

QPR SOFTWARE

5.9.2025 07.00 EEST



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



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kasvuprosessi hakee vauhtia

Nostamme QPR:n suosituksen vähennä-tasolle (aik. myy) ja tarkistamme tavoitehintaa 0,58 euroon (aik. 0,70 EUR). Viime vuosien merkittävien sopeutumistoimien ja alkuvuodesta tehdyn suunnatun annin myötä QPR:n tase ja kannattavuusperusta mahdollistaa prosessilouhinnan SaaS-kasvuun tähtäävien panostusten asteittaisen lisäämisen. Kumppanikanavan kehittäminen ja myyntiponnisteluiden tekeminen ottaa kuitenkin aikaa samalla kun markkinatilanne ei anna vetoapua yhtiölle. QPR:n arvostus (2025e EV/S 1,7x) ei ole vielä erityisen matala suhteessa yhtiön nykyiseen heikkoon kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään. Hyvällä strategian toteuttamisella nykytasoilta osakkeessa on pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Näkyvyys kasvun kiihdyttämiseen on kuitenkin vielä heikko, ja kaipaamme lisää näyttöjä myyntirintamalta uusien kauppojen voittamisesta.

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 kasvanut voimalla. 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 keskeisiä kilpailuhaittoja.

SaaS-kasvun täytyy kiihtyä lähivuosina

QPR:n tulostuu eteni vuonna 2024 vahvasti tehtyjen merkittävien kulusäästöjen tukemana. Tämän päälle yhtiö tiedotti useista uusista asiakasvoitoista Q4'24:llä. Tähän nähden tänä vuonna nähdyt vaisut kasvuluvut (H1'25: SaaS +1 %) ja varovainen lyhyen aikavälin näkymä ovat olleet pettymys. Alkuvuoteen ajoittunut suunnattu anti oli kuitenkin osakkeen arvostusmielessä (osakekurssi 1,04) hyvin ajoitettu, ja yhtiö sai kerättyä kasvurahaa varsin maltillisella diluutiolla. Annin myötä myös taseasemaan liittyvät huolet hälvenivät, mikä osaltaan madalsi yhtiön riskiprofiilia. Nyt yhtiöllä on näytön paikka saada kerätylle kasvurahalle vastinetta, ja näemme merkittävimmän potentiaalin Snowflake-ekosysteemissä Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa. Lähi-Idän erikoismarkkina tarjoaa myös mahdollisuuksia yhtiön ohjelmistoille.

Kestävä kurssinousu vaatisi taakseen kasvun piristymistä

Mielestämme QPR:n nykyinen arvostus (2025e EV/S 1,7x) on edelleen jossain määrin koholla suhteessa yhtiön lähivuosien kasvun (-7 % ja 8 %) ja kannattavuuden (EBIT -14 % ja -6 %) yhdistelmään, joka ennusteillamme jää vielä konsernitasolla vaatimattomaksi. Yhtiön erittäin pieni kokoluokka omalta osaltaan myös painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Pahin yliarvostus on kuitenkin sulanut pois ja hyvällä strategian toteuttamisella nykytasoilta osakkeessa on pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Näkyvyys kasvun kiihdyttämiseen on kuitenkin vielä heikko, ja kaipaamme lisää näyttöjä myyntirintamalta uusien kauppojen voittamisesta. Tyypillisesti Q4 on yhtiölle myynnillisesti parasta aikaa, ja mahdollisesti tuolloin tiedotettavat kaupat voivat antaa osakkeelle tukea. Kokonaisuutena riski-tuottosuhde ei ole kuitenkaan vielä aivan riittävä, ja seuraamme kasvutarinan kehittymistä yhä sivussa.

Suositus

Vähennä
(aik. Myy)

Tavoitehintaa:

0,58 EUR
(aik. ,70 EUR)

Osakekurssi:
0,55 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	6,6	6,2	6,6	7,3
kasvu-%	-12 %	-7 %	8 %	10 %
EBIT oik.	0,0	-0,9	-0,4	0,0
EBIT-% oik.	-0,2 %	-14,0 %	-5,6 %	0,1 %
Nettotulos	-0,1	-0,9	-0,4	0,0
EPS (oik.)	0,00	-0,04	-0,02	0,00

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	36,2	9,3	14,1	14,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100
EV/EBITDA	14,8	>100	38,4	18,1
EV/Liikevaihto	2,3	1,7	1,6	1,4

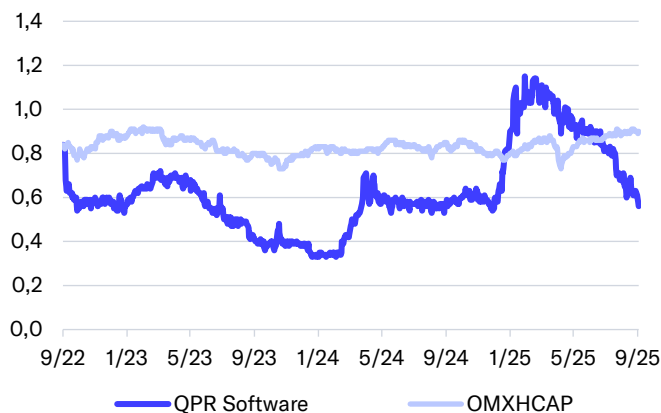
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

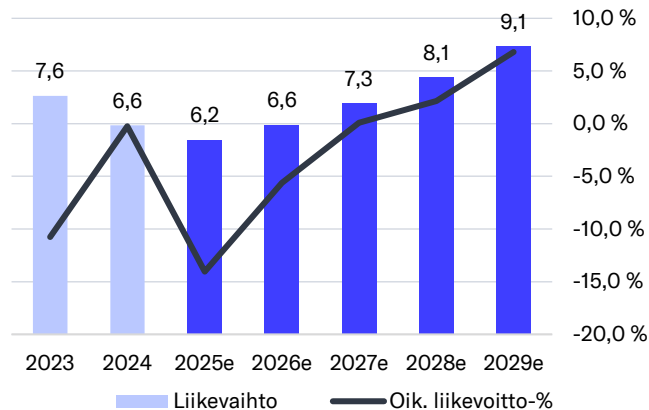
"QPR ennustaa SaaS-liikevaihdon kasvavan ja käyttökatteen olevan kasvupanostuksista huolimatta positiivinen."

Osakekurssi



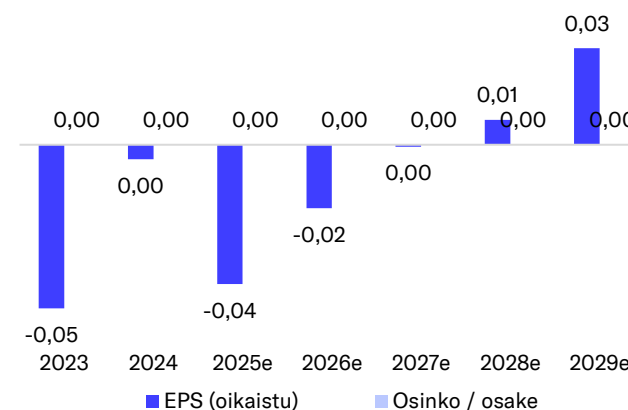
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Talouden epävarmuus voi jarruttaa uusmyynnin näkymiä lyhyellä tähtäimellä
- Pieni koko ja rajalliset resurssit suhteessa kilpailijoihin
- Kypsässä vaiheessa olevien tuotteiden liikevaihdon lasku
- Avainhenkilöriskit

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	19,6	19,6	19,6
Markkina-arvo	11	11	11
Yritysarvo (EV)	10	10	10
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	9,3	14,1	14,3
P/S	1,8	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA	>100	38,4	18,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitus- ja riskiprofiili	12-14
Markkinat	15-17
Kilpailu	18-20
Strategia	21-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-28
Arvonmääritys	29-31
Taulukot	32-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

QPR lyhyesti

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

1991

Perustamisvuosi

2002

Listautuminen

6,6 MEUR

Liikevaihto 2024

0,0 MEUR

Liikevoitto 2024

32

Henkilöstö Q2'25

87 % / 13 %

Ohjelmistoliikevaihdon / konsultoinnin osuus lv:sta

-2014

Yhtiö investoi QPR EnterpriseArchitect- ja QPR ProcessAnalyzer -tuotteisiin, jotka lanseerataan 2010-2011

Ohjelmistotuotteisiin liittyvän konsultoinnin laajentaminen Suomessa

2015-2021

Kilpailu kiristyy prosessi- ja kokonaisarkkitehtuuri-mallinnuksen ohjelmistotuotteissa

2015-2016 yhtiö saa patentit prosessilouhintateknologialleen

2017-2018 liikevaihto saadaan hetkeksi takaisin kasvu-uralle kansainvälisen ohjelmistomyyntin myötä

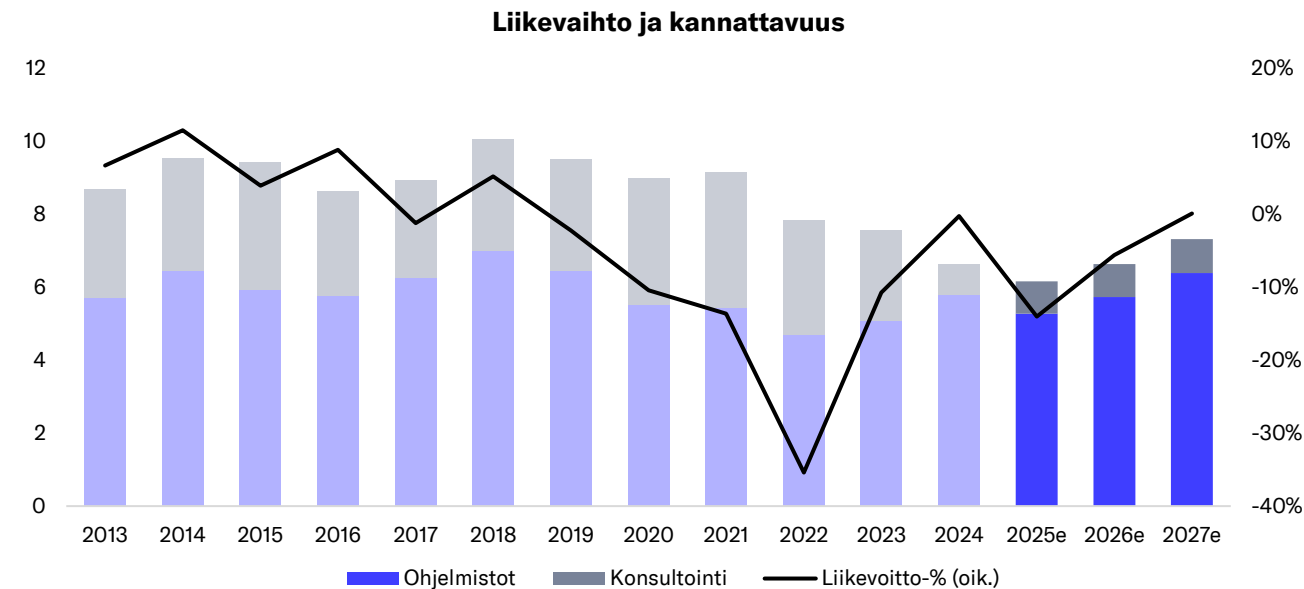
Koronapandemia vaikeuttaa ohjelmistomyyntiä 2020-2021

2022-

Kasvukäännö epäonnistuu 2022 uusmyyntin väistyksen ja vanhojen ongelmaprojektien ilmaantuessa. 2022-2023 merkittäviä kustannussäästöjä, joilla kulurakenne tervehdytetään

2023 päivitettyssä strategiassa keskittyminen puhtaasti ohjelmistoliiketoimintaan

Vuonna 2024 onnistunut kannattavuusparannus ja 2025 kasvupanostusten uudelleen kiihdyttäminen osakeannista saatujen varojen turvin



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 ja yhteensä yhtiön ohjelmistoja ja palveluja on hyödyntänyt toiminnassaan yli 2000 organisaatiota. Vuonna 2024 QPR teki liikevaihtoa 6,6 MEUR, josta noin 39 % tuli Suomesta, 40 % muualta Euroopasta ja 21 % muualta maailmasta. QPR työllisti Q2'25 lopussa 32 henkilöä. Yhtiön pääkonttori sijaitsee Espoossa.

QPR:n markkinoista prosessilouhinta on viime vuosina kasvanut voimakkaasti 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.

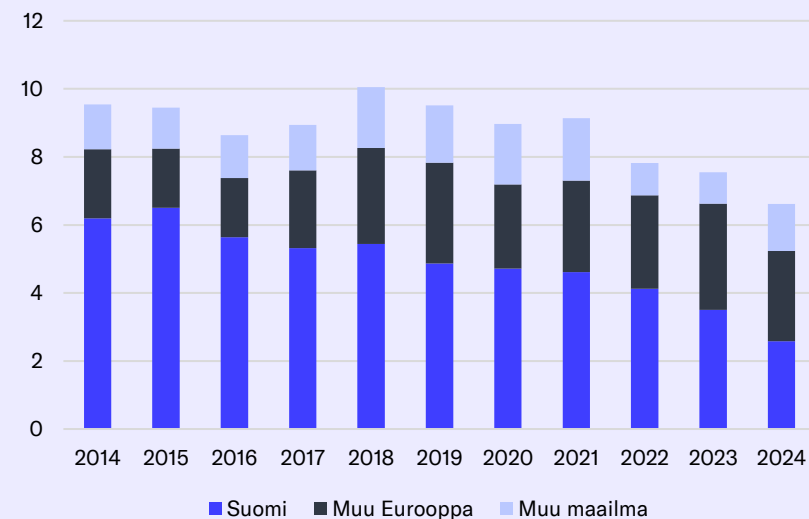
Kokonaisarkkitehtuurin suunnittelu ja mallintaminen sekä suorituskykyjohtamisen ohjelmistot sen sijaan ovat kypsempiä tuotealueita. Niiden tuottama kassavirta antaa kuitenkin QPR:lle resursseja investoida prosessilouhintaohjelmiston kehittämiseen ja kansainväliseen myyntiin.

