnissa ei kestä kuin muutama minuutti datayhteyden luonnista. Tämän jälkeen asiakas pystyy alkamaan pureutumaan prosessien juurisyyhin ja aloittaa toimet niiden tehostamiseksi.

Valittuja asiakasreferenssejä:



Esimerkkejä QPR ProcessAnalyzer liitäntäohjelmistoista:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Käsityksemme mukaan QPR:n tyypilliset prosessilouhinnan SaaS-kaupat tuovat vuositasolla noin 50 TEUR liikevaihtoa. Tuotteen hinnoittelu perustuu käyttäjäkohtaiseen hinnoitteluun.

Isoissa asiakkuuksissa on myös laajentumispotentiaalia, 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. Tässä tapauksessa prosessilouhintaohjelmiston käyttöä laajennettiin asiakaslaskutus-prosessista myös hankinnasta maksuun, HR- ja sopimushallintaprosesseihin.

Arviomme mukaan tällä hetkellä enemmistö QPR:n SaaS-tuotoista (2023: 2,4 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. QPR pyrkii parhaillaan tuomaan 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 osa QPR:n liikevaihdosta tulee ohjelmistoliiketoimintaa tukevista konsultoinnista. Aiemmin yhtiö toimi toiminnankehityksen sekä digitalisointi- ja muutosjohtamisen konsulttina pääasiassa Suomen julkiselle sektorille. Vuoden 2023 lopussa päättyneiden projektien ja Suomen julkisen sektorin hintakilpailun myötä yhtiön ohjelmistoliiketoiminnasta irrallaan oleva konsultointiliiketoiminta ajettiin kuitenkin alas muutosneuvotteluiden myötä. Konsultointipalvelut ovatkin nykyään rakentuneet ohjelmistotuotteiden ympärille täydentämään palvelukokonaisuutta. Ohjelmistotoimitusten yhteydessä QPR tyypillisesti myy asiakkailleen myös konsultointipalveluita. Konsultointi pitää sisällään myös ohjelmistojen käyttöönotot.

Kokonaisuudessaan konsultointi vastasi 33 % QPR:n liikevaihdosta vuonna 2023, mutta osuus tulee laskemaan vielä merkittävästi tänä vuonna (2024e: 14 % lv:sta) ohjelmistoliiketoiminnan ulkopuolisen konsultoinnin alasajon myötä.

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 tuotekehitys-panostukset kohdistuvat tänne	Suuri	Erittäin vahvasti kasvava	Kriittinen
QPR Metrics	Suorituskyvyn mittaamisen ohjelmisto strategian toimeenpanoon ja operatiiviseen johtamiseen	Kypsä	Melko suuri	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. Käännös ei kuitenkaan sujunut suunnitellusti, kun Lähi-idän projektihaasteet ja heikentyneen taloustilanteen myötä uusmyynnin hidastuminen romuttivat yhtiön kannattavuuden ja juuri tätä ennen osakeannilla vahvistetun rahoitusaseman. Yhtiö joutuikin tekemään merkittäviä sopeutustoimia vuosina 2022-2023 ja keräämään pääomia vielä yhdellä suunnatulla annilla. Merkittävien kustannussäästöjen jälkeen kasvu- ja kannattavuuskäännettä lähdetään nyt hakemaan huomattavasti trimmatummalla kustannusrakenteella. Kannattavuuskäänneestä onkin jo lupaavia merkkejä, mutta jatkossa kriittistä pysyvän tulosparannuksen kannalta on saada aikaan kasvua.

Strategian onnistuessa QPR:n liikevaihdosta vuonna 2027 jo suurin osa muodostuisi jatkuvista SaaS-tuotoista. Tämä toisi lisää ennustettavuutta yhtiön liiketoimintaan, tukisi kannattavuuden kehitystä ja heijastuisi todennäköisesti myös osakkeen hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Lyhyellä tähtäimellä kriittistä on kannattavuusparannus ja taseaseman vahvistaminen, jotta edellytykset kasvustrategian toteuttamiselle paranisivat.

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

Jällelmyyjäkanavan kehittäminen:

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

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

Keskeiset riskit

Tiukka taseasema: Viime vuosien tappiot ajoivat QPR:n taseen heikkoon kuntoon. Osakeanneista huolimatta yhtiön rahoitusasema ei jätä yhtiölle olennaista liikkumavaraa ja tällä hetkellä yhtiö joutuukin tasapainoilemaan samaan aikaan kustannussäästöjen ja kasvuinvestointien välillä. Nykyistä tilannetta tarkastellessa pidämme uuden oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräämistä mahdollisena ja jopa toivottavana.

Kannattavuuskäänne epäonnistuminen: QPR tavoittelee strategiakaudeksi ”kestävää” liikevoittoa. Nyt sopeutustoimien myötä trimmatulla kulurakenteella lähtökohdat tälle ovat

hyvät. Jatkossa kriittistä on kuitenkin saada aikaan liikevaihdon kasvua, joka heijastuisi hyvin yhtiön kannattavuuteen korkeiden bruttomarginaalien ohjelmistoliiketoiminnan kautta.

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.

Sijoitusprofiili

1.

Käänneyhtiö muuntautumassa kannattavasti kasvavaksi SaaS-yhtiöksi

2.

Suuri kasvupotentiaali prosessilouhintamarkkinassa

3.

Prosessilouhintateknologia kilpailukykyistä, mutta kaupallistaminen ollut haasteena

4.

Kannattavuuskäännne etenee hyvin mittavien sopeutustoimien myötä

5.

Skaalautuva ja pääosin jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoimintamalli

Potentiaali



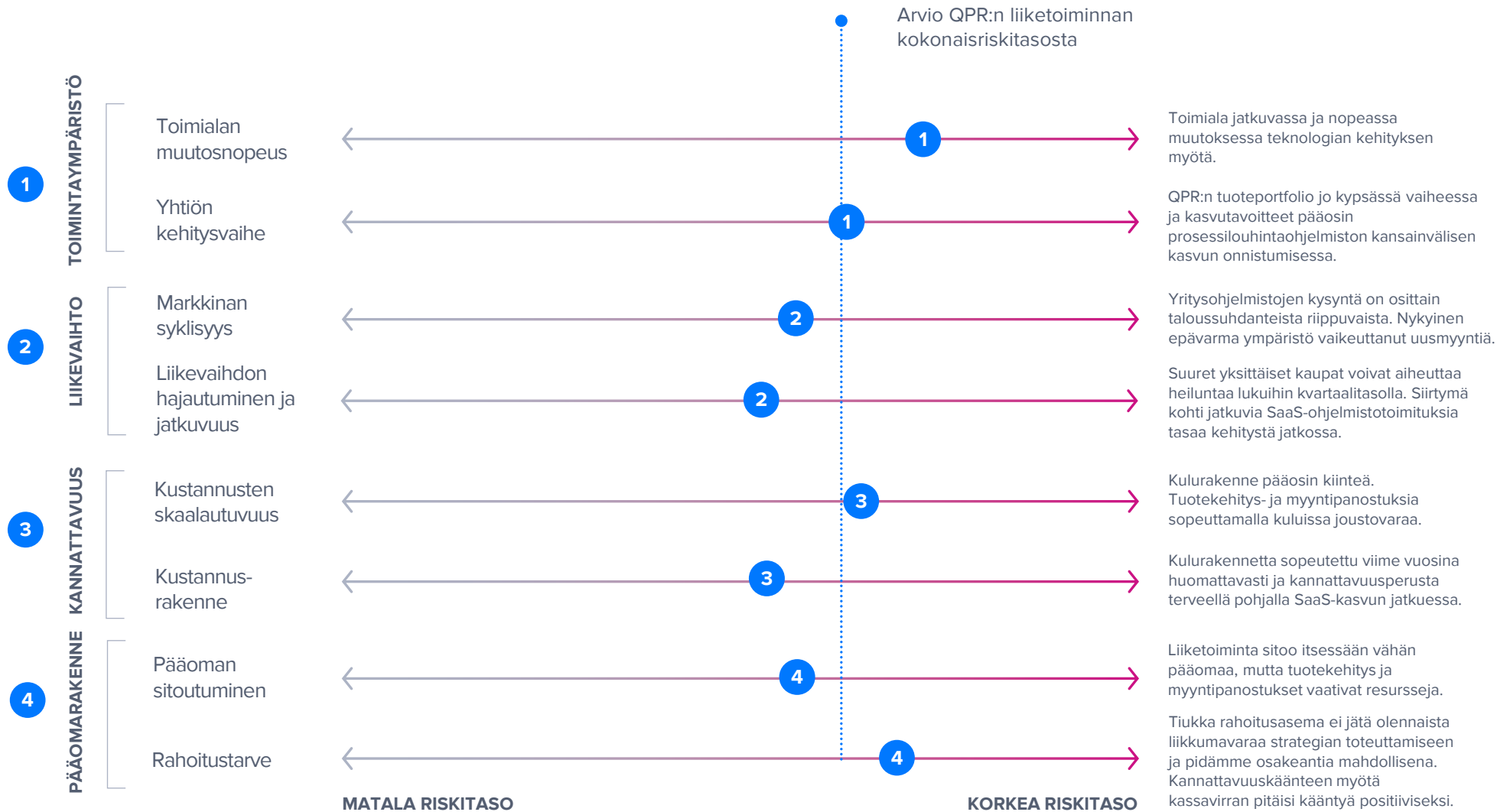
- Kasvu nykyisillä ohjelmistoilla etenkin prosessilouhintamarkkinalla
- Kannattavuudessa huomattavaa skaalautumispotentiaalia SaaS-tuottojen kasvaessa
- Prosessilouhintamarkkinan vahvat kasvunäkymät
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja strategisten kumppanien löytäminen kansainvälisen myynnin ajuri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

Riskit



- Rahoitusasema ei mahdollista merkittäviä kasvuinvestointeja, taseen vahvistaminen osakeannilla mahdollista
- 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

Isossa kuvassa QPR toimii toiminnan kehittämisen ohjelmistomarkkinoilla. QPR:n ohjelmistot toimivat prosessilouhinnan, prosessien ja kokonaisarkkitehtuurin suunnittelu- ja mallintamismarkkinalla sekä suorituskykyjohtamisen markkinalla. Vaikka QPR DTO-tarjoomassaan yhdistää eri ohjelmistojaan, ovat niiden markkinat kypsyyssasteeltaan hyvinkin eri vaiheessa. Näistä erottuu erityisesti nopeasti kasvava ja vielä elinkaarensa jossain määrin alkuvaiheessa oleva prosessilouhintamarkkina. Kokonaisuutena QPR:n kohdemarkkinat ovat globaalisti suuria, eikä markkinan absoluuttinen koko toimi yhtiölle kasvun rajoitteena.

