

Kasvukipuja

Toistamme QPR Softwaren vähennä-suosituksen ja laskemme negatiivisten ennustemuutosten myötä osakkeen tavoitehintaa 1,05 euroon (aik. 1,20 euroa). Q4-tulos jäi selvästi ennusteistamme, kun yhtiön vanhemman sukupolven ohjelmistotuotteiden kansainvälinen myynti laski voimakkaasti. Uuden sukupolven ohjelmistoratkaisujen tarjouskannan positiivisen kehityksen ja jälleenmyyntikanavan merkittävän laajentumisen perusteella olemme edelleen luottavaisia yhtiön keskipitkän aikavälin tuloskasvu-potentiaalin suhteen, mutta QPR:n arvostustaso on kasvukipujen vuoksi lyhyellä tähtämellä liian haastava ja kysyntätilanne epävarma positiivisen suosituksen perustelemiseksi.

Q4-raportti ei tuonut vielä käännettä heikkoon tuloskehitykseen

QPR:n liikevaihto laski 6 % Q4:lla ja alitti nollakasvua ennakoineen ennusteemme. Yhtiö ei saanut Q4:lla aikaan kasvua missään tuotekategoriassa. Eniten liikevaihto laski ohjelmistolisensseissä (-14 %), mutta myös jatkuvien ylläpito- ja ohjelmistovuokrasopimusten liikevaihto oli edelleen selvässä laskussa (-7 %), kun aiemmin päättyneiden muutaman merkittävän sopimuksen tulovirtaa ei saatu vielä kompensoitua uusmyynnillä. Konsultoinnissa liikevaihto jäi vertailukauden tasolle. Käyttökate laski Q4:lla 54 % vertailukaudesta ja liikevoitto 81 %. Kannattavuusluvut jäivät siten selvästi alle ennusteidemme. Kannattavuuden voimakas lasku vertailukauteen nähden johtui ohjelmistoliikevaihdon laskun lisäksi noin 8 % vertailukaudesta kasvaneella kulumassalla. Kulujen kasvua kiihdytti kansainvälisen myyntikanavan kasvuun ja uusien ohjelmistotuotteiden kehitykseen ja markkinointiin tehdyt panostukset, jotka nostivat erityisesti henkilöstökuluja. Myös osinko jäi heikentyneen tuloksen myötä odotuksista. Hallitus esittää 0,02 euron varsinaista osinkoa ja valtuutta jakaa 0,01 euron lisäosinko.

Ohjeistus ja näkymät ennakoivat parempia aikoja loppuvuodeksi

QPR ohjeistaa kuluvalle vuodelle kasvua kertaeristä puhdistettuun liikevoittoon. Yhtiö ei antanut erikseen liikevaihto-ohjeistusta, minkä tulkitsemme merkiksi heikosta näkyvyydestä eritoten kansainvälisen ohjelmistolisenssimyynnin suhteen. Lisäksi yhtiö kertoi aloittavansa vuositason 0,7 MEUR:n kustannussäästöihin tähtäävän tehostusohjelman, jonka arvioimme vaikuttavan täysimääräisesti tulokseen H2'16 aikana. Q4-raportti tarjosi kuitenkin kasvupotentiaalin suhteen jälleen myös useita positiivisia merkkejä. QPR kertoi solmineensa viime vuonna 16 uutta jälleenmyyntisopimusta, mikä tarkoittaa arvioimme mukaan yli 15 %:n kasvua jakeluverkostoon. Eritoten vahvan kasvupotentiaalin omaavalle ProzessAnalyser-tuotteelle on saatu uusia jakelijoita. Uusien ohjelmistotuotteiden jakelupartneruuden ylösajo ottaa kuitenkin aikaa ja odotamme uusilla jakelijoilla olevan voimakkaampi positiivinen vaikutus kasvuun vasta kuluvan vuoden loppupuoliskolla. QPR kuitenkin kommentoi tarjouskannan olleen edelleen selvässä kasvussa ja korkealla tasolla.

Arvostus vaativa nykyiseen tulostasoon ja epävarmaan kysyntätilanteeseen nähden

Päivitettyillä ennusteillamme QPR:n vuoden 2016 oikaistu P/E- kerroin on 18x, EV/EBIT-kerroin 14x ja osinkotuotto 4,6 %. Vastaavat vuoden 2017 kertoimet ovat 13x, 10x ja 5,5 %. QPR:n arvostustaso on siten kuluvan vuoden tuloskertoimien valossa haastava sekä absoluuttisesti että vertailuryhmään nähden ja tulos pohjainen arvostus alkaa tukea osaketta vasta kun kasvu alkaa jälleen kiihtyä. Odotamme tämän tapahtuvan loppuvuodesta.