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

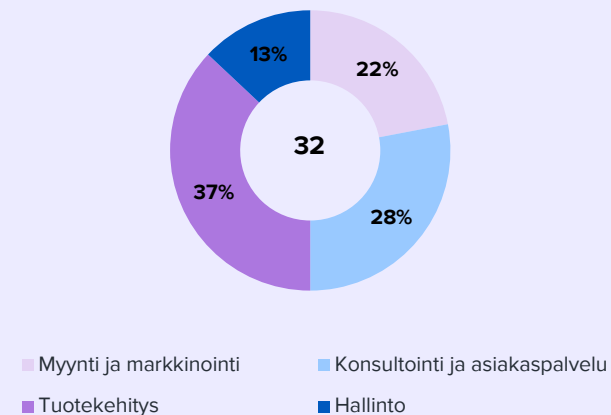
vuoksi. Kannattavuus on vaihdellut merkittävästi vuosien mittaan. Vuonna 2022 yhtiö lähti tavoittelemaan käännettä uudella strategialla ja keräsi osakeannilla varoja kasvustrategian rahoittamiseksi. Käännä ei käynnistynyt odotetusti, kun yhtiön Lähi-idän liiketoiminnoissa ilmenneiden projektiongelmien myötä tappiot syvenivät entisestään, ja yhtiön rahoitustilanne 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 taseasema parantuivat vuonna 2024. Vuoden 2025 alussa yhtiö vahvisti tasettaan edelleen uudella osakeannilla, jonka avulla yhtiö pyrkii kiihdyttämään kasvupanostuksiaan prosessilouhinnassa.

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 strategiakaudella QPR tavoittelee keskimäärin 20 %:n vuosikasvua SaaS-liiketoiminnassa sekä kestäväää liikevoittoa. Kasvun osalta tavoitteisiin ei olla ylletty strategiakauden alussa, ja liikevoiton osalta prioriteetit ovat muuttuneet lisättyjen kasvupanostusten myötä. Nopeasti kasvavalla markkinalla pienelle ja erikoistuneelle toimijalle pitäisi olla tilaa, vaikka vastassa on huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja vahvoja kilpailijoita. QPR pyrkii erottautumaan kilpailussa panostamalla erityisesti Snowflake-ekosysteemiin ja yhtiön prosessilouhintaohjelmisto toimii natiivisti Snowflaken alustalla tarjoten tehokkuutta ja kulusäästöjä.

Liikevaihdon maantieteellisen jakauman kehitys



Henkilöstön jakauma Q2'25



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintarakenne ja tulovirrat

QPR jakaa liiketoiminnan tuotot viiteen eri kategoriaan: Ohjelmistolisenssit, Uusiutuvat ohjelmistolisenssit, Ohjelmistojen ylläpitopalvelut, SaaS sekä Konsultointi. Kokonaisuutena QPR:n tulovirrat ovat sekoitus yksittäisistä kaupoista riippuvaa lisenssimyyntiä, henkilöresursseista riippuvaa konsultointia sekä skaalautuvia ja jatkuvaluonteisia SaaS- ja ylläpitotuottoja. Vuonna 2024 yhtiön liikevaihdosta 87 % tuli ohjelmistoista ja 13 % konsultoinnista. Konsultoinnin osuus laski vuodesta 2024 alkaen (2023: 33 %) merkittävästi yhtiön fokuosoituessa strategiassaan puhtaasti ohjelmistoliiketoimintaan.

QPR myy ohjelmistolisenssit asiakkaille joko ilman aikarajoituksia tai etukäteen sovituksi ajaksi. Uusiutuvisissa ohjelmistolisensseissä sopimus uusiutuu automaattisesti sopimuskauden päättyessä ellei sitä ole irtisanottu kauden aikana. Ohjelmistolisenssien liikevaihto heiluu melko voimakkaasti kvartaalien välillä suurempien kauppohen ajoituksesta riippuen. Lisenssimyyntin 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 2024 noin 41 % liikevaihdosta. Kokonaisuutena jatkuvat tuotot olivat viime vuonna 73 % liikevaihdosta ja niihin luetaan pilvipalveluiden lisäksi ohjelmistojen ylläpitopalvelut sekä uusiutuvien ohjelmistolisenssien käyttöoikeusmaksut. Jatkuvien tuottojen osuus on noussut voimakkaasti viime vuosien aikana SaaS-liiketoiminnan kasvun ja konsultointiliiketoiminnan supistumisen myötä (2021: 44 %), minkä pitäisi tuoda liiketoimintaan enemmän vakautta. Viime vuosina QPR on onnistunut saamaan SaaS-tuotot

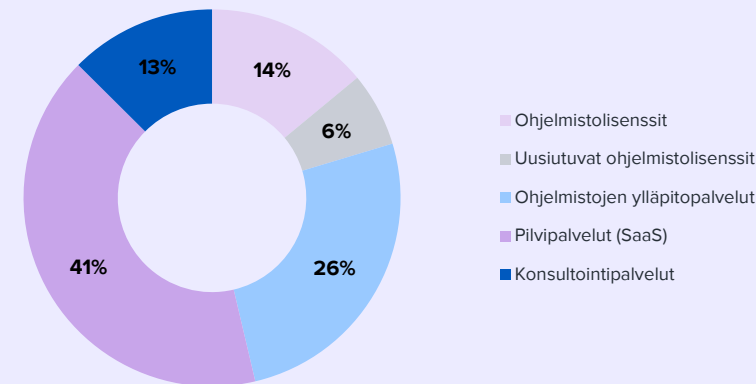
vahvaan kasvuun (2021: 1,3 MEUR, 2024: 2,7 MEUR), joskin siirtymä osaltaan on näkynyt lisenssimyyntin heikentymisenä (2021: 1,3 MEUR, 2024: 0,9 MEUR). Myös ylläpitotuottojen trendi on ollut SaaS-transformaation vuoksi alaspäin. QPR:n ohjeistus ennakoii kuluvalle vuodelle SaaS-tuottojen kasvua (H1'25: +1 %).

Liiketoiminnan skaalautuvuus

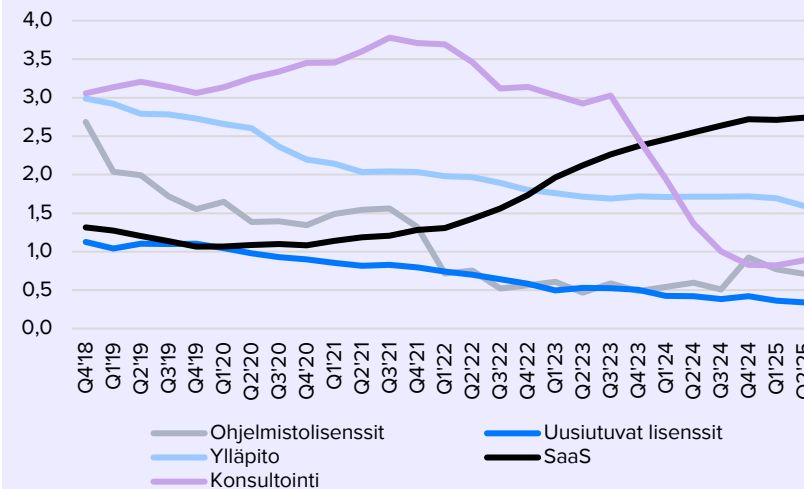
QPR:n liiketoimintamalli on hyvin skaalautuva, sillä liikevaihdosta suurin osa tulee standardoitujen ohjelmistoratkaisujen myynnistä. Tästä kertoo myös yhtiön korkea bruttokate (2024: 83 %). Kiinteästä kulurakenteesta johtuen ohjelmistomyyntin kasvu heijastuisi voimakkaan positiivisesti myös yhtiön kannattavuuteen. Viime vuosina kannattavuuden näkökulmasta ongelmana on ollut liian matala liikevaihdon taso, jotta ohjelmistoliiketoiminnan hyödyistä päästäisiin nauttimaan. Yhtiö on joutunut tekemään viime vuosina mittavia henkilöstövähennyksiä sopeutustoimina liikevaihdon laskun ja rahoitusasemansa vuoksi. Tuoreimman osakeannin myötä yhtiö on käynnistänyt jälleen kasvuinvestointeja, mitä pidämme perusteltuna, sillä kestävien tulosparrannusten aikaansaamiseksi yhtiön on saatava yläriivi kasvuun. Pitkällä aikavälillä ohjelmistoliiketoiminnalla pitäisi olla potentiaalia yli 20 %:n liikevoittomarginaaliin kypsässä vaiheessa, mutta tämä vaatii selvästi nykyistä suurempaa skaalaa.

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 nykyään vielä selvemmin ohjelmistoliiketoiminnan lainalaisuuksia.

Liikevaihdon jakauma 2024



Liiketoiminnan tuottojen kehitys (liukuva 12kk, MEUR)



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

Tuotekehityksessä työskenteli Q2'25:n lopussa 12 henkilöä ja vuonna 2024 tuotekehitysmenot (1,0 MEUR) vastasivat noin 15 % liikevaihdosta. Tuotekehitysmenoista noin puolet on historiassa tyypillisesti aktivoitu taseeseen ja loput on esitetty kuluina tuloslaskelmassa, mutta vuonna 2024 aktivoidut menot supistuivat selvästi (0,3 MEUR). Tuotekehitysmenojen suhteellinen osuus QPR:n liikevaihdosta on ollut melko korkea historiassa, mutta tämä selittyy näkemyksemme mukaan enemmänkin yhtiön pienellä kokoluokalla kuin merkittävillä panostuksilla tuotekehitykseen.

Vuosina 2023 ja 2024 QPR:n tuotekehitysmenot laskivat selvästi heijastellen yhtiön kulusäästöjä ja supistunutta henkilökuntaa. Investointien pienentäminen herättää osaltaan huolia yhtiön tuotteiden tulevaisuuden kilpailukyvyn kannalta, sillä nopeasti kehittyvästä markkinasta on tavoittelemassa omaa osuuttaan monia huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja kilpailijoita. Tänä vuonna kasvupanostusten ohella yhtiö on käsityksemme mukaan myös lisännyt tuotekehitysmenojaan. 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. Ohjelmisto on nykyään myös saatavilla suoraan Snowflake-sovelluskaupasta.

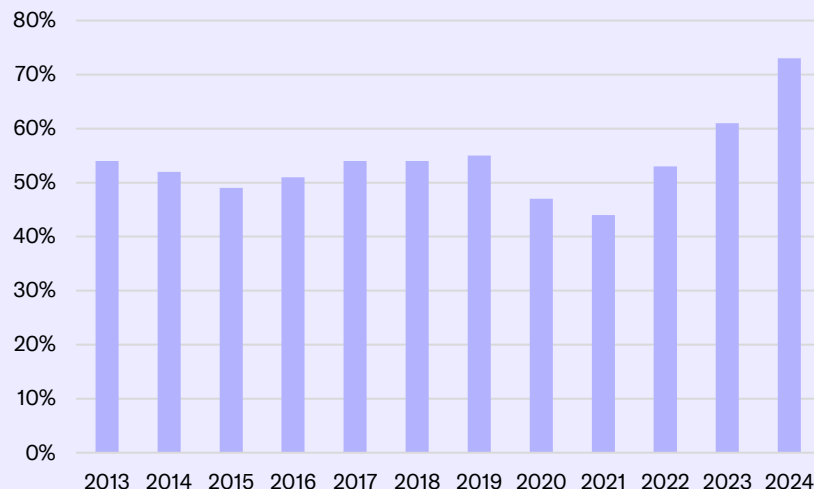
Myynti- markkinointi- ja jakelukanavat

Suomessa QPR myy ja toimittaa ohjelmistoja ja konsultointipalveluita pääosin suoraan asiakkaille. Ulkomailla ohjelmistoja myydään suoramyyntin lisäksi jälleenmyyntiverkoston kautta. Arviomme mukaan tällä hetkellä valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee vielä suoramyyntin kautta. Yhtiöllä on omaa myyntihenkilöstöä Suomessa ja Arabiemiraateissa. Yhtiö keskittää kasvuinvestointejaan Euroopan ja Lähi-idän lisäksi tällä hetkellä kumppaniverkoston kautta erityisesti Pohjois-Amerikkaan.

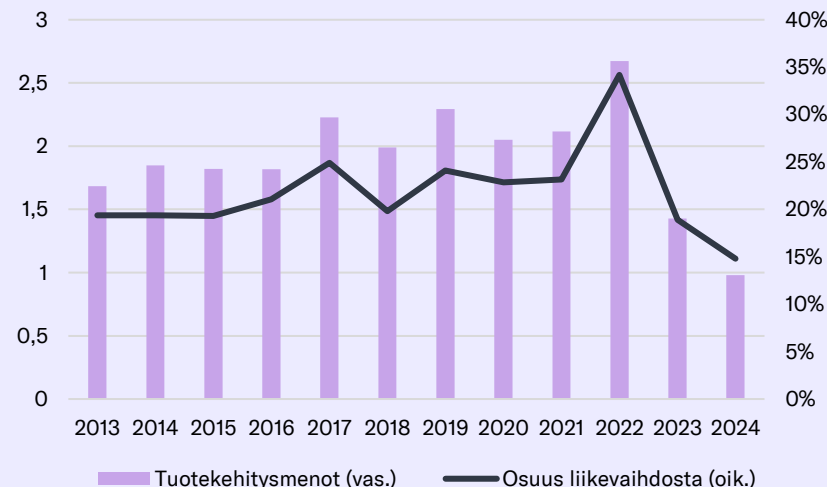
Strategiassaan QPR panostaa nyt erityisesti strategisten kumppanien löytämiseen. Pienelle yhtiölle oikeiden partnereiden löytäminen on kriittistä myyntin skaalautuvuuden saavuttamiseksi. Kumppaneiden merkitys on korostunut entisestään yhtiön kutistuneen organisaation myötä ja kumppanikanavan kehittäminen onkin yksi keskeisimpiä asioita QPR:n kasvutavoitteiden saavuttamiseksi. Viime vuosina kumppanirintamalta on saatu positiivisia uutisia, kun yhtiö on kertonut uusista kumppaneista niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Kauppojakin on onnistuttu solmimaan kumppanien avulla, mutta suurempaa kasvupyrähdystä ei ole vielä nähty.