Nykyään QPR:n konsultointiliiketoiminta on tiukasti kytköksissä yhtiön ohjelmistoliiketoimintaan. Siten konsultoinnin markkinapotentiaalin tarkastelu erillisenä ei ole enää relevanttia.

Prosessilouhintamarkkina

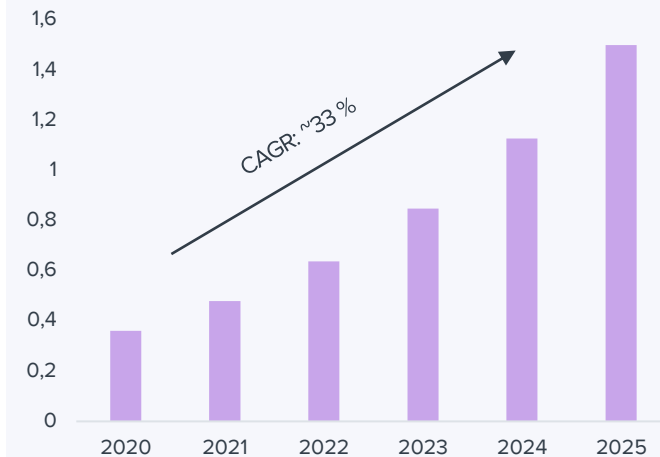
QPR on ollut vuonna 2011 lanseeratulla QPR ProcessAnalyzerilla hyvin eturintamassa ennakoimassa prosessilouhintamarkkinan (process mining) kehittymistä. Markkinan houkutteleva kasvupotentiaali on nimittäin alkanut realisoitua vasta aivan viime vuosina, mutta isossa kuvassa markkina on edelleen elinkaarensa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

Eri arvioiden mukaan globaalin prosessilouhintamarkkinan koko on noin miljardin dollarin tuntumassa. Gartnerin mukaan markkina kasvoi vuonna 2023 40 % ja yhtiö arvioi koko

markkinan kasvavan vuosien 2020-2025 välillä 33 % vuotuista vauhtia 1,5 miljardiin dollariin vuonna 2025. 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 ja kokoluokkaa 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) yleistyminen 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

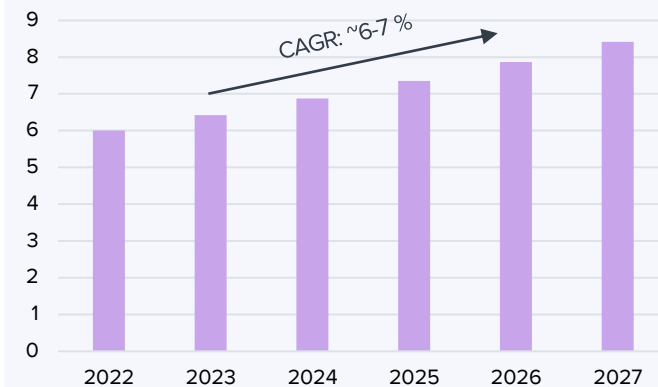
Suorituskykyjohtamisen markkina (Enterprise Performance Management, EPM) on niin ikään kypsässä vaiheessa oleva markkina ja sen kooksi on arvioitu noin 6 miljardia dollaria. QPR on arvioinut tästä kokonaismarkkinasta itselleen relevantin markkinan olevan noin 300 MEUR. Tällä markkinalla QPR toimii QPR 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 toiminnoissa mahdollistaa jatkuvasti uusien suorituskykyindikaattorien mittaamisen ja niiden käyttämisen yritysten tehdessä strategisia päätöksiä. Kaiken kaikkiaan markkinan kysyntänäköymät ovat vakaat.

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	      

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 Microsoft, joka osti vuonna 2022 pienen Minit-yhtiön.

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 noin 50 %:n markkinaosuus. Joidenkin arvioiden mukaan Celoniksen markkinaosuus olisi vielä selvästi tätä korkeampi.

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. Kaikki yhtiöt ovat listaamattomia, kun myös Software AG:sta tehtiin julkinen ostotarjous vuonna 2023.

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.

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 2024 toimialakatsauksessa ”visionääri”-kategoriassa. Tämä on yhtiön kokoluokka huomioiden hyvä saavutus ja heijastelee osaltaan yhtiön innovatiivista kulmaa kehittää natiivisti Snowflake-alustan kanssa toimiva ohjelmisto. Tämä mahdollistaa datan louhimisen suoraan Snowflakessa, kun joidenkin kilpailijoiden ratkaisuisissa data joudutaan siirtämään heidän omiin pilvipalveluihin, mikä aiheuttaa kustannuksia ja hidastaa prosessia. Tämä Snowflake-kulma onkin yksi keskeisistä tekijöistä, jolla QPR pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan.

Kaiken kaikkiaan prosessilouhinnassa yhtiön ratkaisu vaikuttaa teknologisesti 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. Käsityksemme mukaan yhtiö on myös tietyissä julkisissa kilpailutuksissa voittanut markkinajohtaja Celoniksen, mikä kertoo tuotteen ominaisuuksien olevan kunnossa. Yhtiö on myös viime aikoina voittanut asiakkaita, jotka ovat siirtyneet kilpailijoiden tuotteista yhtiön tuotteisiin.

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 joidenkin asiakkaiden vaakakupissa prosessilouhinnan ohjelmistotoimittajia vertailtaessa. Tähän yhtiön kannattavuuskäänteen myötä paraneva taseasema voi tuoda tiettyä helpotusta.

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 volyyminä ja sitä kautta skaalautuvuutta. Tämä on yksi keskeisimpiä kehittämiskohteita QPR:n strategiassa tulevina vuosina.

Kilpailukenttä

Prosessilouhinta



Lähde: Gartner (04/2024)

Kokonaisarkkitehtuurin hallinta



Lähde: Gartner (12/2022)

Kilpailu 2/2

Alustavia merkkejä kumppanikanavan kehittämisestä on jo nähty, mutta se millaisia myynnillisiä tuloksia näistä saadaan aikaan, jää tulevaisuudessa nähtäväksi.

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 markkinaa osaltaan lisää prosessilouhinnan tunnettuutta

suurissa organisaatioissa ja sitä kautta luontententään 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.

Toimialan yrityskauppoja

Aika	Kohde	Ostaja	EV (MUSD)
4/2024	Trendminer NV (Software AG)	Proemion	-
12/2023	Skuiq	Nintex	-
11/2023	Symbioworld	Celonis	-
11/2023	LeanIX	SAP	-
4/2023	Software AG	Silver Lake	2630*
5/2022	Tasktop Technologies	Planview	-
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	-
12/2021	FortressIQ	Anywhere	-
10/2021	Lenses.io	Celonis	-
8/2021	Lana Labs	Appian	35
5/2021	Live Objects	Zuora	-
4/2021	myInvenio	IBM	-
1/2021	Signavio	SAP	1150
2/2021	Changepoint	Planview	-
2/2021	Clarizen	Planview	-
10/2020	Integromat	Celonis	108
7/2020	Aptage	Planview	-
10/2019	ProcessGold	UiPath	-
5/2019	Timeline	Abbyy	-
12/2018	Spigit	Planview	-
6/2018	Trendminer NV	Software AG	-
12/2017	LeanKit	Planview	-

*Software AG:n kauppahinta vastasi seuraavan 12kk ennustetuilla luvuilla laskettuna noin 2,5x EV/S- ja 13,5x EV/EBIT-kerrointa.

Strategia 1/2

Käännetkan alku ei ole ollut ongelmaton

QPR:n liiketoiminnan kehitys on ollut historiassa 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 menivät niin hallitus, johtoryhmä, organisaatorakenne kuin myös strategia. Lisäksi kesäkuussa 2022 yhtiö keräsi osakeannilla noin 3 MEUR:n nettovarot taseen vahvistamiseksi ja kasvustrategian vaatimiin investointeihin.

Käännetkan alkuun osui kuitenkin heti ikäviä takaiskuja, kun vuosina 2020-2021 käynnistettyjen Lähi-idän projektien ongelmat pintaoutuivat yllättäen ja aiheuttivat QPR:lle merkittäviä tappioita vuonna 2022. Romahtaneen kannattavuuden myötä myös osakeannissa kerätyt varat hupenivat nopeasti projektihaasteiden paikkaamiseen.