Keskipitkällä aikavälillä voimakkaamman kasvun saavuttamiseksi QPR:n täytyy näkemyksemme mukaan rekrytoida lisää resursseja myyntiin sekä kumppanikanavan kehittämiseen erityisesti kansainvälisille markkinoille.

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta



Tuotekehitysmenot



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

QPR:n myynnissä ja markkinoinnissa työskenteli Q2'25:n lopussa 7 henkilöä. Siten yhtiön resurssit panostaa myyntiin ovat tällä hetkellä varsin rajalliset korostaen hyvin toimivien kumppanien tarpeellisuutta.

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 tarkoitetut 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/parametrointia toimitusten yhteydessä laskutettavana konsulttityönä. Lisäksi Lähi-Idän QPR Metrics-ratkaisun toimitukset ovat usein asiakaskohtaisia ratkaisutoteutuksia.

QPR ProcessAnalyzer on vuonna 2011 julkaistu prosessilouhintaohjelmisto, joka hyödyntää QPR:n patentoitua prosessilouhinta teknologiaa. 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 tällä hetkellä voimakkaan kasvun vaiheessa.

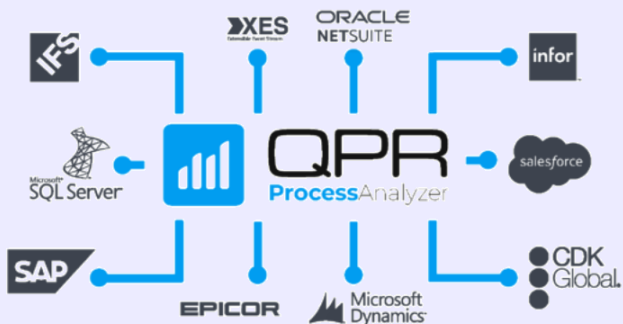
Prosessilouhinnassa ydinkohderyhmää ovat liikevaihdoltaan miljardiluokassa olevat yhtiöt. Tyypillisiä asiakastoimialoja ovat valmistava teollisuus, pankit ja vakuutuslaitokset, raskas prosessiteollisuus (esim. metsä) sekä teleoperaattorit. Tällöin liiketoiminnan volyymit ja prosessit ovat siinä mittaluokassa, 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) sekä tekoäly 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. Kytkenään 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 pureutua prosessien juurisyihin 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 50-70 TEUR liikevaihtoa. Tuotteen hinnoittelu perustuu käyttäjäkohtaiseen hinnoitteluun. Isoissa kaupoissa potentiaali on satoja tuhansia euroja vuodessa.

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 asiakaslaskutusprosessista myös hankinnasta maksuun, HR- ja sopimushallintaprosesseihin.

Arviomme mukaan tällä hetkellä enemmistö QPR:n SaaS-tuotoista (2024: 2,7 MEUR) tulee prosessilouhinnasta. Vuoden 2025 yhtiön SaaS-kasvua osaltaan hidastaa nimenomaan vanhempien tuotteiden liikevaihdon lasku samalla, kun ProcessAnalyzer on pysynyt kasvussa. 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 suorituskymittaristoineen 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 tukevasta 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. Konsultointipalvelut ovatkin nykyään rakentuneet ohjelmistotuotteiden ympärille täydentämään palvelukokonaisuutta. Ohjelmistotoimitusten yhteydessä QPR tyypillisesti myy asiakkailleen myös konsultointipalveluita. Konsultointi pitää sisällään myös ohjelmistojen käyttöönnotot.

Kokonaisuudessaan konsultointi vastasi 13 % QPR:n liikevaihdosta vuonna 2024 osuuden laskiessa vuoden 2023 tasolta selvästi (33 %).

QPR:n tuotteet

Tuote	Kuvaus	Kehitysvaihe	Paino liiketoiminnassa*	Lähivuosien kasvunäkymä	Rooli strategiassa
QPR BusinessPortal	Liiketoimintaprosessien, IT-järjestelmien ja kokonaisarkkitehtuurin mallinnuksen visualisointi	Kypsä	Pieni	Vakaa	Pieni
QPR EnterpriseArchitect	Kokonaisarkkitehtuurin mallinnukseen ja hallintaan suunniteltu työkalu	Kypsä	Suuri	Vakaa/laskeva	Tuottaa kassavirtaa
QPR ProcessDesigner	Prosessijohtamiseen tarkoitettu prosessien suunnittelu- ja mallinnusohjelmisto	Kypsä	Melko suuri	Vakaa/laskeva	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/laskeva	Tuottaa kassavirtaa

Lähde: Inderes, Pohjautuvat Inderesin arvioihin

Sijoitusprofiili

Kasvua tavoitteleva pieni SaaS-yhtiö

Pitkän alisuorittamisen kauden jälkeen QPR lähti hakemaan käännettä vuonna 2022 uudella omistajapohjalla, hallituksella, johdolla ja strategialla. Käännä 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 lisää pääomia suunnatulla annilla. Vuonna 2024 yhtiö onnistuikin tekemään merkittävän kannattavuuskäänteen, mutta taseasema oli jäänyt edellisvuosien vaikeuksien jälkeen edelleen turhan heikoksi. Yhtiö keräsi pääomia vielä alkuvuonna 2025, minkä tuomien varojen avulla yhtiö on jälleen alkanut lisäämään kasvuinvestointejaan. Kumppanikanavan kehittäminen ja myyntiponnisteluiden tekeminen ottaa kuitenkin aikaa samalla kun markkinatilanne ei anna vetoapua yhtiölle. QPR:n pieni koko huomioiden, tulostason selvä kasvattaminen vaatii liikevaihdon huomattavaa kasvua ja siten kasvuinvestointien lisääminen on mielestämme ainoa tie kohti arvонуontia. Sijoittajan kannalta näiden panostusten onnistuminen on olennaisessa roolissa.

Strategian onnistuessa QPR:sta kuoriutuisi pitkällä aikavälillä kannattavasti kasvava SaaS-yhtiö. Tämä toisi lisää ennustettavuutta ja vakautta yhtiön liiketoimintaan sekä heijastuisi todennäköisesti myös osakkeen hyväksyttäviin arvostuskertoimiin.

Potentiaali ja arvoajurit

Kasvu nykyisillä ohjelmistoilla etenkin prosessilouhintamarkkinalla: SaaS-liiketoiminnan kasvu on

osakkeen keskeisin arvoajuri. QPR ProcessAnalyzerin erikoistuminen Snowflake-ekosysteemiin toimii kilpailutekijänä.

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: Tänä päivänä suurin osa QPR:n liikevaihdosta on jatkuvaluontoista, mikä tarjoaa tasaista ja ennustettavaa kassavirtaa kasvupanostuksien tekemiseen.

Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen:

Jälleenmyyjäverkoston laajentaminen ja oikeiden strategisten kumppanien löytäminen toisi myyntiin skaalautuvuutta ja kiihdyttäisi kasvua. Viime aikoina uusia kumppaneita on löytynyt, mutta tämä ei ole vielä näkynyt suuremmin kasvun kiihtymisenä.

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 tai pääomasijoittajia.

Keskeiset riskit

Kasvupanostusten purevuus: Kannattavuuskäänteen ja annilla kerättyjen varojen jälkeen QPR:n fokus on siirtynyt jälleen kasvuun. Kasvupanostusten heijastuminen yläriivin kehitykseen onkin ratkaisevassa roolissa sijoitustarinassa. Mikäli tässä ei onnistuta vaarana on, että yhtiö jää pieneen

kokoluokkaan ja tappiollisen tuloksen myötä taseasema heikkenee jälleen.

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.

Kypsässä vaiheessa olevien tuotteiden liikevaihdon lasku:

QPR:n tuoteportfoliossa on moderni kasvutuote sekä pidemmälle kypsyneen elinkaaren tuotteita. Vuonna 2025 kasvua onkin hidastanut näihin kypsiin tuotteisiin liittyneet päättyneet sopimukset, mikä on heijastunut negatiivisesti myös SaaS-tuottoihin.

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 huomioiden, että lisenssipohjaiset liikevaihtoerät ovat vastaavasti laskeneet merkittävästi.

Haasteet hyvien jakelukumppanien löytämisessä:

Jakelukanavan laajentaminen ja oikeiden kumppanien löytäminen on avainasemassa QPR:n kansainvälisessä kasvussa. Kumppaneita on löytynyt, mutta näiden laadukkuus ja se miten nämä heijastuvat kasvuun on vielä jossain määrin todistamatta.

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 Kasvua tavoitteleva pieni SaaS-yhtiö
- 2 Suuri kasvupotentiaali prosessilouhintamarkkinassa
- 3 Prosessilouhintateknologia kilpailukykyistä, mutta kaupallistaminen ollut haasteena
- 4 Kannattavuuskäänteen jälkeen fokus ensisijaisesti kasvussa
- 5 Skaalautuva ja pääosin jatkuviin tuottoihin perustuva liiketoimintamalli

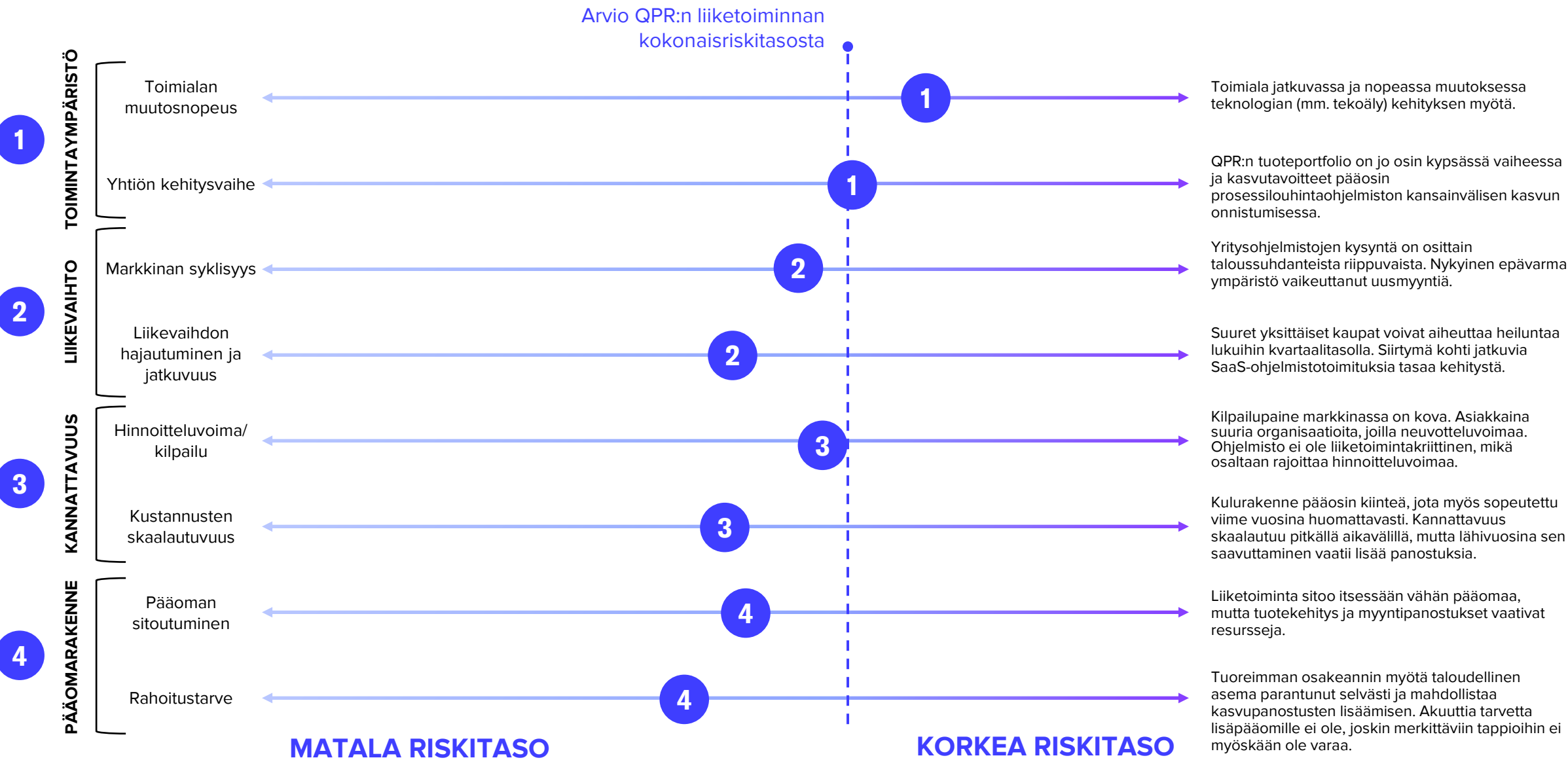
Potentiaali

- 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

- Tasetta jouduttu paikkaamaan historiassa osakeanneilla, eikä nykyinenkään tase kestäisi tappioiden olennaista pitkittymistä
- Kova globaali kilpailu organisaatioiden toiminnan kehityksen ohjelmistoissa ja palveluissa
- Kilpailijoiden huomattavasti suuremmat resurssit
- Liikevaihdon lasku vanhoilla kypsillä tuotealueilla
- Avainhenkilöriskit

Liiketoiminnan 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 jossain määrin elinkaarensa melko 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 viimeisen 5 vuoden sisällä, 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 reilun miljardin dollarin tuntumassa. Gartnerin mukaan markkina kasvoi vuonna 2024 yli 30 % ja yhtiö arvioi koko markkinan kasvavan vuosien 2023-2028 välillä

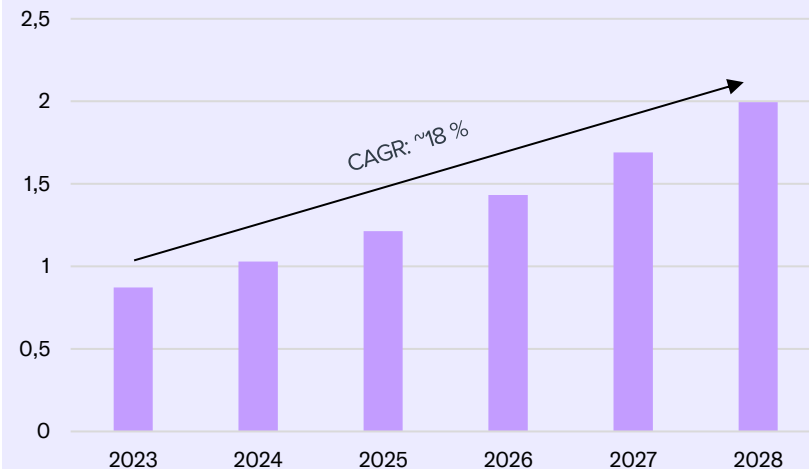
noin 18 % vuotuista vauhtia. Markkinan erittäin nopeiden kasvuvuosien jälkeen tulevien vuosien ennusteet ovat hieman maltillistuneet aiemmasta, vaikka kasvuodotukset ovat vieläkin korkeita.

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. Prosessilouhintaohjelmistojen rooli on kehittynyt prosessien visualisointityökaluista tärkeiksi komponenteiksi liiketoiminnan kehittämisen kannalta.

Myös 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.

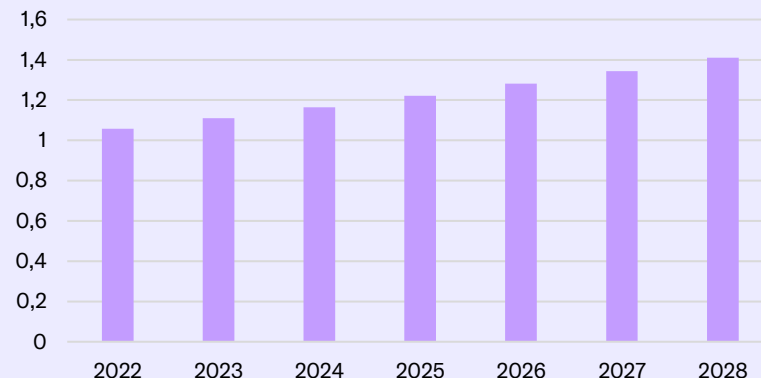
Näiden ohjelmistojen loppukäyttäjiä ovat isojen, tyypillisesti yli 500 hengen, organisaatioiden kokonaisarkkitehtuurista vastaavat henkilöt (esim. CIO), prosessianalytikot, liiketoiminta-analytikot ja liiketoimintajohtajat. Perusajatuksena on hahmottaa organisaatioiden prosesseja ja liiketoimintamalleja kokonaisuutena. Ohjelmistoilla muun muassa kuvataan ja muokataan organisaatioiden ja prosessien arkkitehtuuria, suunnitellaan ja mitataan prosesseja sekä mallinnetaan nyky- ja tavoitetilaa muutostilanteissa.

Suorituskykyjohtamisen markkina

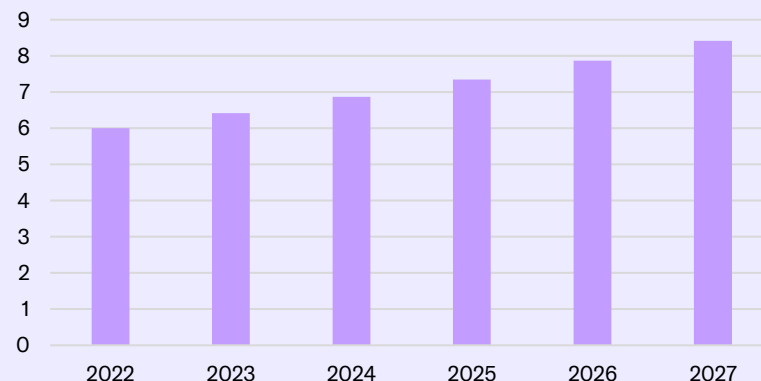
Suorituskykyjohtamisen markkina (Enterprise Performance Management, EPM) on niin ikään kypsässä vaiheessa oleva markkina ja sen kooksi on arvioitu noin 6 miljardia dollaria. QPR on arvioinut tästä kokonaismarkkinasta itselleen relevantin markkinan olevan noin 300 MEUR. Tällä markkinalla QPR toimii QPR 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 kysyntänäkymät ovat vakaat.

Kokonaisarkkitehtuuri-työkalujen markkina (mrd. \$)



Enterprise Performance Management -markkina (mrd. \$)



Markkinat ja kilpailukenttä yhteenveto

Markkina	Koko ja kasvu	QPR:n tuotteet	Keskeiset kilpailijat
Prosessilouhinta	~1 200 MEUR Vahva (~18 %) kasvu	QPR ProcessAnalyzer	     
Prosessien ja kokonais- arkkitehtuurin suunnittelu- ja mallintamismarkkina	~1 000 MEUR Vakaa kasvu	QPR EnterpriseArchitect QPR ProcessDesigner QPR BusinessPortal	      
Suorituskykyjohtamisen markkina	300 MEUR Vakaa 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, ARIS, UiPath ja IBM. Lisäksi kovana kilpailijana voidaan mainita SAP:n vuonna 2021 1,1 miljardilla dollarilla ostama Signavio sekä jossain määrin 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 tätä korkeampi.

Myös kokonaisarkkitehtuurin mallinnus ja suunnitteluohjelmistoissa kilpailijoita on useita. QPR:n kanssa tällä markkinalla kamppailevat esimerkiksi 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 yhtiö on onnistunut rakentamaan asemaa 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 2025 toimialakatsauksessa ”visionääri”-kategoriassa, missä yhtiö oli myös vuoden 2024 katsauksessa. 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 ratkaisuihin data joudutaan siirtämään heidän omiin pilvipalveluihinsa, 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. Käsitksemme mukaan

yhtiö on myös tietyissä julkisissa kilpailutuksissa voittanut markkinajohtaja Celoniksen, mikä kertoo tuotteen ominaisuuksien olevan kunnossa. Yhtiö on myös muutenkin voittanut asiakkaita, jotka ovat siirtyneet kilpailijoiden tuotteista yhtiön tuotteisiin.

QPR:lla on erikoisosaamista 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 yhtiön vuosia kireä rahoitusasema todennäköisesti painaa myös joidenkin asiakkaiden vaakakupissa prosessilouhinnan ohjelmistotoimittajia vertailtaessa. Tällä hetkellä rahoitusasema on jälleen kohtuullinen, mutta suurten kansainvälisten organisaatioiden näkökulmasta se voi edelleen näyttää riskitekijältä.

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 volyymia ja sitä kautta skaalautuvuutta. Tämä on yksi keskeisimpiä kehittämiskohteita QPR:n strategiassa tulevana vuosina. Alustavia merkkejä kumppanikanavan kehittämisestä on jo nähty (uudet voitettut kumppanit mm. Pohjois-Amerikassa), mutta se millaisia myynnillisiä tuloksia näistä saadaan aikaan, jää tulevaisuudessa nähtäväksi.

Prosessilouhinta



Lähde: Gartner (12/2024)

Kokonaisarkkitehtuurin hallinta



Lähde: Gartner (10/2024)

Kilpailu 2/2

Toimiala konsolidoituu

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

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

Prosessilouhintamarkkinan viime vuosien nopea kasvu on herättänyt myös suurten toimijoiden kiinnostuksen markkinaa kohtaan, mistä esimerkkinä toimivat Microsoftin Minit-yritysosto, IBM:n myInvenio-yritysosto sekä SAP:in Signavio-kauppa. Suurten toimijoiden tulo markkinaan osaltaan lisää prosessilouhinnan tunnettua suurissa organisaatioissa ja sitä kautta luo entisestään myötätuulta markkinalle. Prosessilouhintaan erikoistuneista ohjelmistotoimittajista markkinajohtaja Celonis on viime vuosina tehnyt muutaman teknologiavetoisen yritysston. Robottiprosessiautomaatioon (RPA) keskittynyt ja USA:n pörssiin listattu UiPath laajeni myös prosessilouhintaan vuoden 2019 ProcessGold-yritysstollaan 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 rahoitusasemaan ja rajallisiin resursseihin liittyvät haasteet. Myös pääomasijoittajan alla yhtiön panostuksia myyntiin voitaisiin kiihdyttää selvästi. QPR:n kymmenen suurinta omistajaa omistaa reilut 50 % yhtiöstä, joten riittävän korkean tarjouksen edessä sen läpimeno olisi hyvät edellytykset.

Toimialan yrityskauppoja

Aika	Kohde	Ostaja	EV (MUSD)
4/2024	Trendminer NV (Software AG)	Proemion	-
12/2023	UltimaSuite	ServiceNow	-
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	-
12/2021	FortressIQ	Automation 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	-

Strategia 1/2

Käännetmatkan 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 rakentaa 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.

Käännetmatkan 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. Kannattavuuskäännöksen eteni vuonna 2024 hyvin. Tämän jälkeen yhtiön fokus on ollut jälleen kasvuinvestointien kiihdyttämisessä, mikä on perusteltua, sillä selvän tulosparrannuksen edellytys on kokoluokan selvä kasvattaminen. Kasvuinvestointien kiihdytystä varten yhtiö keräsi pääomia osakeannilla keväällä 2025. Mittavien sopeutustoimien myötä QPR:n kannattavuusperusta on nyt paremmissa kantimissa, ja nyt strategian kannalta keskeistä olisi saada liikevaihto voimakkaaseen kasvuun.

DTO-teknologioihin erikoistunut ohjelmistoyhtiö

QPR tarkensi vuonna 2023 strategiaansa kaudelle 2024-2027, joskaan merkittäviä muutoksia aiempaan vuonna 2022 laadittuun strategiaan ei tullut. Päivitetyssä strategiassaan QPR profiloituu entistä vahvemmin SaaS-mallilla toimivaksi ohjelmistoyhtiöksi, ja jäljelle jäänyt konsultointi on puhtaasti ohjelmistoliiketoimintaa tukevaa.

Yhtiö pyrkii strategiassaan yhdeksi johtavista Digital Twin of an Organization (DTO) teknologian toimijoista. DTO-teknologioissa yhdistyy prosessilouhinnan lisäksi myös organisaation prosessien mallintamiseen ja suorituskyvyn mittaamiseen liittyvät ohjelmistot. Siten yhtiö pyrkiiikin 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 tärkeä uusi kasvumarkkina. Valtavalla markkinalla avainasemassa on toimiva kumppanikanava QPR:n omien myyntiresurssien ollessa rajalliset. Yhtiö on tähän mennessä allekirjoittanut Pohjois-Amerikassa jo useampia kumppanuussopimuksia, ja neuvotteluja potentiaalisten kumppanien kanssa käydään jatkuvasti. 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 tiedotti ensimmäisestä prosessilouhinnan SaaS-sopimuksesta Lähi-idässä.

Huolimatta aiemmista haasteista Lähi-idässä yhtiön julkishallinnon asiakkailta 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-alueen, 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 realisoitumiseksi yhtiön on keskeistä löytää oikeat jakelukumppanit myynnin skaalaamiseksi. Yhtiön kasvupanostuksista merkittävä osa kohdistuukin aseman rakentamiseen Snowflake-ekosysteemissä, ja yhtiö on esimerkiksi läsnä useissa Snowflake-tapahtumissa Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa.

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 yhtiö ei tuolloin antanut tavoitetta, mikä johtui konsultointiliiketoiminnan alasajosta. Lisäksi kokonaiskasvua voi hidastaa lisenssimyynnin ja ylläpitotuottojen siirtymä SaaS-laskutukseksi, joskin varsin merkittävä osa tästä siirtymästä on jo arvioimme mukaan tapahtunut viime vuosien aikana.

QPR ei ole erikseen julkaissut prosessilouhintaohjelmistonsa SaaS-tuottoja, joten lähtötaso tämän osalta ei ole tiedossa. Käsityksemme mukaan suurin osa SaaS-liikevaihdosta (2024: 2,7 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. Strategiakauden alussa vuonna 2024 QPR:n SaaS-tuotot kasvoivat lähes tavoitellussa kasvutahdissa (15 %), mutta vuonna 2025 kasvu on näillä näkymin jäämässä yksinumeroiseksi, kun kasvua hidastaa tiettyjen vanhojen tuotteiden päättyvät sopimukset.

Nopeasti kasvavilla prosessilouhinnan markkinoilla 20 %:n vuotuinen kasvutavoite näyttää joka tapauksessa jossain määrin jopa melko vaatimattomalta, kun huomioidaan liiketoiminnan pieni kokoluokka. Gartnerin arvioissa markkinakasvu lähivuosille on suunnilleen tuota luokkaa, ja joissakin lähteissä kasvu olisi vielä selvästi kovempaa. Tavoitteiden toteutuessa yhtiön SaaS-liikevaihto olisi absoluuttiselta kokoluokaltaan edelleen suhteellisen pientä. Tältä pohjalta katsottuna arvioimme yhtiön halunneen asettaa strategiakauden tavoitteet konservatiivisesti, sillä historiassa

kovemmat kasvutavoitteet ovat jääneet vain haaveeksi. Vuoden 2025 kehityksen valossa näissäkin tavoitteissa riittää kuitenkin tekemistä, sillä heikko taloustilanne Euroopassa on saanut useat yritykset varovaisiksi investoinneissaan.

Kannattavuuden osalta QPR tavoittelee strategiakaudellaan ”kestävää liikevoittoa”. Muotoilu jättää mielestämme tulkinnan varaa, mutta oletamme yhtiön tavoittelevan korkeaa yksinnumeroista liikevoittomarginaalia. Tämän osalta näemme tavoitteiden hieman muuttuneen. Vuonna 2024 yhtiö teki liikevoittotasolla käytännössä nollatuloksen, mutta vuonna 2025 yhtiö on jälleen kasvattanut kasvupanostuksiaan ja hyväksyy väliaikaisesti jälleen tappiollisen tuloksen.