Kannattavuutta ja rahoitusasemaansa tervehdyttääkseen QPR toteutti vuosina 2022-2023 yhteensä neljät muutosneuvottelut, joiden myötä organisaation kokoluokka supistui merkittävästi ja ohjelmistoliiketoiminnan ulkopuolisesta konsultoinnista irtauduttiin. Myös taseasemaa paikattiin vielä syksyllä 2023 suunnatulla annilla. Kannattavuuskehitys on lähtenyt mittavien sopeutustoimien myötä kehittymään oikeaan suuntaan ja kivuliaan käänteen jälkeen tilanne näyttääkin nyt valoisammalta.

DTO-teknologioihin erikoistunut ohjelmistoyhtiö

QPR tarkensi vuonna 2023 strategiaansa kaudelle

2024-2027, joskin merkittäviä muutoksia yhtiön aiempaan vuonna 2022 laadittuun strategiaan ei tullut. Päivitetystä strategiastaan QPR profiloituu entistä vahvemmin SaaS-mallilla toimivaksi ohjelmistoyhtiöksi, ja jäljelle jäänyt konsultointi on puhtaasti ohjelmistoliiketoimintaa tukevaa.

Yhtiö pyrkii strategiassaan yhdeksi johtaviksi Digital Twin of an Organization (DTO) teknologian toimijoiksi. DTO-teknologioissa yhdistyy prosessilouhinnan lisäksi myös organisaation prosessien mallintamiseen ja suorituskyvyn mittaamiseen liittyvät ohjelmistot. Siten yhtiö pyrkiikin aiempaa enemmän tarjoamaan laajempia kokonaisuusratkaisuja pistemäisten ratkaisujen sijaan. Yhtiön selvänä kasvukärkenä toimii kuitenkin edelleen prosessilouhinta.

Markkina kasvaa prosessilouhinnassa nopeasti ja QPR hakee kasvua erityisesti Pohjois- ja Keski-Euroopassa sekä Isossa-Britanniassa. Myös Pohjois-Amerikka on yhtiölle potentiaalinen kasvumarkkina. Valtavalla markkinalla avainasemassa on toimiva kumppanikanava pienen QPR:n myyntiresurssien ollessa rajalliset. Yhtiö on tähän mennessä allekirjoittanut Pohjois-Amerikassa neljä kumppanuussopimusta, ja neuvotteluja potentiaalisten kumppanien kanssa käydään parhaillaan. Myyntikumppanien osalta määrä ei korvaa laatua, ja lopulta kumppanuuksien toimivuus mitataan vasta vuosien kuluessa.

QPR pyrkii myös hyödyntämään entuudestaan QPR Metrics -tuotteella saavutettua asemaansa Lähi-idässä laajentamalla alueellista prosessilouhintaohjelmistojensa tarjontaa. Vuonna 2023 yhtiö tiedottiikin ensimmäisestä

prosessilouhinnan SaaS-sopimuksesta Lähi-idässä. Huolimatta aiemmista haasteista Lähi-idässä yhtiön julkishallinnon asiakkaila on kiinnostusta myös jatkohankkeille. Vanhojen projektien osalta QPR:n haasteena olivat sovitut kiinteähintaiset projektit, jotka viivästysten vuoksi koituivat kannattavuuden osalta kohtalokkaiksi.

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. Erityisesti Snowflaken asema on vahva Pohjois-Amerikassa, ja QPR:n Snowflake-kulma on resonoinut hyvin potentiaalisten kumppanien kanssa. Snowflaken laaja asiakaskunta tarjoaa QPR:lle huomattavaa kasvupotentiaalia, jonka realisoidumiseksi yhtiön on keskeistä löytää oikeat jakelukumppanit myynnin skaalaamiseksi.

Strategia 2/2

Taloudelliset tavoitteet

QPR uusi strategian tarkennuksen yhteydessä myös taloudelliset tavoitteensa. Yhtiö tavoittelee keskimäärin 20 %:n vuotuista SaaS-liikevaihdon kasvua strategiakauden (2024-2027) aikana. Kokonaiskasvun osalta yhtiöllä ei ole tavoitetta, mikä käy järkeen kun arviomme mukaan liikevaihto tulee vielä tänä vuonna laskemaan selvästi konsultointiliikevaihdon laskun myötä. Lisäksi kokonaiskasvua voi hidastaa lisenssimyynnin ja ylläpitotuottojen siirtymä SaaS-laskutukseksi, joskin varsin merkittävä osa tästä siirtymästä on jo arviomme mukaan tapahtunut viime vuosien aikana.

QPR ei ole erikseen julkaissut prosessilouhintaohjelmistonsa SaaS-tuottoja, joten lähtötaso tämän osalta ei ole tiedossa. Käsitteemme mukaan suurin osa SaaS-liikevaihdosta (2023: 2,4 MEUR) tulee prosessilouhinnasta. Edelleen varsin matala lähtötaso, nopeasti kasvava markkina sekä samaan aikaan käynnissä oleva lisenssimyynnin SaaS-transformaatio antavat hyvät lähtökohdat voimakkaalle SaaS-kasvulle strategiakaudella. Siten pidämme tavoiteltua keskimääräistä 20 %:n kasvua realistisena saavutttavaa.

Nopeasti kasvavilla prosessilouhinnan markkinoilla 20 % vuotuinen kasvutavoite näyttääkin jossain määrin jopa melko vaatimattomalta, kun huomioidaan liiketoiminnan pieni kokoluokka. Tavoite myös indikoi sitä, että yhtiö tulisi kasvamaan markkinakasvua hitaammin. Tavoitteiden toteutuessa yhtiön SaaS-liikevaihto olisi absoluuttiselta kokoluokaltaan edelleen suhteellisen myös pientä. Tältä pohjalta katsottuna

arviomme yhtiön halunneen asettaa strategiakauden tavoitteet konservatiivisesti, sillä historiassa kovemmat kasvutavoitteet ovat jääneet vain haaveeksi.

Kannattavuuden osalta QPR tavoittelee strategiakaudellaan ”kestävää liikevoittoa”. Muotoilu jättää mielestämme tulkinnan varaa, mutta oletamme yhtiön tavoittelevan korkeaa yksinnumeroista liikevoittomarginaalia. Tavoite on mielestämme saavutettavissa yhtiön vuosina 2022-2023 tehtyjen mittavien kulusopeutusten myötä. Kulurakenne onkin ajettu nyt matalaksi, ja SaaS-liikevaihdon pysyessä vahvassa kasvussa, on kannattavuudella potentiaalia koheta selvästi tulevina vuosina. Samalla liikevoittomarginaalin kohenemista tukee myös poistotason pieneneminen yhtiön jarrutellessa investointejaan viime vuosina.

QPR:n strategia ei sisällä voitonjakopolitiikkaa, mutta tiukan taloudellisen aseman vuoksi yhtiön osinkohanat tulevat pysymään kiinni ja rajalliset resurssit ohjataan kasvun tavoitteluun.

Strategiakauden 2024-2027 taloudelliset tavoitteet



20 %:n keskimääräinen vuotuinen SaaS-liikevaihdon kasvu



Kestävä liikevoitto

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

- Muutosneuvottelujen ja merkittävien kustannussäästöjen myötä kulurakennetta tervehdytetty huomattavasti
- Ohjelmistoliiketoiminnasta irrallinen konsultointiliiketoiminta ajettu alas
- SaaS-kasvu (2022-2023: +36-37 %) kehittyi strategian tavoitteiden mukaisesti

Kasvu kääntyy väärään suuntaan ja kannattavuus heikkenee

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

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kannattavuuskäänteen jatkuminen ja taseaseman tervehdyttäminen
- Taseaseman paranemisen jälkeen tuotekehityksen resurssien lisääminen ja myyntipanostusten kasvattaminen
- SaaS-liiketoiminnan voimakkaan kasvun jatkuminen
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja strategisten kumppanuuksien löytäminen sekä kehittäminen

Käänteen alku oli ongelmallinen

- Uusi strategiakausi käynnistyy heikosti, kun sekä liikevaihto että tulos romahtavat vuonna 2022 myynnin kärsiessä taloustilanteen heikentymisestä ja Lähi-idän ongelmaprojektien ilmaantumisesta
- Vuoden 2022-2023 tehtiin useat muutosneuvottelut ja kannattavuus alkaa elpymään merkittävästi
- Strategiaan tarkennuksia vuonna 2023 ja käännettä haetaan aiempaa pienemmällä organisaatiolla

Seuraavat 5 vuotta

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

Taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihdon kasvu ollut haasteena historiassa

QPR on jo pitkään tavoitellut voimakasta kansainvälistä kasvua, mutta tähän mennessä tulokset ovat jääneet vaisuiksi. Viimeisen kymmenen vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ollut noin -2 % ja viimeisen viiden vuoden -5,6 %. Suurimman osan ajasta liikevaihto on polkenut paikoillaan noin 8-10 MEUR:n välillä laskien vuonna 2023 7,6 MEUR:oon. Tänä vuonna liikevaihto tulee arviomme mukaan jatkamaan laskussa yhtiön luopuessa ohjelmisto-liiketoiminnasta irrallisesta konsultoinnista. Ohjelmistoliiketoiminnan osuus liikevaihdosta on vaihdellut noin 60-70 %:n välillä, mutta tämä tulee myös kasvamaan selvästi tänä vuonna.

Tuloskehitys on puolestaan ollut historiallisesti varsin vaihtelevaa. Viimeisen viidentoista vuoden aikana QPR on kyennyt parhaimmillaan vuonna 2014 tekemään 11,5 %:n liikevoiton, mutta kymmenen vuoden keskimääräinen kannattavuus on -4,4 %, jota viime vuosien reilusti tappiolliset tulokset painavat merkittävästi.