QPR:n strategia ei sisällä voitonjakopolitiikkaa, mutta tällä hetkellä strategian vaatimien kasvuinvestointien 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

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 -2,5 %. Liikevaihto on laskenut vuodesta 2018 lähes vuosittain pois lukien pientä kasvua vuonna 2021. Suurimman osan ajasta liikevaihto on polkenut paikoillaan noin 8-10 MEUR:n välillä. Vuonna 2024 liikevaihto laski 6,6 MEUR:oon yhtiön luovuttua ohjelmistoliiketoiminnasta irrallisesta konsultoinnista. Ohjelmistoliiketoiminnan osuus liikevaihdosta on vaihdellut noin 60-70 %:n välillä, mutta vuonna 2024 osuus nousi 87 %:iin heijastellen konsultointiliikevaihdon laskua.

QPR:n tuloskehitys on 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 -5,6 %, jota erityisesti vuoden 2022 reilusti tappiollinen tulos painaa merkittävästi (-35,4 %). Vuonna 2024 kannattavuus parani (EBIT: -0,3 %) voimakkaiden kulusäästöjen myötä. Tänä vuonna (H1'25: EBIT -24,5 %) kannattavuus on jälleen heikentynyt yhtiön lisättyä kasvupanostuksia.

Kannattavuuden näkökulmasta suurimpana ongelmana historiassa on ollut etenkin ohjelmistolisensseihin liittyvien liikevaihtoerien 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.

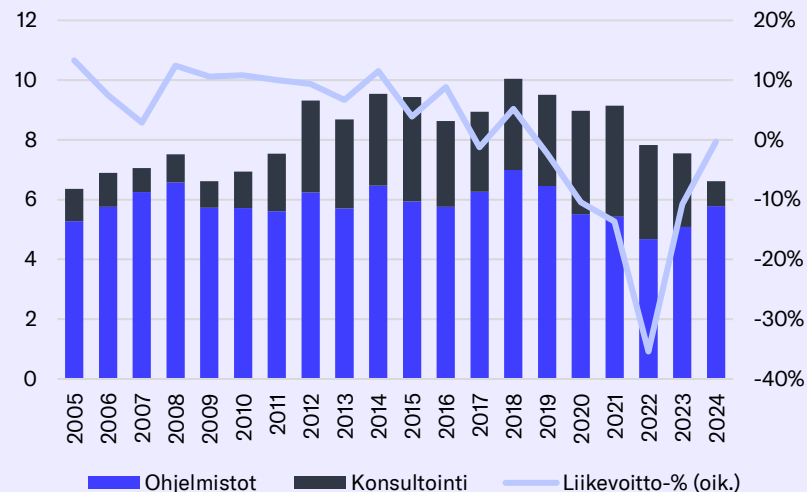
Kulurakenne

Ohjelmistoyhtiöille tyypillisesti QPR:n bruttokatteet ovat korkealla tasolla (2024: 84,5 % lv:sta). Bruttokate oli alimmillaan vuonna 2022 (80 %) korkeiden alihankintakustannusten vuoksi. Nykyään materiaalit ja palvelut sisältävät pilvialustan tuotantokustannusten lisäksi vain jälleenmyyjien komissioita sekä alikonsultointiin liittyviä kuluja yhtiön luovuttua konsultointiliiketoiminnasta.

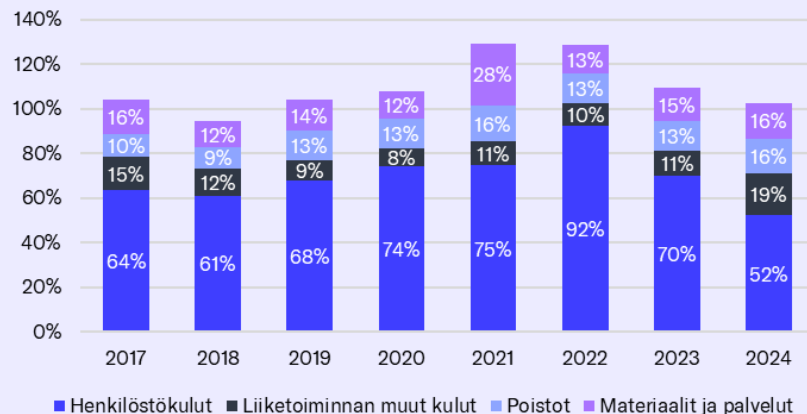
QPR:n kulurakenne koostuu pääosin henkilöstökuluista ja on siten lyhyellä aikavälillä hyvin kiinteä. Viimeisen viiden vuoden aikana henkilöstökulut ovat olleet keskimäärin 73 % liikevaihdosta. Vuonna 2024 henkilöstökulut vastasivat 52 % liikevaihdosta laskien voimakkaasti vuodesta 2023 (70 %) ja etenkin 2022 (92 %). Tässä taustalla on etenkin henkilöstömäärän voimakas supistuminen yhtiön tekemien sopeutustoimien myötä. Henkilöstön lukumäärä oli 2024 lopussa 32, kun se 2022 oli vielä 85. Nyt henkilöstömäärä on tasaantunut ja lisättävien kasvupanostusten myötä oletettavasti enemmänkin asteittain kasvava keskipitkällä aikavälillä. Siten tänä vuonna henkilöstökulujen suhteellinen osuus oletettavasti kasvaa jonkin verran, mutta pidemmässä juoksussa niissä on skaalautumispotentiaalia, mikäli liikevaihto saadaan kestäväälle kasvupolulle tulevien vuosien aikana.

Liiketoiminnan muut kulut sisältävät esimerkiksi toimitila-, IT-, matka-, markkinointi- ja myynnin edistämiskuluja sekä ostettuja palveluita. Muut kulut olivat vuonna 2024 noin 19 % liikevaihdosta nousten historiassa tyypilliseltä noin 10 %:n tasolta. Tätä ja henkilöstökulujen laskua osaltaan selittää tiettyjen tukifunktioiden ulkoistaminen (mm. taloushallinto). Vuoden 2025 puolella yhtiö on jälleen siirtänyt tiettyjä hallintopalveluita yhtiön sisälle.

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-yritystoston liikearvoa sekä aktivoituja kehitysmenoja. Tulevina vuosina odotamme poistotason laskevan jonkin verran aktivoitujen tuotekehitysmenojen laskettua viime vuosina yhtiön ollessa investointien osalta säästöliekillä. QPR poistaa aktivoidut kehitysmenot 4 vuodessa.

Tase ja rahoitusasema

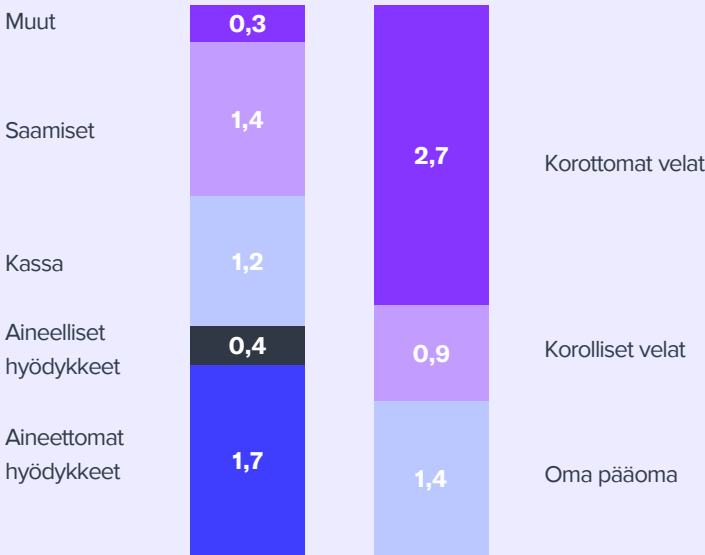
Pienelle ohjelmistoyhtiölle tyypilliseen tapaan QPR:n taserakenne on todella kevyt ja yksinkertainen. QPR:n tase ajautui vaikeiden ja tappiollisten vuosien 2018-2021 jälkeen heikkoon kuntoon. Yhtiö keräsi kesällä 2022 osakeannin kautta noin 3,0 MEUR:n nettovarajat, jotka oli tarkoitus käyttää yhtiön 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) uutta rahoitusta syksyllä 2023. Vuonna 2024 yhtiön käänne eteni hyvin, mutta taseasema jäi edelleen turhan heikoksi tuloksellisesti heikkojen vuosien jälkeen. Vuoden 2025 keväällä yhtiö keräsi pääomia vielä kertaalleen suunnatun annin kautta, joiden tarkoituksena oli mahdollistaa kasvupanostusten kiihdyttäminen. Yhtiö keräsi nettona yhteensä 1,6 MEUR, minkä myötä myös taseasema parani selvästi. Q2'25:n jälkeen yhtiön omavaraisuusaste oli 37 %, mikä on jo kohtuullisella tasolla. Kassassa yhtiöllä oli 1,2 MEUR, mutta yhtiöllä on vielä 0,5 MEUR:n edestä korollista velkaa, jonka lyhennys on vuoden 2026 alussa. Kassan lisäksi yhtiöllä on käytössään 0,5 MEUR:n luottolimiitti. Kassaa rasitti Q2:lla käyttöpääoman sitoutuminen, mutta odotamme

rahavirran olevan jälleen parempaa loppuvuonna yhtiölle tyypilliseen tapaan. Luonnollisesti jälleen tappiolliseksi kääntynyt tulos rasittaa kassavirtaa, eikä kassa- ja taseasema kestä loputtomasti nykyisen tasoista tappiollista tulosta. Yhtiön vuoden 2025 ohjeistus kuitenkin indikoi myös kannattavuustrendin vahvistuvan vuoden 2025 loppua kohden. Yhtiö joutuukin jossain määrin tasapainottelemaan kustannussäästöjen sekä kasvuinvestointien välillä. Osaltaan tästä kertoo myös elokuussa tiedotetut uudet kustannussäästöt, jotka voivat johtaa lomautusten lisäksi enintään 5 työtehtävän päättymiseen.

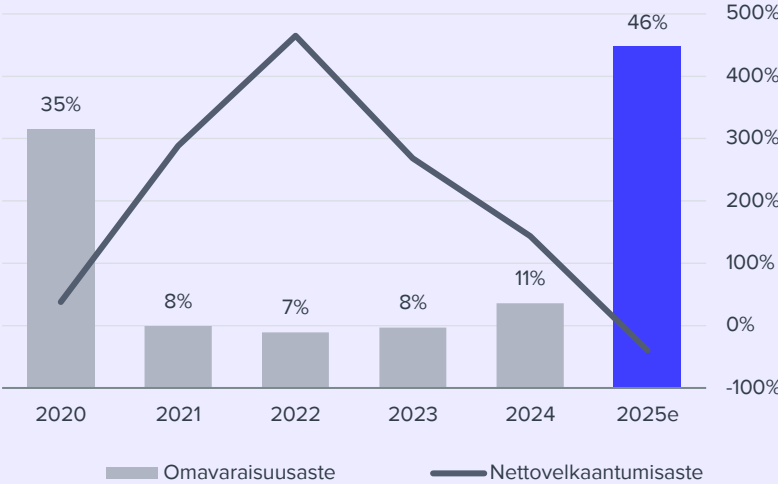
Q2'25:n lopussa QPR:n taseen loppusumma oli 5,0 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin aineettomista hyödykkeistä ja liikearvosta (yht. 2,1 MEUR) ja saamisista (1,4 MEUR). Vastattavaa puoli koostui omasta pääomasta (1,4 MEUR), korollisista veloista (0,9 MEUR, josta 0,4 MEUR vuokravelkoja) sekä lyhytaikaisista korottomista veloista (2,7 MEUR), joka sisältää osto- ja siirtovelat sekä saadut ennakot.

QPR:n ohjelmistoliiketoiminnan kassavirran luontikyvyn pitäisi korkeiden bruttomarginaalien valossa olla hyvällä tasolla, jos yhtiö onnistuu pääsemään kasvupolulle tulevien vuosien aikana. Lyhyellä aikavälillä yhtiö on kuitenkin valmis uhraamaan kannattavuuttaan tavoitellessaan kasvua. Tämä luonnollisesti heikentää kassavirtaa ja tasetta, mutta kasvun realisoituessa tämän pitäisi samalla luoda edellytyksiä tulevaisuuden tulokasvulle. Osinkohanojen odotamme pysyvän kiinni vielä pitkään, ja kaikkien pääomien ohjautuvan kasvun tavoitteluun.

Tase Q2'25



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

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

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

Yhtiön arvonluonnin kannalta keskeisin näistä on SaaS-tuotot, joiden ennustamme myös olevan keskeisin kasvua tukeva ajuri tulevina vuosina. Pilvipalveluiden kasvu tuo korkeakatteista ja ennustettavaa liikevaihtoa, joka näkemysmme mukaan tukisi myös yhtiölle hyväksyttävää arvostusta pitkällä aikavälillä.

Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme tässä raportissa. Historiallisesti QPR:n taloudelliset tavoitteet ovat olleet poikkeuksetta liian kunnianhimoisia. Strategiakauden 2024-2027 tavoitteet ovat kuitenkin astetta maltillisemmat. Siten yhtiön nykyiset tavoitteet antavat viitekehyksen ennusteillemme, joihin yhtiöllä pitäisi olla realistiset edellytykset päästä hyvällä strategian toteuttamisella. Vuonna 2025 SaaS-kasvu vaikuttaisi kuitenkin jäävän selvästi alle tavoitteiden epävarmasta markkinatilanteesta johtuen.

Tänä vuonna QPR:n liikevaihto laskee vanhojen tuotteiden liikevaihdon laskun myötä, mitä maltillinen SaaS-kasvu ei riitä vielä paikkaamaan. Vuosien 2026-2028 aikana odotamme liikevaihdon kasvun piristyvän keskimäärin noin 10 %:iin SaaS-tuottojen (CAGR 19 %) ajamana. Ennustamme kasvun kiihtyvän, kun strategisten jälleenmyyjäkumppanien löytyminen alkaa tuottaa tuloksia ja kiihdyttää SaaS-kasvua.

Samalla odotamme heikon markkinatilanteen asteittain hellittävän, minkä pitäisi näkyä uusina asiakasvoitoina. Lyhyellä aikavälillä arvioimme myynnin olevan vielä pitkälti kiinni yhtiön oman suoramyyntin onnistumisesta, mutta kumppaneiden rooli kasvaa jatkuvasti. Lyhyellä tähtäimellä yksittäiset lisenssikaupat voivat tuoda myös vielä heiluntaa liikevaihtoon neljännesten välillä, mutta siirtymä kohti jatkuvia SaaS-tuottoja tasoittaa kehitystä asteittain.

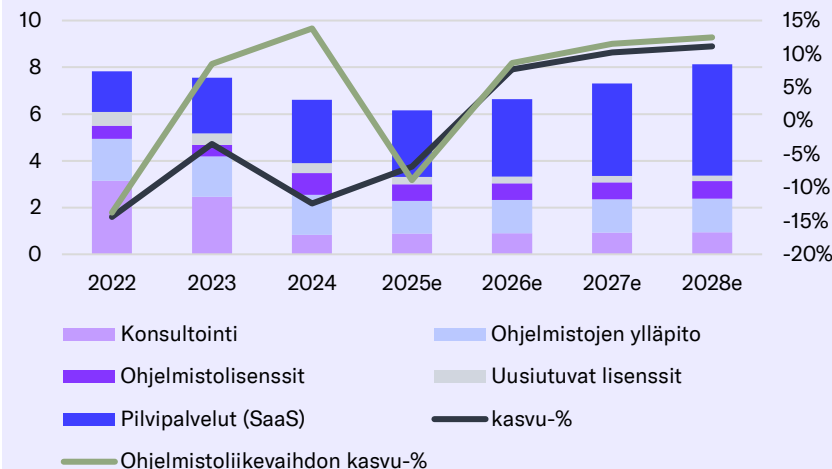
Kannattavuuden osalta QPR tavoittelee kestäväää liikevoittoa, mutta lähivuosina ennustamme kasvupanostusten painavan marginaalin vielä pakkasen puolelle. QPR:n kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Ennustamme yhtiön bruttokatteen olevan lähivuosina 83-85 %:n tasolla. Odotamme henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta nousevan tänä vuonna, mutta alkavan jälleen skaalautua alaspäin kasvun mukana. Muissa kuluissa emme odota merkittävää skaalautumista, sillä absoluuttisesti QPR:n kulutaso on tällä hetkellä hyvin matala heijastellen viime vuosien säästöjä.

Vuoden 2025 ennusteet

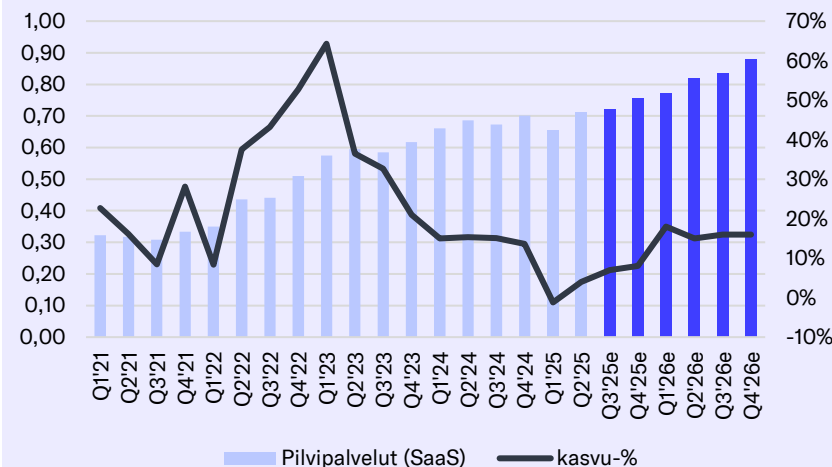
QPR ohjeistaa tälle vuodelle SaaS-liikevaihdon kasvua ja käyttökateen olevan kasvupanostuksista huolimatta positiivinen. SaaS-kasvu on alkuvuoden osalta niukasti plussalla (+1 %), joten suurempaa heikentymistä ohjeistus ei salli. Pidämme kuitenkin yhä realistisena, että yhtiö yltää ohjeistukseen.

Käyttökateen osalta yhtiö on takamatkalla, kun käyttökate H1:ltä on -0,2 MEUR. Loppuvuosi on kuitenkin yleensä yhtiölle tuloksellisesti vahvempi kulurakenteen ollessa Q3:lla kevyempi (toisaalta niin on liikevaihtokertymäkin) ja Q4 on yhtiölle myynnillisesti tyypillisesti vahvin neljännes. Samalla hallintopalveluiden kustannussäästöohjelman pitäisi tuoda loppuvuodelle jonkin verran kulusäästöjä.

Liikevaihto ja kasvu-%



SaaS-liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 2/2

Yhtiö kertoi Q2-raportissa, että kustannussäästöohjelman tavoitteet saavutettiin odotettua nopeammin ja säästöjen pitäisi näkyä jo Q3:sta alkaen. Lisäksi elokuussa tiedotetut uudet säästötoimet osaltaan tukevat loppuvuoden kannattavuutta. Tuloksen osalta ohjeistus on siis myös realistinen ja saavutettavissa, mutta pettymyksille ei ole varaa. Joka tapauksessa, riski lievälle negatiiviselle tulosvaroitukselle on olemassa ja hyvä tiedostaa.

Näkymien osalta yleisesti yhtiö kommentoi Q2-raportissa asiakkaiden päätöksenteon hidastuneen entisestään. Tämä on valitettavaa, sillä asiakkaiden päätöksenteko on ollut hitaampaa pidempään, ja trendi on ilmeisesti vain heikentynyt. Näkymissä on toisaalta maantieteellisiä eroja, ja yhtiölle tärkeämmäksi kasvaneen Lähi-idän kysyntäympäristö on ilmeisesti selvästi parempi. Käsityksemme mukaan kokonaisuutena QPR:n myyntiputkessa on edelleen hyvin potentiaalisia asiakkaita, mutta kauppvoja ei ole vain saatu alkuvuodesta vietyä maaliin toivotulla tahdilla. Näitä kauppvoja ei ole myöskään hävitty, vaan monet potentiaaliset asiakkaat vain lykkäävät päätöksentekoaan. Mikäli toimintaympäristössä nähtäisiin lievää helpotusta vielä loppuvuodesta, voitaisiin QPR:ltä nähdä Q4:llä useampia uusia kauppvoja. Tässä kohtaa epävarmuus on yhä koholla.

Ennustamme QPR:n kokonaisliikevaihdon laskevan tänä vuonna 7 % 6,2 MEUR:oon. Ohjelmistoliiketoiminnan liikevaihdon odotamme laskevan 9 % ja SaaS-liikevaihdon kasvavan 4,5 % yltäen siten ohjeistukseen. Odotamme SaaS-tuottojen kasvun kiihtyvän hieman vuoden loppua kohden, mikä pitäisi olla saavutettavissa huomioden Q2:n SaaS-liikevaihdon taso. Odotamme QPR:n käyttökateen yltävän niukasti positiiviseksi ja päätyvän 0,07 MEUR:oon (2024: 1,0 MEUR). Liikevoitto jää ennusteissamme selvemmin tappiolliseksi -0,9 MEUR:oon.

Vuosien 2026-2028 ennusteet

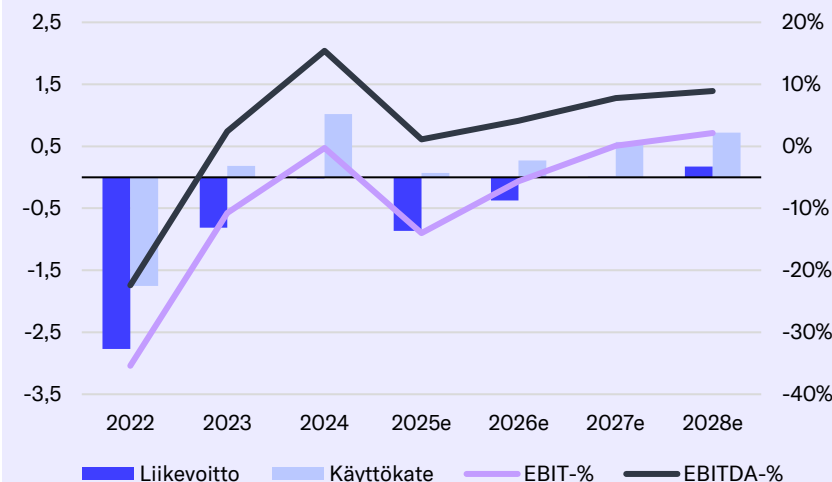
Vuonna 2026 ennustamme QPR:n liikevaihdon kasvavan 8 % ja vuosina 2027-2028 kasvun kiihtyvän noin 10-11 %:iin nopeasti kasvavien SaaS-tuottojen painoarvon noustessa. Odotamme tällöin SaaS-liikevaihdon kasvavan 16-20 %:n vuosivauhtia. Muiden ohjelmistoliikevaihtoeiden (lisenssit, uusiutuvat lisenssit ja ylläpito) odotamme pysyttelevän vakaana tai laskevan hieman. Odotamme myös ohjelmistoliiketoimintaa tukevan konsultoinnin pysyttelevän suunnilleen vakaana tulevana vuosina.

Käyttökateen ennustamme olevan näinä vuosina noin 4,1-8,9 %:n tasolla ja fokuksen olevan edelleen valtaosin kasvussa. Liikevoitto olisi tällöin vielä vuonna 2026 negatiivinen, mutta kääntyisi vuosina 2027-2028 lievästi plussalle. Yhtiön kulurakenne on tällä hetkellä erittäin trimmattu ja kannattavuuskehityksen kannalta avainasemassa jatkossa on korkean bruttomarginaalin SaaS-liikevaihdon kasvu. Mikäli kasvunäkymä piristyy, yhtiön voisi olla jälleen järkevää alkaa rekrytoimaan voimakkaammin, mikä lyhyellä tähtäimellä voisi hidastaa skaalautumista. Kaiken kaikkiaan arvioimme voimakkaan kasvun ylläpitämisen pidemmällä aikavälillä vaativan lisää panostuksia myyntiin ja tuotekehitykseen.

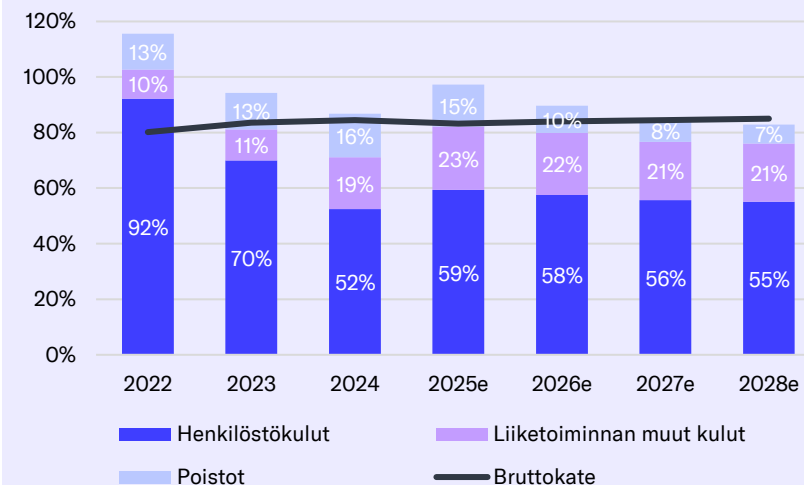
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2029-2032 ennustamme liikevaihdon kasvun jatkuvan 10-12 %:n tasolla ja hidastuvan vuonna 2033 5 %:iin. Tämän jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on 2,5 %. Liikevoiton oletamme nousevan asteittain 7 %:sta 16,0 %:iin vuoteen 2034 mennessä, joka on myös ikuisuusoletuksemme. Strategian onnistuessa ja SaaS-kasvun realisoituessa QPR:llä on edellytyksiä ennusteitamme vahvempaankin kasvu- ja kannattavuuskehitykseen. Tämän ennustamiseksi strategian toteuttamisesta tarvitaan kuitenkin vielä näyttöjä kannattavan kasvun muodossa.