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. Vuosina 2022-2023 kannattavuuden romahtamiseen vaikutti myös erityisesti Lähi-idän projektihaasteet, jotka johtivat merkittävään määrään laskuttamatonta työtä sekä kasvaneisiin alihankintakuluihin.

Huomattavien tappioiden jälkeen yhtiö toteutti vuosina 2022-2023 merkittäviä sopeutustoimia ja

vuonna 2023 kannattavuus alkoi oikenemaan selvästi. Myös vuonna 2024 suunta on jatkunut rohkaisevana.

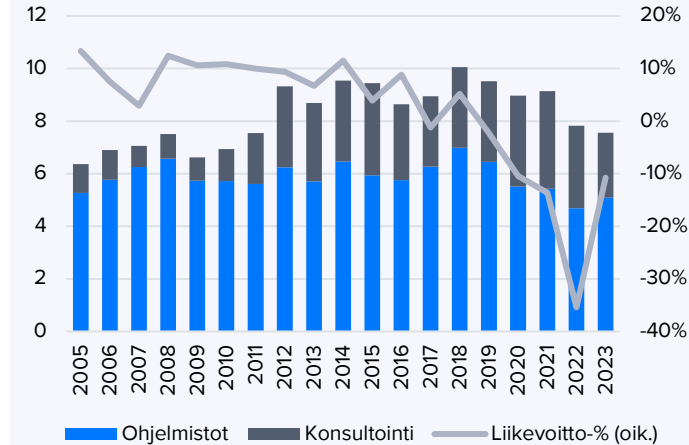
Kulurakenne

Ohjelmistoyhtiöille tyypillisesti QPR:n bruttokatteet ovat korkealla tasolla (2023: 84 % lv:sta). Bruttokate nousi vuodesta 2022 (80 %) alihankintakustannusten laskun myötä. Nykyään materiaalit ja palvelut sisältävät pilvialustan tuotantokustannusten lisäksi vain jälleenmyyjien komissioita sekä lokalisointikuluja yhtiön luopuessa konsultointiliiketoiminnasta.

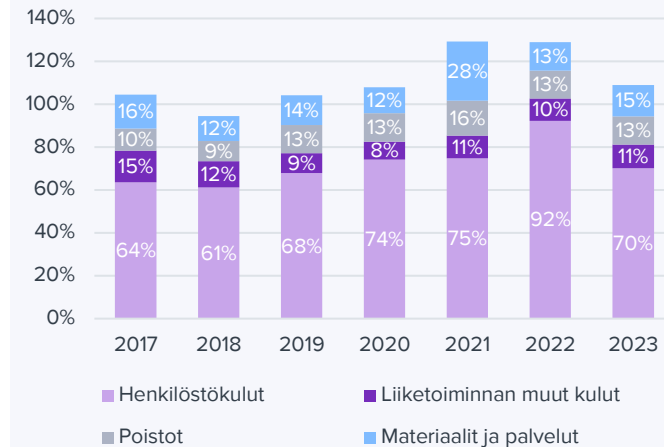
QPR:n kulurakenne koostuu pääosin henkilöstökuluista ja on siten lyhyellä aikavälillä hyvin kiinteä. Viimeisen viiden vuoden aikana henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin 76 % liikevaihdosta. Vuonna 2023 henkilöstökulut vastasivat 70 % liikevaihdosta ja sekä absoluuttinen että suhteellinen määrä tulee laskemaan tänä vuonna henkilöstön merkittävän supistumisen myötä. Henkilöstön lukumäärä oli Q1'24:n lopussa 35 (2023: 49, 2022: 85). QPR:n henkilöstökulujen suhteellisessa tasossa on edelleen skaalautumispotentiaalia, mikäli liikevaihto saadaan kestäväällä kasvupolulle tulevien vuosien aikana, ja vaikka tämä vaatii samaan aikaan lisää rekrytointeja.

Liiketoiminnan muut kulut sisältävät esimerkiksi toimitila-, matka-, markkinointi ja myynnin edistämiskuluja sekä luottotappioita. Muut kulut olivat vuonna 2023 noin 11 % liikevaihdosta, millä tasolla ne ovat suunnilleen olleet keskimäärin myös viimeisen viiden vuoden ajan. Tämän kuluerän osuus liikevaihdosta on jo melko alhainen, emmekä näe siinä olennaista skaalautumispotentiaalia.

Liikevaihto ja kannattavuus



Kulurakenne %-lv:sta



Taloudellinen tilanne 2/2

QPR:n poistot ovat olleet melko tasaisesti 0,7-1,2 MEUR:n välillä viimeiset kymmenen vuotta. Poikkeuksena toimii vuosi 2021 (1,5 MEUR), kun QPR alaskirjasi vuonna 2011 tehdyn Nobultec-yrityksoston liikearvoa sekä aktivoituja kehitysmenoja. Tulevina vuosina odotamme poistotason laskevan jonkin verran aktivoitujen tuotekehitysmenojen laskettua viime vuosina yhtiön ollessa investointien osalta säästölliekillä. QPR poistaa aktivoituiden kehitysmenot 4 vuodessa.

Tase ja rahoitusasema

Pienelle ohjelmistoyhtiölle 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. Yhtiö keräsi suunnatulla annilla (0,8 MEUR) vielä uutta rahoitusta syksyllä 2023. Yhtiön rahoitusasema on edelleen vain välttävä, mutta kannattavuuskäänteen edettyä hyvin kassavirta on tänä vuonna kääntymässä positiiviseksi. QPR sai keväällä 2024 yhtiökokoukselta valtuutuksen osakeannin järjestämiseen, jossa osakkeet vastaisivat enimmillään 35 % rekisteröidyistä osakkeista. Normaalia suurempi antivaltuus indikoi mielestämme, että osakeanti on hyvin mahdollinen lähitulevaisuudessa. Osakeannin myötä yhtiö saisi työrauhaa kasvustrategiansa toteuttamiseen, sillä nykyinen rahoitusasema vie arviomme mukaan väkisin johdon fokusta pois

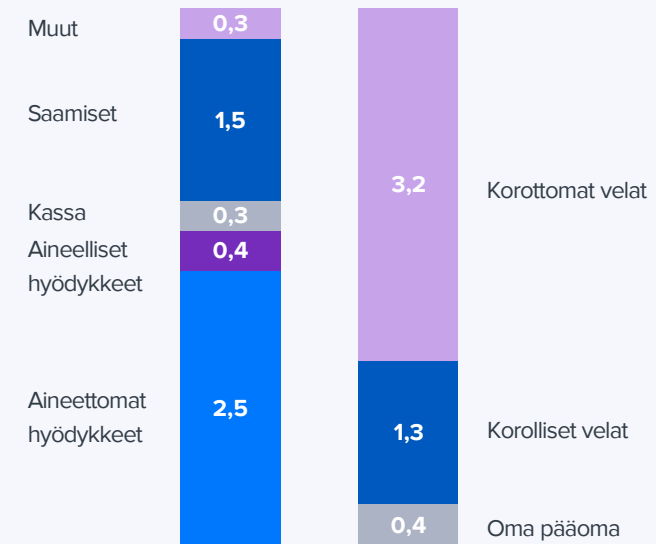
operatiivisesta tekemisestä.

Q1'24 lopussa QPR:n omavaraisuusaste oli 14 % ja nettovelkaantumisaste 276 %. Kassassa oli 0,3 MEUR, joskin yhtiöllä on lisäksi 0,5 MEUR:n limiitti turvaamassa lyhyen aikavälin likviditeettiä. Kassatilanne ei kuitenkaan anna tilaa kasvupanostusten kiihdyttämiseksi ottaen huomioon, että yhtiöllä eräänny seuraavan 2 vuoden sisällä kaksi 0,5 MEUR:n erää sen pankkilainasta. Yhtiö joutuukin tällä hetkellä tasapainottelemaan kustannussäästöjen sekä kasvuinvestointien välillä.

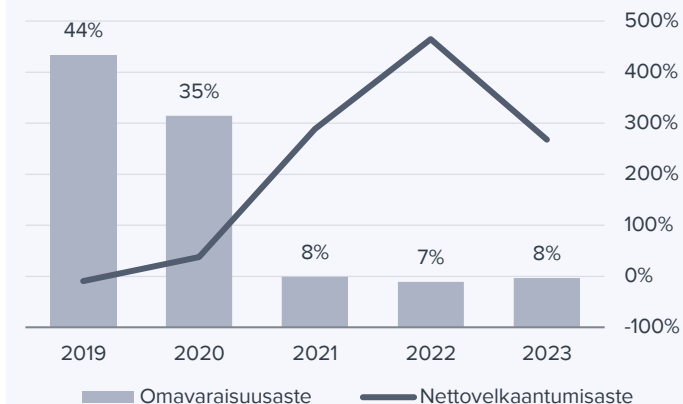
Q1'24:n lopussa QPR:n taseen loppusumma oli 4,8 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin aineettomista hyödykkeistä ja liikearvosta (yht. 2,5 MEUR) ja saamisista (1,5 MEUR). Vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (0,4 MEUR), korollisista veloista (1,3 MEUR, sisältäen 0,3 MEUR vuokratvelkoja) sekä lyhytaikaisista korottomista veloista (3,2 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 yhtiön osinkohanojen pysyvän kiinni vielä pitkään, ja kaikkien pääomien ohjautuvan kasvun tavoitteluun.