Kannattavuuden kehitys vuositasolla



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	7,8	7,6	1,8	1,5	1,4	2,0	6,6	1,5	1,4	1,3	1,9	6,2	6,6	7,3	8,1
Ohjelmistolisenssit	0,6	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,9	0,1	0,0	0,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Uusiutuvat ohjelmistolisenssit	0,6	0,5	0,2	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2
Ohjelmistojen ylläpitopalvelut	1,8	1,7	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	0,4	0,3	0,3	0,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Pilvipalvelut (SaaS)	1,7	2,4	0,7	0,7	0,7	0,7	2,7	0,7	0,7	0,7	0,8	2,8	3,3	4,0	4,8
Konsultointipalvelut	3,1	2,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,2	0,3	0,2	0,2	0,9	0,9	0,9	0,9
Käyttökate	-1,8	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	1,0	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,6	0,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-1,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,6	-0,6	-0,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,8	-0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,9	-0,4	0,0	0,2
Liikevoitto	-2,8	-0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,9	-0,4	0,0	0,2
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	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-2,9	-0,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,9	-0,4	0,0	0,2
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,9	-0,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,9	-0,4	0,0	0,2
EPS (oikaistu)	-0,18	-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,01	0,00	-0,04	-0,02	0,00	0,01
EPS (raportoitu)	-0,18	-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,01	0,00	-0,04	-0,02	0,00	0,01

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-14,4 %	-3,5 %	-21,0 %	-22,8 %	-21,9 %	22,8 %	-12,4 %	-14,1 %	-6,2 %	-4,3 %	-2,8 %	-6,9 %	7,7 %	10,2 %	11,1 %
Käyttökate-%	-22,4 %	2,4 %	16,7 %	12,2 %	19,1 %	14,0 %	15,4 %	0,5 %	-16,2 %	7,0 %	10,0 %	1,1 %	4,1 %	7,8 %	8,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	-35,4 %	-10,8 %	1,9 %	-4,5 %	-0,4 %	1,2 %	-0,2 %	-15,9 %	-33,9 %	-9,3 %	-1,5 %	-14,0 %	-5,6 %	0,1 %	2,1 %
Nettotulos-%	-36,7 %	-12,2 %	0,7 %	-5,9 %	-2,3 %	1,3 %	-1,2 %	-17,5 %	-32,9 %	-8,2 %	-1,7 %	-14,0 %	-5,9 %	-0,2 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	3,3	2,7	2,2	2,0	1,9
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	2,2	1,6	1,2	1,0	0,9
Käyttöomaisuus	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	2,6	3,2	2,8	2,3	2,6
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	1,7	2,4	1,5	1,6	1,8
Likvidit varat	0,9	0,8	1,3	0,7	0,9
Taseen loppusumma	5,9	5,9	5,0	4,4	4,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	0,3	0,4	1,2	0,8	0,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovar	-4,3	-4,3	-5,2	-5,6	-5,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,5	4,6	6,3	6,3	6,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,2	0,9	0,4	0,4	0,4
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	1,2	0,9	0,4	0,4	0,4
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	4,3	4,6	3,5	3,3	3,4
Korolliset velat	0,6	0,5	0,5	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	4,1	3,0	3,3	3,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,9	5,9	5,0	4,4	4,5

Arvonmääritys 1/3

Kestävä kurssinousu vaatisi taakseen kasvun piristymistä

QPR:n osakkeessa on nähty viimeisen vuoden aikana voimakkaita muutoksia, mihin osaltaan yhtiön absoluuttisesti pieni markkina-arvo (11 MEUR) ja osakkeen matala päivittäinen likviditeetti tuovat osansa. Vuoden 2024 lopulla alkanut ja vuoden 2025 alkupuolelle jatkunut voimakas kurssiralli sai tukea yhtiön hyvin edenneestä tulospääteestä, jonka päälle yhtiö tiedotti useista uusista asiakasvoitoista Q4’24:llä. Helmikuun huipussa osakkeen arvostus (2025e EV/S 3x) ehti nousta mielestämme jo hyvin korkeaksi, ja sen jälkeen osakekurssi on käytännössä puolittunut. Näkemyksemme mukaan tänä vuonna nähdyt vaisut kasvuluvut ja varovainen lyhyen aikavälin näkymä ovat taittaneet sijoittajien aiempaa optimismia. QPR:n alkuvuoteen ajoittunut [suunnattu anti](#) oli osakkeen arvostusmielessä (osakekurssi 1,04) hyvin ajoitettu, ja yhtiö sai kerättyä kasurahaa varsin maltillisella diluutiolla. Annin myötä myös taseasemaan liittyvät huolet hälvenivät, mikä osaltaan madalsi yhtiön riskiprofiilia.

Nykyisellä osakekurssilla QPR:n arvostus (2025e EV/S 1,7x) ei ole vielä erityisen matala suhteessa yhtiön nykyiseen heikkoon kasvuun ja kannattavuuden yhdistelmään. Pahin yliarvostus on kuitenkin sulanut pois ja hyvällä strategian toteuttamisella nykytasoilta osakkeessa on pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Näkyvyys kasvun kiihdyttämiseen on kuitenkin vielä heikko, ja kaipaamme lisää näyttöjä myyntirintamalta uusien kauppajien voittamisesta. Tyypillisesti Q4 on yhtiölle myynnillisesti parasta aikaa, ja mahdollisesti tuolloin tiedotettavat kaupat voivat antaa osakkeelle tukea. Kokonaisuutena riski-tuottosuhde ei ole kuitenkaan vielä aivan riittävä, ja seuraamme QPR:n kasvutarinan kehittymistä yhä sivussa. Nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy) ja tarkistamme tavoitehintaa 0,58 euroon (aik. 0,70 EUR).

Arvostuskertoimet eivät vielä erityisen houkuttelevia

Ennusteillamme QPR:n kannattavuus jää kasvupanostusten vuoksi lähivuosina negatiiviseksi tai matalaksi, eikä tulostiedoista siten saada arvostukselle tukea. Tällä hetkellä paras mittari onkin EV/Liikevaihto-kerroin, jota on syytä suhteuttaa yhtiön kasvuun ja kannattavuuden yhdistelmään.

Mielestämme QPR:n nykyinen arvostus (2025e EV/S 1,7x) on edelleen jossain määrin koholla suhteessa yhtiön lähivuosien kasvuun (-7 % ja 8 %) ja kannattavuuden (EBIT -14 % ja -6 %) yhdistelmään, joka ennusteillamme jää vielä konsernitasolla vaatimattomaksi. Yhtiön erittäin pieni kokoluokka omalta osaltaan myös painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Nykyarvostuksella osakkeessa olisi kuitenkin potentiaalia, mikäli kasvu lähtee lähivuosina kiihtymään kunnolla. Alkuvuosi on ollut kuitenkin kasvun osalta vaisua, ja toistaiseksi kasvupanostukset ovat näkyneet vain kuluriveillä. Paluu vahvemman kasvun polulle vaatii onnistumisia lisättävissä kasvuinvestoinneissa. Onnistuessaankin nämä heijastuvat kasvuun viiveellä. Epävarmuus kasvun kiihtymisen suhteen pysyttelee myös koholla, sillä myyntisyklit vaikuttavat pitkittyneen entisestään asiakkaiden lykätessä investointipäätöksiä. Pidämme yhtiön keskittymistä prosessilouhinnassa Snowflaken ympäristöön hyvänä strategisena valintana ja erottautumistekijänä. Hyvällä myyntityöllä ja kumppanikanavan kehittämisellä yhtiöllä on täällä potentiaalia kasvaa myös selvästi nykyisiä ennusteitamme vauhdikkaammin. Tässä kohtaa se ei kuitenkaan näytä mielestämme perusskenaariolta ennen näyttöjä kasvun kiihtymisestä.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	19,6	19,6	19,6
Markkina-arvo	11	11	11
Yritysarvo (EV)	10	10	10
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	9,3	14,1	14,3
P/S	1,8	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA	>100	38,4	18,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

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 2025-2026 ovat 3,3x-3,0x, joihin peilattuna QPR:n omat kertoimet ovat noin 46-47 %:n alennuksella. Tämä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan QPR:n pieni koko, kohtalainen rahoitusasema, heikko historiallinen kasvun track-record sekä lähivuosina ennusteillamme vielä vaisuksi jäävä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä. Esimerkiksi jollain tasolla vastaavalla kasvu- ja kannattavuusprofiililla olevaa LeadDeskia hinnoitellaan tälle vuodelle 1,2x liikevaihtokertoimella. Myös WithSecurea hinnoiteltiin pörssissä jonkin verran yli 1x liikevaihtokertoimella ennen kuin yhtiöstä tehtiin ostotarjous 2,5x kertoimella (IFRS16 oik. 2,3x).

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

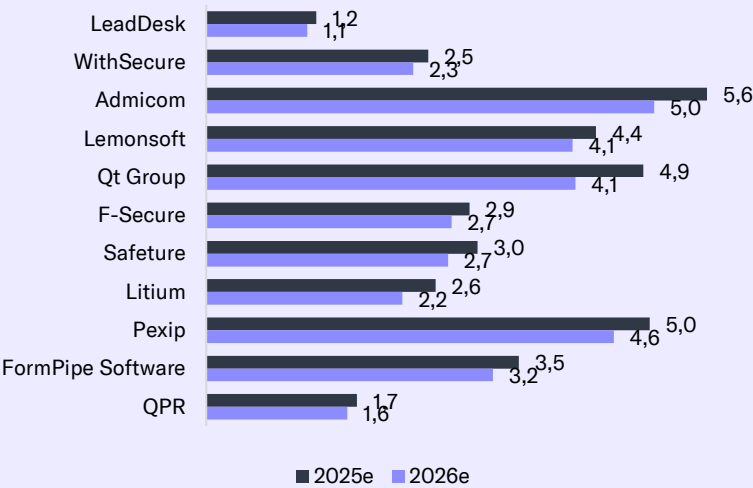
mielestämme vaikea nähdä perustellusti olennaista nousuvaraa.

DCF-malli herkkä tulevan kasvun kulmakertoimelle ja tuottovaateelle

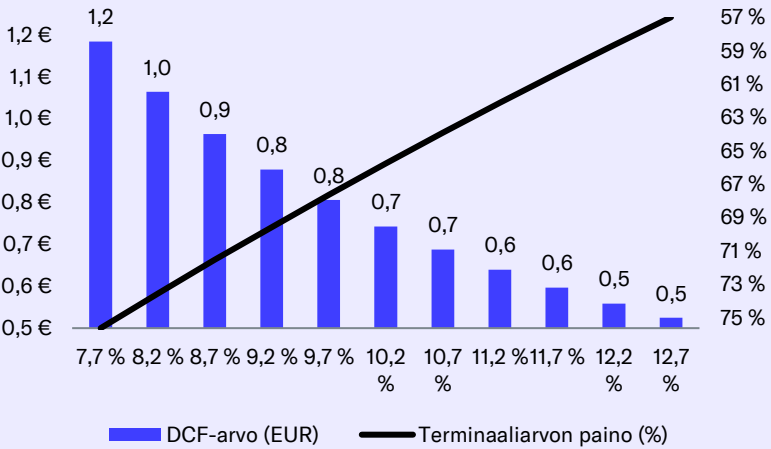
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa nykyisillä ennusteillamme QPR:lle noin 0,71 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2034-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 16 %:n tasolle. Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 66 %, mikä kertoo melko suuren osan QPR:n 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) 10,2 %, mikä on myös oman pääoman tuottovaatimuksemme. Tuottovaatimusta nostaa yhtiön pieni koko ja kasvuun liittyvä epävarmuus, ja sen taso voisi mielestämme olla tällä hetkellä myös hieman soveltamaamme korkeampikin. Mikäli QPR osoittaa tulevina vuosina kasvustrategiansa etenevän oikeaan suuntaan, voisi tuottovaateessa olla pidemmällä tähtäimellä jonkin verran laskuvaraa yhtiön riskiprofiilin madaltumisen kautta. Viereinen kuvaaja havainnollistaa käytetyn tuottovaateen vaikutusta DCF-arvoon.

QPR:n ja ohjelmistoyhtiöverrokkien EV/S-kertoimet



DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



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 2028 katsottuna. QPR:n kasvumatkan 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 edelleen selkeästi negatiivinen. Todennäköisesti heikossa skenaariossa yhtiö joutuisi keräämään lisää pääomia, mikä aiheuttaisi vielä diluution kautta lisää painetta osakkeeseen. Ennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa tuotto-odotus näyttää on kohtuullinen, mutta suhteessa tämän toteutumiseen liittyviin ennusteriskeihin riski-tuottosuhde ei kuitenkaan ole vielä houkutteleva. Kaiken kaikkiaan paljon riippuu siitä, onnistuuko

yhtiö saamaan kestävästä kasvusta aikaa ja kuinka skaalautuvaa kasvu on.

Yritysjärjestelyoptio

QPR:n markkina-arvo (11 MEUR) ja yritysarvo (10 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 rahoitusasemaan ja rajallisiin resursseihin liittyvät haasteet. Emme näe yritysostokortin olevan arvostusta lyhyellä tähtäimellä merkittävästi tukeva tekijä, mutta tämä optio on kuitenkin hyvä pitää mielessä. Helsingin pörssissä WithSecuresta vastikään nähty ostotarjous myös osaltaan muistuttaa siitä, että QPR:n kehittäminen pääomasijoittajan tuella yksityisenä yhtiönä voisi teoriassa olla myös relevantti vaihtoehto.

Käypä arvo

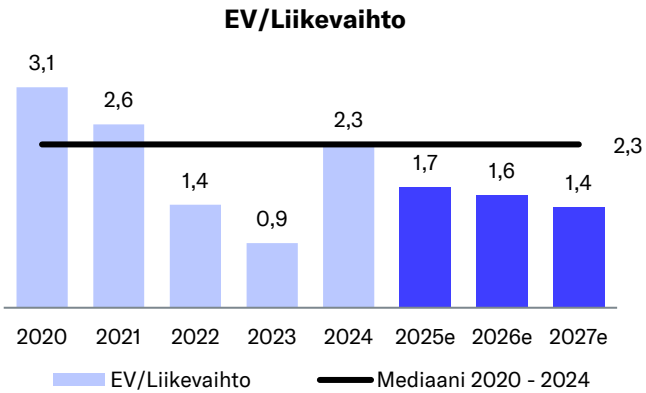
QPR:n käyvän arvon määrittäminen on kaiken kaikkiaan haastavaa, sillä lopputulos on pitkälti kiinni tulevan kasvun kulmakertoimesta. Edellä läpikäytyjen arvonmääritysmenetelmien pohjalta haarukoimme QPR:n osakkeen käyvän arvon olevan tällä hetkellä leveässä 0,35-0,70 euron haarukassa. Heikon kasvun skenaariossa osakkeessa voisi olla edelleen selvää laskuvaraa arvostuskertoimien laskun ja heikentyvän taseaseman kautta. Hyvässä skenaariossa voimistuva kasvu voisi alkaa asteittain nostattaa nykyisiä kertoimia.