Tase Q1'24



Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

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

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

Viime vuonna suurin näistä oli vielä konsultointi (2023: 33 %), mutta sen osuus tulee laskemaan tänä vuonna (2024e: 14 %) selvästi yhtiön luovuttua ohjelmistoliiketoiminnasta irrallisesta konsultoinnista. SaaS-liikevaihdon kasvaessa odotammekin siitä muodostuvan tänä vuonna jo selvästi suurin liikevaihtoerä (2024e: 44 %). Pilvipalveluiden kasvu tuo 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 2024-2027 tavoitteet ovat kuitenkin astetta maltillisemmat. Siten yhtiön nykyiset tavoitteet antavat viitekehysten ennusteillemme, joihin yhtiöllä pitäisi olla realistiset edellytykset päästä hyvällä strategian toteuttamisella.

Tänä vuonna QPR:n liikevaihto laskee konsultoinnin supistumisen myötä, mutta vuosien 2025-2027 aikana odotamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 8 %:n vauhtia SaaS-tuottojen (2024e-2027e CAGR 19 %) ajamana. Ennusteellamme SaaS-tuottojen kasvuvauhti jää lievästi tänä ja ensi vuonna yhtiön tavoitetasosta (yli 20 %) haastavan

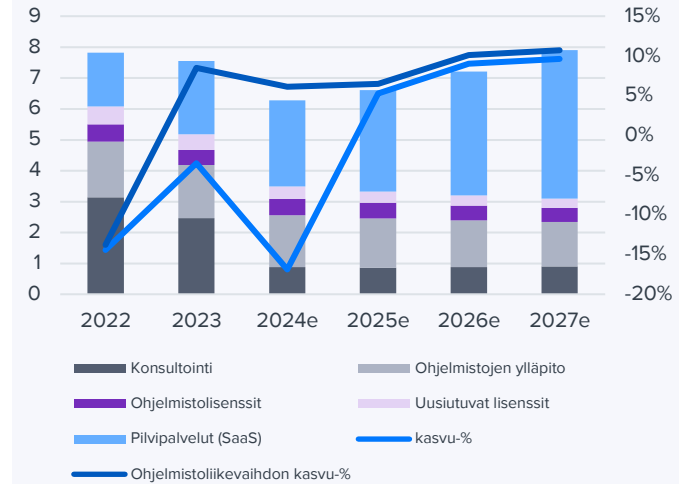
markkinatilanteen vuoksi. Vuosina 2026-2027 ennustamme kasvun jälleen kiihtyvän, kun strategisten jälleenmyyjäkumppanien löytäminen alkaa tuottaa tuloksia ja kiihdyttää SaaS-kasvua. Lyhyellä aikavälillä arvioimme myynnin olevan vielä pitkälti kiinni yhtiön oman suoramyynnin onnistumisesta. Lyhyellä tähtäimellä yksittäiset lisenssikaupat voivat tuoda myös vielä heiluntaa liikevaihtoon neljännesten välillä, mutta siirtymä kohti jatkuvia SaaS-tuottoja tasoittaa kehitystä asteittain.

Kannattavuuden osalta QPR tavoittelee kestäväää liikevoittoa ja ennusteidemme mukaan yhtiö on kääntymässä tänä vuonna liikevoittotasolla voitolliseksi. QPR:n kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme yhtiön bruttokatteen palautuvan kuluvana vuonna 85 %:iin ja pysyvän jatkossa 85,5 % tasolla. Odotamme henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta laskevan selvästi nykyiseltä tasoiltaan. Muissa kuluissa emme odota merkittävää skaalautumista kulujen osuuden ollessa jo varsin matalalla tasolla.

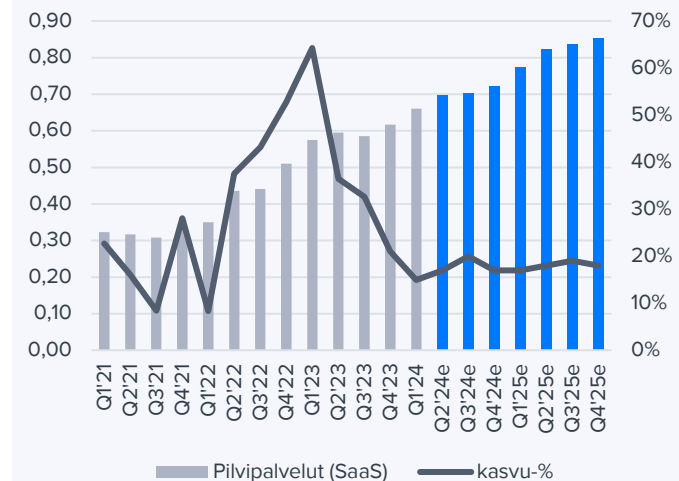
Vuoden 2024 ennusteet

QPR ohjeistaa tälle vuodelle SaaS-liikevaihdon kaksinumeroista kasvua ja ohjelmistoliikevaihdon kasvua. Liiketuloksen yhtiö odottaa paranevan huomattavasti edellisvuoteen verrattuna (2023: -0,8 MEUR). Taloudellinen epävarmuus aiheuttaa edelleen hitautta uusiasiakashankintaan, mutta pientä piristymistä asiakasrintamalla on ollut havaittavissa alkuvuonna. Yhtiöllä on historiassa suhteellisen heikot näytöt ohjeistustensa pitävyyden osalta, mutta kuluvan vuoden ohjeistus on mielestämme kuitenkin varsin helposti saavutettavissa ilman merkittäviä negatiivisia ulkoisia shokkeja.

Liikevaihto ja kasvu-%



SaaS-liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 2/2

Odotamme QPR:n vuoden 2024 liikevaihdon laskevan noin 17 % 6,3 MEUR:oon. Laskun taustalla on etenkin konsultointiliiketoiminnan voimakas supistuminen (ennuste -64 %, 0,9 MEUR). SaaS-liikevaihdon odotamme kasvavan 17 % 2,8 MEUR:oon, mitä tukee jo tehdyt kaupat, asiakkaiden siirtymä lisenssimallista SaaS-malliin, ja loppuvuodesta lievästi piristyvät uusmyynnin näkymät. Ohjelmistolisenssien (2024e: 0,53 MEUR) osalta odotamme maltillista kasvua viime vuosien voimakkaan laskun jälkeen, mutta tulevina vuosina trendin olevan alaspäin yhtiön panostaessa pääasiassa SaaS-myyntiin. Uusiutuvien ohjelmistolisenssien (2024e: 0,41 MEUR) ja ohjelmistojen ylläpitoliikevaihdon (2024e 1,68 MEUR) odotamme laskevan, kun QPR konvertoi asiakkuuksia SaaS-malliin. Kokonaisuutena odotamme ohjelmistoliiketoimintaan 6 %:n kasvua.

Ennustamme QPR:n liikevoiton kohenevan tänä vuonna ohjeistuksen mukaisesti selvästi ja yltävän voitolliseksi 0,2 MEUR:oon. Kannattavuuden kohenemisessa avainasemassa on etenkin yhtiön viime vuonna tekemät muutosneuvottelut, minkä myötä henkilöstön määrä on supistunut merkittävästi. Samalla myös korkean bruttokatteen SaaS-liikevaihdon kasvu tukee asteittain kannattavuutta. Uskomme yhtiön pitävän muutenkin yllä tiukkaa kulukuria edelleen ohuen tase- ja kassatilanteen vuoksi. Käyttökate odotamme yltävän tänä vuonna 1,2 MEUR:oon, mikä vastaisi jo hieman alle 20 % käyttökatemarginaalia. Nyt kun yhtiön aktivoimat tuotekehitysinvestoinnit ovat säästöliekillä heijastelee käyttökate myös normaalia paremmin yhtiön vapaata rahavirtaa.

Vuosien 2025-2027 ennusteet

Vuonna 2025 ennustamme QPR:n liikevaihdon

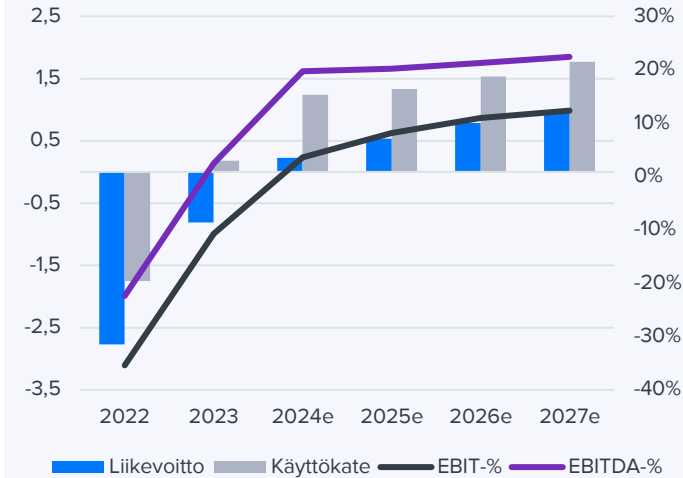
kasvavan 5 % ja vuosina 2026-2027 kasvun kiihtyvän noin 9-10 %:iin nopeasti kasvavien SaaS-tuottojen painoarvon noustessa. Odotamme tällöin SaaS-liikevaihdon kasvavan 18-22 %:n vuosivauhtia. Muiden ohjelmistoliikevaihtoeiden (lisenssit, uusiutuvat lisenssit ja ylläpito) odotamme jatkavan asteittaista laskuaan SaaS-transformaatiota heijastellen. Samaan aikaan odotamme konsultointiliikevaihdon supistuvan ensi vuonna vielä 2 %, ja tämän jälkeen kääntyvän maltilliseen 2 %:n kasvuun.