2028	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Kasvu (CAGR 25-28)	1 %	5 %	11 %
Liikevaihto	6,9	8,1	9,9
x hinnoittelukerroin	1,4x	1,8x	2,2x
Yritysarvo	9,7	14,6	21,8
Nettovelat	0,0	-0,8	-1,1
Osakekannan arvo	9,7	15,4	22,9
Per osake	0,49	0,79	1,17
Tuotto	-11 %	42 %	112 %
Vuosituotto	-3 %	11 %	25 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	2,24	1,85	0,56	0,33	0,81	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Osakemäärä, milj. kpl	12,0	12,0	16,0	17,8	17,9	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
Markkina-arvo	27	22	9,0	5,9	15	11	11	11	11	11
Yritysarvo (EV)	28	23	11	6,8	15	10	10	10	10	9,4
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	70,0	18,0
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	70,0	18,0
P/B	13,4	51,6	18,5	16,9	36,2	9,3	14,1	14,3	11,9	7,2
P/S	3,0	2,4	1,1	0,8	2,2	1,8	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	3,1	2,6	1,4	0,9	2,3	1,7	1,6	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	>100	96,8	neg.	37,5	14,8	>100	38,4	18,1	13,9	8,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	57,5	15,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	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 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2026e
LeadDesk	40	49	17,9	14,8	7,7	6,3	1,2	1,1	27 %	5 %	7 %	8 %	13 %
WithSecure	298	296		111,1	181,3	29,1	2,5	2,3	-19 %	5 %	-3 %	2 %	7 %
Admicom	222	212	18,0	15,6	17,8	14,9	5,6	5,0	6 %	8 %	31 %	32 %	40 %
Lemonsoft	125	131	18,7	16,2	14,3	14,7	4,4	4,1	4 %	4 %	23 %	25 %	29 %
Qt Group	1184	1068	16,1	12,6	15,3	12,1	4,9	4,1	5 %	12 %	30 %	33 %	45 %
F-Secure	288	433	10,3	9,5	8,6	8,0	2,9	2,7	1 %	3 %	29 %	29 %	31 %
Safeture	18	16			24,7	17,3	3,0	2,7	0 %	12 %	-1 %	0 %	12 %
Litium	20	19		34,6	11,5	8,0	2,6	2,2	13 %	17 %	-1 %	6 %	23 %
Pexip	561	519	23,6	20,6	19,6	17,3	5,0	4,6	11 %	9 %	21 %	22 %	31 %
FormPipe Software	133	131	18,8	13,2	9,6	8,0	3,5	3,2	-22 %	9 %	19 %	24 %	33 %
QPR Software (Inderes)	11	10	-12,0	-28,0	151,8	38,4	1,7	1,6	-7 %	8 %	-14 %	-6 %	2 %
Keskiarvo			17,6	27,6	31,0	13,6	3,6	3,2	3 %	8 %	16 %	18 %	
Mediaani			18,0	15,6	14,8	13,4	3,3	3,0	4 %	8 %	20 %	23 %	
Erotus-% vrt. mediaani					926 %	186 %	-48 %	-47 %					

Lähde: Refinitiv / Inderes

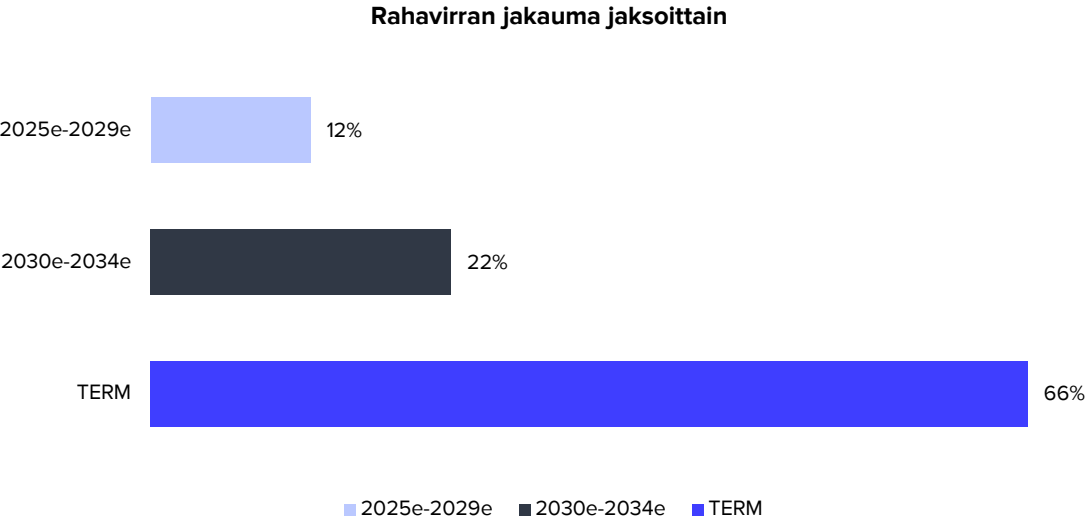
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-12,4 %	-6,9 %	7,7 %	10,2 %	11,1 %	12,1 %	12,0 %	11,5 %	10,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-0,2 %	-14,0 %	-5,6 %	0,1 %	2,1 %	6,8 %	9,9 %	11,9 %	13,2 %	14,1 %	16,0 %	16,0 %
Liikevoitto	0,0	-0,9	-0,4	0,0	0,2	0,6	1,0	1,4	1,7	1,9	2,2	
+ Kokonaispoistot	1,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Maksetut verot	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,7	-0,1	0,4	0,6	0,7	1,2	1,4	1,7	1,9	2,1	2,3	
+ 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	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,3	-0,5	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,9	1,2	1,4	1,6	1,8	
+/- Muut	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,3	1,1	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,9	1,2	1,4	1,6	1,8	23,6
Diskontattu vapaa kassavirta		1,1	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	9,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		14,6	13,5	13,6	13,4	13,2	12,8	12,3	11,7	11,0	10,3	9,6
Velaton arvo DCF		14,6										
- Korolliset velat		-1,4										
+ Rahavarat		0,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		14,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,71										

Pääoman kustannus (WACC)

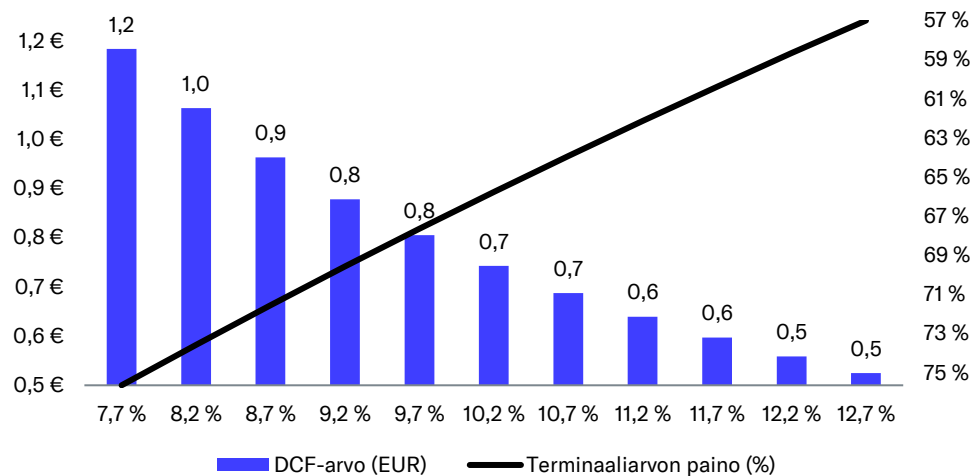
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %

Lähde: Inderes

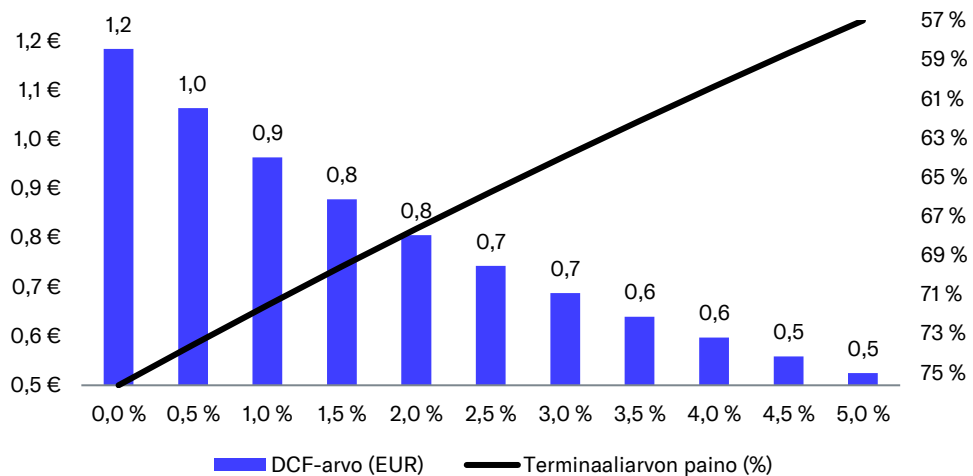


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

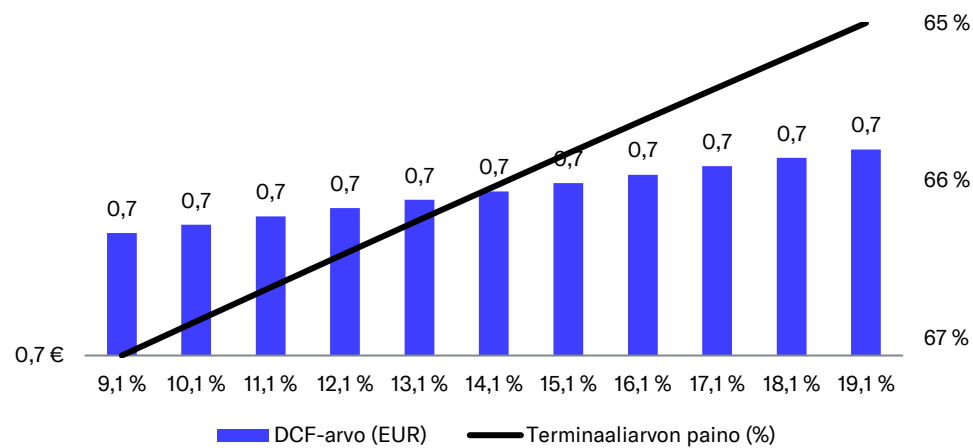
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



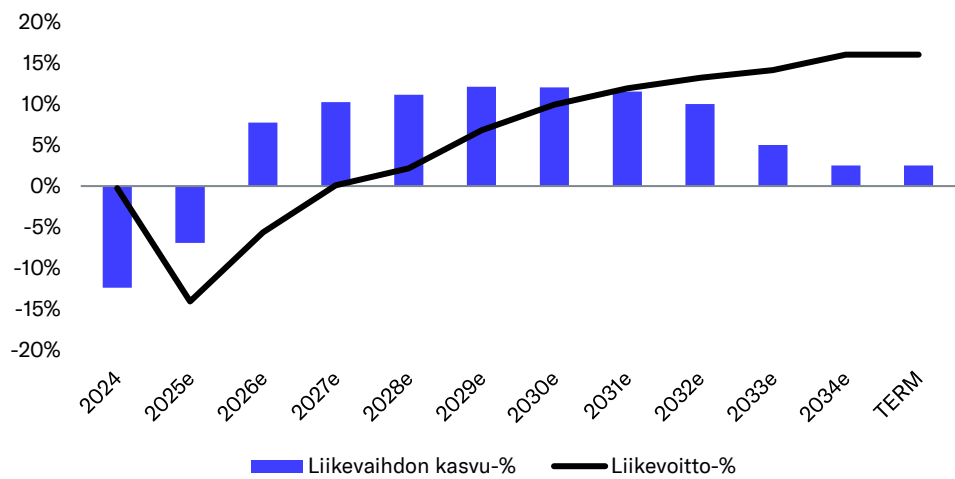
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	7,8	7,6	6,6	6,2	6,6	EPS (raportoitu)	-0,18	-0,05	0,00	-0,04	-0,02
Käyttökate	-1,8	0,2	1,0	0,1	0,3	EPS (oikaistu)	-0,18	-0,05	0,00	-0,04	-0,02
Liikevoitto	-2,8	-0,8	0,0	-0,9	-0,4	Operat. Kassavirta / osake	-0,10	0,05	0,04	0,00	0,02
Voitto ennen veroja	-2,9	-0,9	-0,1	-0,9	-0,4	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,24	0,04	0,02	0,06	0,00
Nettovoitto	-2,9	-0,9	-0,1	-0,9	-0,4	Omapääoma / osake	0,03	0,02	0,02	0,06	0,04
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	7,4	5,9	5,9	5,0	4,4	Liikevaihdon kasvu-%	-14 %	-3 %	-12 %	-7 %	8 %
Oma pääoma	0,5	0,3	0,4	1,2	0,8	Käyttökatteen kasvu-%	-825 %	-110 %	460 %	-93 %	299 %
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	217 %	-71 %	-98 %	5305 %	-57 %
Nettovelat	2,3	0,9	0,6	-0,5	-0,4	EPS oik. kasvu-%	120 %	-71 %	-91 %	862 %	-54 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	-22,4 %	2,4 %	15,4 %	1,1 %	4,1 %
Käyttökate	-1,8	0,2	1,0	0,1	0,3	Oik. Liikevoitto-%	-35,4 %	-10,8 %	-0,2 %	-14,0 %	-5,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	0,8	-0,2	-0,2	0,1	Liikevoitto-%	-35,4 %	-10,8 %	-0,2 %	-14,0 %	-5,6 %
Operatiivinen kassavirta	-1,5	1,0	0,7	-0,1	0,4	ROE-%	-625,9 %	-221,4 %	-21,9 %	-110,4 %	-40,7 %
Investoinnit	-2,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	ROI-%	-113,6 %	-33,0 %	-0,8 %	-45,3 %	-23,8 %
Vapaa kassavirta	-3,9	0,7	0,3	1,1	-0,1	Omavaraisuusaste	7,4 %	8,1 %	11,3 %	45,6 %	43,6 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	465,0 %	268,2 %	143,6 %	-39,5 %	-49,5 %
EV/Liikevaihto	1,4	0,9	2,3	1,7	1,6						
EV/EBITDA	neg.	37,5	14,8	>100	38,4						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	18,5	16,9	36,2	9,3	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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>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 €
5.8.2024	Myy	0,50 €	0,56 €
28.10.2024	Myy	0,50 €	0,60 €
17.2.2025	Myy	0,70 €	1,13 €
16.4.2025	Myy	0,75 €	0,98 €
25.4.2025	Myy	0,72 €	0,92 €
21.7.2025	Myy	0,70 €	0,81 €
5.9.2025	Vähennä	0,58 €	0,55 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**