Ennustamme QPR:n liiketuloksen jatkavan asteittaista paranemistaan ja olevan strategiakauden lopulla 1,0 MEUR, mikä vastaisi jo hyvää noin 12 %:n liikevoittomarginaalia. Yhtiön kulurakenne on tällä hetkellä erittäin trimmattu ja kannattavuuskehityksen kannalta avainasemassa jatkossa on korkean bruttomarginaalin SaaS-liikevaihdon kasvu. Mikäli kasvunäkymä piristyisi, yhtiön voisi olla jälleen järkevää alkaa rekrytoimaan voimakkaammin, mikä lyhyellä tähtäimellä voisi hidastaa skaalautumista. Kaiken kaikkiaan arvioimme voimakkaan kasvun ylläpitämisen pidemmällä aikavälillä vaativan selvästi lisää panostuksia myyntiin ja tuotekehitykseen.

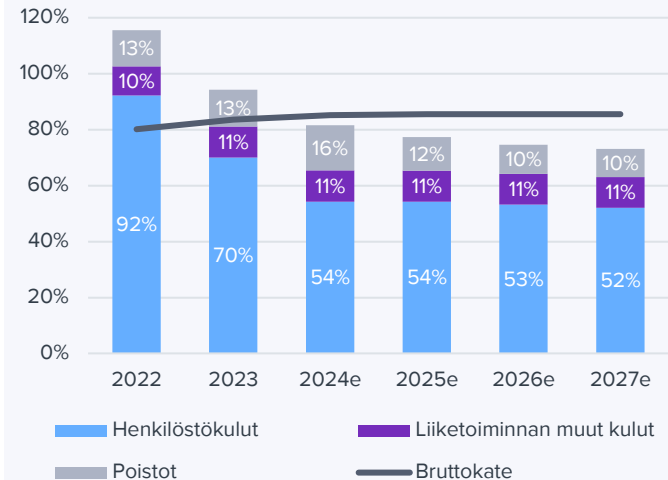
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2028-2032 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan 8 %:sta 5 %:iin, jonka jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on 2,5 %. Liikevoiton oletamme nousevan asteittain 12,6 %:sta 14,0 %:iin vuoteen 2032 mennessä, joka on myös ikuisuusoletuksemme. Strategian onnistuessa ja SaaS-kasvun realisoituessa QPR:illä on edellytyksiä ennusteitamme vahvempaankin kasvu- ja kannattavuuskehitykseen. Tämän ennustamiseksi strategian toteuttamisesta tarvitaan kuitenkin vielä näyttöjä kannattavan kasvun muodossa.

Kannattavuuden kehitys vuositasolla



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	9,1	7,8	2,2	1,9	1,8	1,6	7,6	1,8	1,5	1,5	1,5	6,3	6,6	7,2	7,9
Ohjelmistolisenssit	1,3	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Uusiutuvat ohjelmistolisenssit	0,8	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,4	0,3	0,3
Ohjelmistojen ylläpitopalvelut	2,0	1,8	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	1,6	1,5	1,4
Piivipalvelut (SaaS)	1,3	1,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	0,7	0,7	0,7	0,7	2,8	3,3	4,0	4,8
Konsultointipalvelut	3,7	3,1	0,8	0,8	0,5	0,4	2,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	0,9	0,9	0,9
Käyttökate	0,2	-1,8	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	1,2	1,3	1,5	1,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-1,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,8	-0,7	-0,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,9	-2,8	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,8	1,0
Liikevoitto	-1,2	-2,8	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,8	1,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	-1,4	-2,9	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,9	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,6	0,8
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
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	-1,4	-2,9	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,9	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,5	0,7
EPS (oikaistu)	-0,08	-0,18	-0,02	-0,01	0,00	-0,02	-0,05	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04
EPS (raportoitu)	-0,11	-0,18	-0,02	-0,01	0,00	-0,02	-0,05	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	1,9 %	-14,4 %	1,6 %	-5,0 %	23,0 %	-25,4 %	-3,5 %	-21,0 %	-21,1 %	-18,0 %	-4,8 %	-16,9 %	5,3 %	9,0 %	9,6 %
Käyttökate-%	2,6 %	-22,4 %	-1,6 %	0,4 %	13,4 %	-1,9 %	2,4 %	16,7 %	13,1 %	28,5 %	21,5 %	19,8 %	20,2 %	21,3 %	22,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-9,6 %	-35,4 %	-12,8 %	-12,1 %	-0,7 %	-17,7 %	-10,8 %	1,9 %	-3,5 %	11,6 %	5,1 %	3,6 %	8,2 %	10,9 %	12,3 %
Nettotulos-%	-14,8 %	-36,7 %	-14,8 %	-13,0 %	-2,1 %	-19,2 %	-12,2 %	0,7 %	-5,0 %	7,1 %	2,0 %	1,2 %	4,7 %	7,1 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Tänä vuonna kiristyneellä arvostuksella tuotto/riski-suhde ei houkuttele

QPR:n tulospöytä on edennyt viime neljänneksinä hienosti oikeaan suuntaan, ja alkuvuoden uutisvirran perusteella myös myyntirintamalla tapahtuu oikeita asioita. Nämä seikat ovat heijastuneet voimalla myös yhtiön osakekurssiin, joka on noussut vuoden alusta yli 70 %.

Mielestämme nykyinen kiristynyt arvostus (2024e-2025e EV/S 1,8x-1,6x) hinnoittelee sisäänsä nykyisiä ennusteitamme (linjassa QPR:n tavoitteiden kanssa) voimakkaampaa skaalautuvaa kasvua ollakseen perusteltu. Lähivuosina kiihtyvän SaaS-kasvun toteutumiseen liittyy luonnollisesti vielä epävarmuutta samalla kun vertailukaudet käyvät jatkuvasti haastavammiksi. Siten osakkeen tuotto/riski-suhde ei tällä hetkellä houkuttele, vaikka alkuvuoden kehitys liiketoiminnassa onkin osaltaan vahvistanut luottamusta käänteen etenemiseen myös jatkossa.

Lisäksi yhtiökokouskutsun perusteella yhtiön hallitus hakee normaalia suurempaa valtuutusta laskea liikkeelle uusia osakkeita osakeannilla (35 % osakekannasta). Tämä indikoi tiukan rahoitusaseman paikkaamista annilla, mikä yhtiön kasvustrategian toteuttamisen kannalta olisi erittäin tervetullut ratkaisu. Sijoittajan näkökulmasta kohtuullisen suurta diluutiota osakekantaan aiheuttavat annit harvoin ovat lyhyellä tähtämellä varsinaisesti positiivisia ajureita osakkeelle, mikä osaltaan puoltaa myös varovaisuutta.

Lähivuosien tulokertoimien valossa kannattavaa kasvua leivottu reilusti jo osakkeen hintaan

Ennusteillamme QPR:n kannattavuus kääntyy tänä vuonna liikevoittotasolla kestävästi positiiviseksi ja arvostusta voidaan tarkastella myös tulokertoimien kautta. Vuosien 2024-2025 EV/EBITDA-kertoimilla (9x-8x) tulospohjainen arvostus näyttää jo kohtuulliselta, mutta EV/EBIT-kertoimet (49x-20x) ovat vielä hyvin korkeita. Säästöliikelle vedetyn organisaation myötä QPR:n investoinnit ovat tällä hetkellä pienemmät kuin poistot. Siten käyttökate voi heijastella tällä hetkellä vapaata rahavirtaa jopa liikevoittoa paremmin. Pidemmän päälle emme pidä nykytilannetta kestäväenä yhtiön kasvutavoitteiden valossa, vaan erittäin kilpailulla markkinalla kasvu vaatii jatkuvia ja mielellään kasvavia panostuksia tuotekehitykseen. Siten suosimme arvostuksen tarkastelussa enemmän EBIT-kerrointa.

Ennustamamme voimakkaan SaaS-kasvun myötä liikevoitto nousee vuoteen 2027 mennessä jo 12 %:n tasolle. Tällöin EV/EBIT-kerroin olisi maltillinen 10x ja EV/EBITDA matala 5,5x, mikäli kasvunäkymä näyttäisi tässäkin kohtaa hyvältä. Toteutuakseen tämä vaatii kuitenkin erittäin hyvää onnistumista tulevina vuosina, johon liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta. Siten pitkälle katsovat tulokertoimet eivät mielestämme vielä olennaisesti tue osakkeen arvostusta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,58	0,58	0,58
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	10	10	10
Yritysarvo (EV)	11	11	10
P/E (oik.)	>100	33,3	20,3
P/E	>100	33,3	20,3
P/B	24,6	14,1	8,3
P/S	1,6	1,6	1,4
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	8,9	8,1	6,7
EV/EBIT (oik.)	48,6	20,0	13,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Verrokkiryhmän arvostus

QPR:lle ei ole saatavilla selkeää samalla alalla toimivaa verrokkiryhmää, sillä käytännössä kaikki prosessilouhintaan sekä kokonaisarkkitehtuuri- ja prosessimallintamiseen keskittyneistä kilpailijoista ovat listaamattomia. Aiemmin listoilla ollut, suuri saksalainen ohjelmistoyhtiö Software AG ostettiin pois pörssistä hinnalla, joka vastasi seuraavan 12kk ennustetuilla luvuilla laskettuna noin 2,5x EV/S- ja 13,5x EV/EBIT-kerrointa.

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.

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2024-2025 ovat 2,5x-2,3x, joihin peilattuna QPR:n omat kertoimet ovat noin 30 %:n alennuksella. Tämä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan QPR:n pieni koko, välttävä rahoitusasema, heikko historiallinen kasvun track-record sekä lähivuosina ennusteillamme vielä vaisuksi jäävä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä. Esimerkiksi jollain tasolla vastaavilla kasvu- ja kannattavuusprofiileilla olevia LeadDeskia ja WithSecurea hinnoitellaan tälle vuodelle 1,4x ja 1,1x liikevaihtokertoimilla.

Kokonaisuutena verrokkiryhmän kertoimista saadaan suuntaviivoja siihen, miten QPR:ää voitaisiin hinnoitella yhtiön strategian edetessä. Tällä hetkellä verrokkiryhmän kertoimien pohjalta

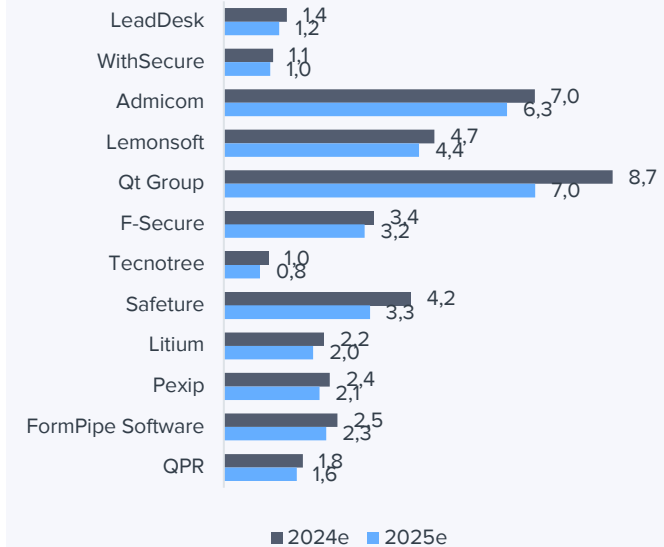
QPR:n suhteellisessa arvostustasossa on vaikea nähdä olennaista nousuvaraa.

DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa nykyisillä ennusteillamme QPR:lle noin 0,52 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2032-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 14 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 57 %, mikä kertoo melko suuren 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) 10,7 %, mikä on myös oman pääoman tuottovaatimuksemme. Tuottovaatimusta nostaa yhtiön pieni koko, kasvuun liittyvä epävarmuus sekä tällä hetkellä ohut taloudellinen liikkumavara. Mikäli QPR osoittaa tulevina vuosina kasvustrategiansa etenevän oikeaan suuntaan, voisi tuottovaateessa olla jonkin verran laskuvaraa yhtiön riskiprofiilin madaltumisen kautta.

QPR:n ja ohjelmistoyhtiöverrokkien EV/S-kertoimet



Arvonmääritys 3/3

Pitkän aikavälin skenaariot

Havainnollistamme QPR:n osakkeen pidemmän aikavälin tuottopotentiaalia kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja hyväksyttävistä arvostustasoista vuoteen 2027 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 kiihtyvistä kannattavasta kasvusta on saatu enemmän näyttöjä.

Skenaariolaskelmat kuvaavat hyvin sitä, kuinka osakkeen tuotto-odotus on erityisen herkkä SaaS-liiketoiminnan kasvulle ja hyväksyttävälle arvostukselle. Strategian menestyksekkäällä toteuttamisella QPR:stä kuoriutuisi seuraavan 3-5 vuoden aikana kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö, jonka alla olevilla markkinoilla on hyvät kasvunäkymät. Tällöin liiketoiminnasta jo merkittävä osa muodostuisi jatkuvista SaaS-tuotoista, mikä alkaisi näkyä entistä vahvemmin yhtiön kannattavuudessa. Näin yhtiön riskiprofiili olisi nykyistä alhaisempi ja hyväksyttävät arvostuskertoimet korkeampia. Tällöin osakkeessa on näkemyksemme mukaan tarjolla erittäin hyvä tuotto-odotus, mitä optimistinen skenaario osaltaan kuvastaa.

Heikossa skenaariossa, jossa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jäisi vaisuksi, tuotto-odotus olisi selkeästi negatiivinen. Ennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa tuotto-odotus näyttää kohtuulliselta, mutta suhteessa tämän toteutumiseen liittyviin ennusteriskeihin

tuotto/riski-suhde ei kuitenkaan ole vielä houkutteleva. Kaiken kaikkiaan paljon riippuu siitä, onnistuuko yhtiö saamaan kestäväää kasvua aikaan ja kuinka skaalautuvaa kasvu on.

Yritysjärjestelyoptio

QPR:n markkina-arvo (10 MEUR) ja yritysarvo (11 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. 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.

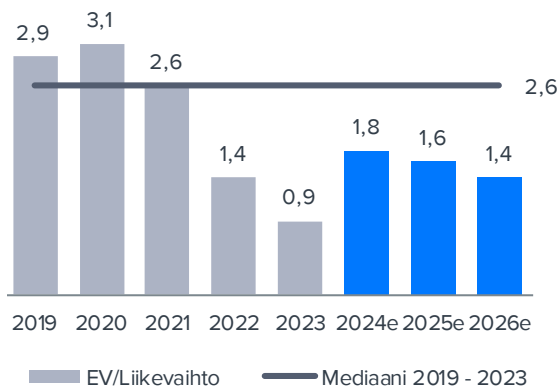
2027	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
<i>Kasvu (CAGR 25-27)</i>	3 %	8 %	16 %
Liikevaihto	6,9	7,9	9,9
x hinnoittelukerroin	1,2x	1,8x	2,4x
Yritysarvo	8,3	14,2	23,8
Nettovelat	0,0	-0,5	-1,0
Osakekannan arvo	8,3	14,8	24,8
<i>Per osake</i>	<i>0,46</i>	<i>0,83</i>	<i>1,39</i>
Tuotto	-20 %	43 %	139 %
Vuosituotto	-6 %	11 %	29 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,34	2,24	1,85	0,56	0,33	0,58	0,58	0,58	0,58
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	12,0	16,0	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	28	27	22	9,0	5,9	10	10	10	10
Yritysarvo (EV)	28	28	23	11	6,8	11	11	10	9,8
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	33,3	20,3	15,3
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	33,3	20,3	15,3
P/B	10,2	13,4	51,6	18,5	16,9	24,6	14,1	8,3	5,4
P/S	2,9	3,0	2,4	1,1	0,8	1,6	1,6	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	2,9	3,1	2,6	1,4	0,9	1,8	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA	26,8	>100	96,8	neg.	37,5	8,9	8,1	6,7	5,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	48,6	20,0	13,1	10,1
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 Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2025e
LeadDesk	41	44	30,3	19,7	10,4	8,2	1,4	1,2	7 %	9 %	5 %	6 %	16 %
WithSecure	181	166			52,0	20,5	1,1	1,0	6 %	6 %	-4 %	-1 %	5 %
Admicom	259	249	20,3	18,2	20,0	17,8	7,0	6,3	4 %	7 %	34 %	35 %	42 %
Lemonsoft	138	137	19,9	17,2	17,3	15,2	4,7	4,4	10 %	6 %	24 %	25 %	31 %
Qt Group	1977	1907	25,7	20,6	24,7	19,8	8,7	7,0	21 %	21 %	34 %	34 %	55 %
F-Secure	328	496	10,2	9,3	9,2	8,3	3,4	3,2	13 %	3 %	33 %	34 %	37 %
Tecnotree	79	82	3,0	2,6	2,4	1,8	1,0	0,8	5 %	5 %	33 %	31 %	35 %
Safeture	24	22	127,5	23,2	28,3		4,2	3,3	30 %	28 %	3 %	14 %	42 %
Litium	15	14		81,9	10,9	8,6	2,2	2,0	6 %	12 %	-1 %	2 %	14 %
Pexip	272	223	24,2	15,1	13,4	9,8	2,4	2,1	11 %	11 %	10 %	14 %	25 %
USU Software									0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
FormPipe Software	122	119	25,2	14,7	11,1	8,3	2,5	2,3	3 %	11 %	10 %	16 %	27 %
QPR Software (Inderes)	10	11	48,6	20,0	8,9	8,1	1,8	1,6	-17 %	5 %	4 %	8 %	13 %
Keskiarvo			31,8	22,2	18,2	11,8	3,5	3,1	10 %	10 %	15 %	18 %	27 %
Mediaani			24,2	17,7	13,4	9,2	2,5	2,3	7 %	8 %	10 %	15 %	29 %
Erotus-% vrt. mediaani					-33 %	-12 %	-30 %	-29 %					

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

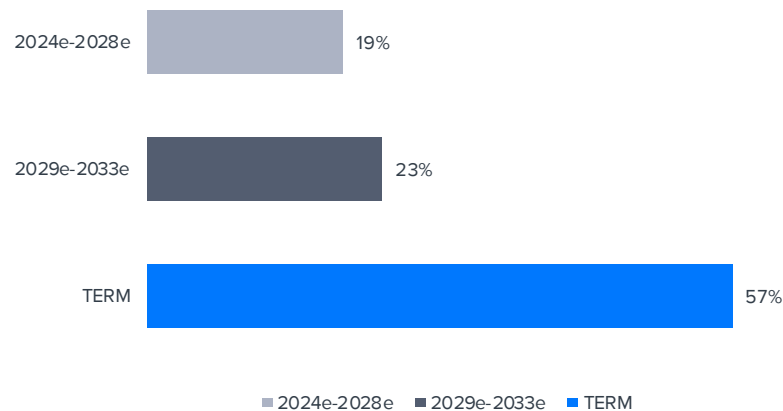
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,5 %	-16,9 %	5,3 %	9,0 %	9,6 %	8,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-10,8 %	3,6 %	8,2 %	10,9 %	12,3 %	12,6 %	13,0 %	13,3 %	13,6 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
Liikevoitto	-0,8	0,2	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	
+ Kokonaispoistot	1,0	1,0	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	
- 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	0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,0	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	2,0	2,0	2,1	2,3	2,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,3	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,7	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	0,8	1,0	1,1	1,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,7	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	0,8	1,0	1,1	1,2	15,2
Diskontattu vapaa kassavirta		0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	5,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		10,1	9,8	9,5	9,1	8,6	8,2	7,7	7,2	6,8	6,3	5,8
Velaton arvo DCF		10,1										
- Korolliset velat		-1,8										
+ Rahavarat		0,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		9,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,52										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %

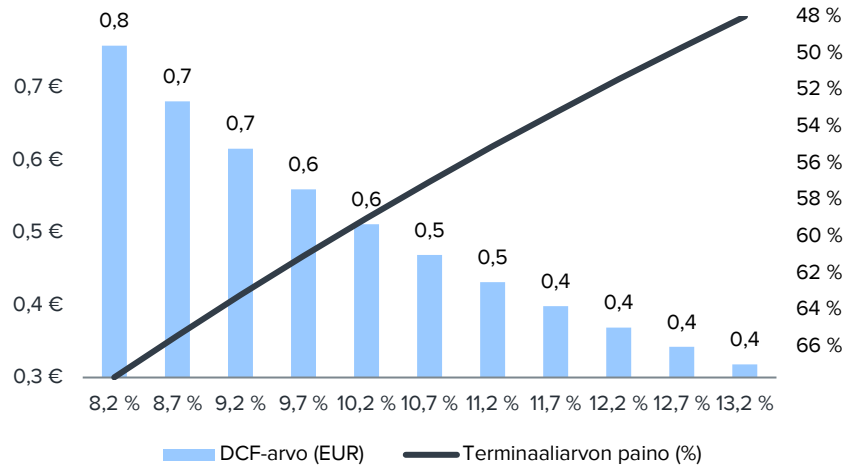
Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain

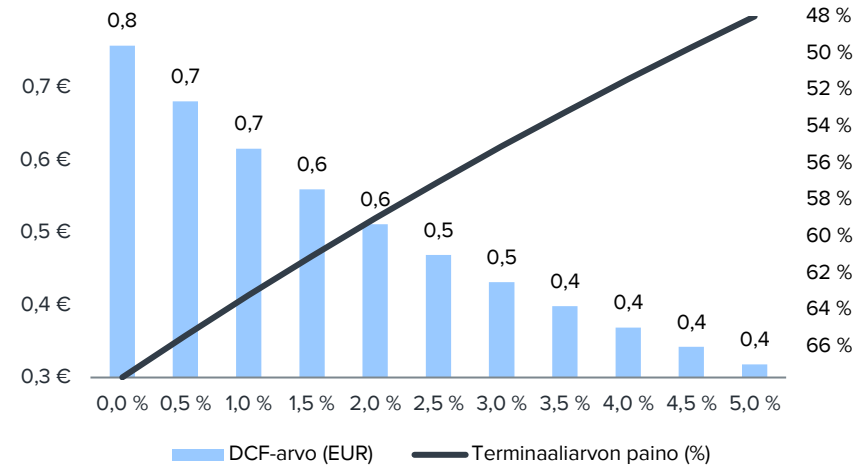


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

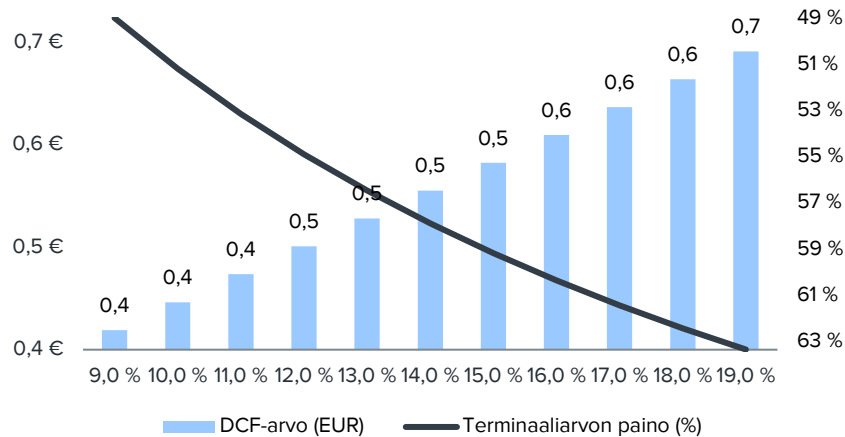
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



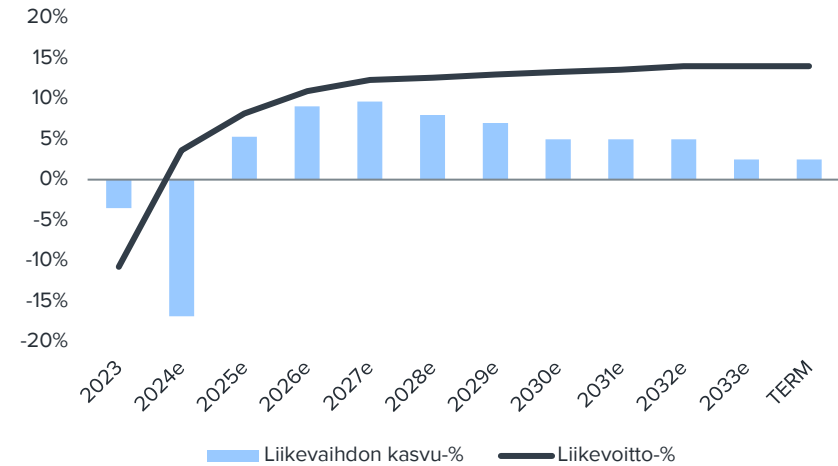
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	4,0	3,3	2,9	2,9	3,0
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	2,4	2,2	2,1	2,0	2,1
Käyttöomaisuus	0,9	0,4	0,2	0,2	0,2
Sijoitukset osakkuusrytysiin	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	3,5	2,6	2,1	2,0	2,5
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	3,5	1,7	1,5	1,6	1,7
Likvidit varat	0,0	0,9	0,6	0,4	0,8
Taseen loppusumma	7,4	5,9	5,0	4,8	5,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	0,5	0,3	0,4	0,7	1,2
Osakepääoma	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-3,4	-4,3	-4,2	-3,9	-3,4
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	2,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,6	1,2	0,7	0,2	0,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,6	1,2	0,7	0,2	0,2
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	6,3	4,3	3,9	3,9	4,1
Korolliset velat	1,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,6	3,7	3,3	3,3	3,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	7,4	5,9	5,0	4,8	5,5

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	9,1	7,8	7,6	6,3	6,6	EPS (raportoitu)	-0,11	-0,18	-0,05	0,00	0,02
Käyttökate	0,2	-1,8	0,2	1,2	1,3	EPS (oikaistu)	-0,08	-0,18	-0,05	0,00	0,02
Liikevoitto	-1,2	-2,8	-0,8	0,2	0,5	Operat. kassavirta / osake	0,06	-0,10	0,05	0,05	0,07
Voitto ennen veroja	-1,4	-2,9	-0,9	0,1	0,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,01	-0,24	0,04	0,02	0,02
Nettovoitto	-1,4	-2,9	-0,9	0,1	0,3	Omapääoma / osake	0,04	0,03	0,02	0,02	0,04
Kertaluontoiset erät	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	5,8	7,4	5,9	5,0	4,8	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	-14 %	-3 %	-17 %	5 %
Oma pääoma	0,4	0,5	0,3	0,4	0,7	Käyttökateen kasvu-%	-2 %	-825 %	-110 %	582 %	8 %
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-7 %	217 %	-71 %	-128 %	136 %
Nettovelat	1,2	2,3	0,9	0,7	0,4	EPS oik. kasvu-%	21 %	120 %	-71 %	-108 %	325 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	2,6 %	-22,4 %	2,4 %	19,8 %	20,2 %
Käyttökate	0,2	-1,8	0,2	1,2	1,3	Oik. Liikevoitto-%	-9,6 %	-35,4 %	-10,8 %	3,6 %	8,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	0,2	0,8	-0,2	0,0	Liikevoitto-%	-13,7 %	-35,4 %	-10,8 %	3,6 %	8,2 %
Operatiivinen kassavirta	0,8	-1,5	1,0	1,0	1,2	ROE-%	-111,4 %	-625,9 %	-221,4 %	19,0 %	53,9 %
Investoinnit	-0,9	-2,3	-0,3	-0,7	-0,8	ROI-%	-49,3 %	-113,6 %	-33,0 %	11,7 %	33,1 %
Vapaa kassavirta	-0,2	-3,9	0,7	0,3	0,4	Omavaraisuusaste	8,3 %	7,4 %	8,1 %	12,5 %	23,4 %
						Nettovelkaantumisaste	288,5 %	465,0 %	268,2 %	175,1 %	57,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,6	1,4	0,9	1,8	1,6						
EV/EBITDA	96,8	neg.	37,5	8,9	8,1						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	48,6	20,0						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100	33,3						
P/B	51,6	18,5	16,9	24,6	14,1						
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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>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 €
24.7.2023	Vähennä	0,50 €	0,50 €
6.9.2023	Vähennä	0,42 €	0,40 €
23.10.2023	Vähennä	0,42 €	0,44 €
17.12.2023	Vähennä	0,38 €	0,36 €
19.2.2024	Vähennä	0,38 €	0,40 €
22.4.2024	Myy	0,50 €	0,61 €
15.7.2024	Myy	0,50 €	0,58 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**