Analyttikko

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



Suositus

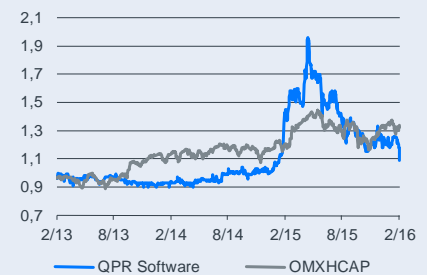
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 1,05 EUR

Edellinen: 1,40



Lähde: Bloomberg

Eiillisen päätös 1,09 EUR

12 kk vaihteluväli 1,04-1,99 EUR

Potentiaali -3,7 %

Videohaastattelu



Mikä trendit vaikuttavat QPR:n liiketoimintoihin tällä hetkellä?

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2014	9,5	1,1	11,5 %	1,1	0,07	0,05	1,1	5,8	9,8	13,6	5,0 %
2015	9,4	0,4	3,9 %	0,3	0,03	0,02	1,5	12,0	38,8	42,6	1,7 %
2016e	9,6	0,7	7,7 %	0,7	0,05	0,05	1,3	7,3	14,1	17,6	4,6 %
2017e	10,5	1,3	12,2 %	1,3	0,08	0,06	1,2	5,8	9,7	12,9	5,5 %
2018e	11,6	1,4	11,8 %	1,3	0,09	0,07	1,1	5,3	9,0	12,1	6,4 %
Markkina-arvo, MEUR			13,1	OPO / osake 2016e, EUR			0,27	CAGR EPS, 2015-2018, %			47 %
Nettovelka 2016e, MEUR			-0,5	P/B 2016e			4,0	CAGR kasvu, 2015-2018, %			7 %
Yritysarvo (EV), MEUR			12,6	Nettovelkaisuusaste 2016e, %			-14,8 %	ROE 2016e, %			19,2 %
Taseen koko 2016e, MEUR			8,4	Omavaraisuusaste 2016e, %			38,5 %	ROCE 2016e, %			20,8 %

Toteuma vrt. Ennusteet

Tulos jäi selvästi odotuksistamme heikon ohjelmistomyynnin kasvun ansiosta

QPR:n liikevaihto laski 6 % Q4:lla ja alitti nollakasvua ennakoineen ennusteemme. Yhtiö ei saanut Q4:lla aikaan kasvua missään tuotekategoriassa. Eniten liikevaihto laski ohjelmistolisensseissä (-14 %), mutta myös jatkuvien ylläpito- ja ohjelmistovuokrasopimusten liikevaihto oli edelleen selvässä laskussa (-7 %), kun aiemmin päättyneiden muutaman merkittävän sopimuksen tulovirtaa ei saatu edelleenkaan kompensoitua uusmyynnillä. Konsultoinnissa liikevaihto jäi vertailukauden tasolle.

Käyttökate laski Q4:lla 54 % vertailukaudesta 0,28 MEUR:oon ja liikevoitto 81 % 0,08 MEUR:oon. Kannattavuusluvut jäivät siten selvästi alle ennusteidemme. Kannattavuuden voimakas lasku vertailukauteen nähden johtui ohjelmistoliikevaihdon laskun lisäksi noin 8 % vertailukaudesta kasvaneella kulumassalla. Kulujen kasvua kiihdytti kansainvälisen myyntikanavan kasvuun ja uusien ohjelmisto- tuotteiden kehitykseen tehdyt panostukset, jotka nostivat erityisesti henkilöstökuluja. QPR:n hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle 0,02 euron varsinaista osinkoa ja valtuutta jakaa 0,01 euron lisäosinko.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q4'14	Q4'15	Q4'15e	Q4'15e	Konsensus		Erotus (%)		2015
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Toteutunut	
Liikevaihto	2,69	2,52	2,68				-6 %	9,44	
Käyttökate	0,61	0,28	0,47				-40 %	1,19	
Liikevoitto	0,42	0,08	0,26				-70 %	0,37	
Tulos ennen veroja	0,41	0,05	0,26				-82 %	0,35	
EPS (oikaistu)	0,03	0,00	0,02				-74 %	0,03	
Osinko/osake	0,05	0,02	0,05				-60 %	0,02	
Liikevaihdon kasvu-%	16,2 %	-6,1 %	-0,1 %				-6,1%-yks.	-1,1 %	
Liikevoitto-%	15,5 %	3,1 %	9,6 %				-6,5 %-yks.	3,9 %	

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Laskemme selvästi kasvuodotuksia lähivuosille

Laskimme Q4-raportin perusteella 2016-2017 tulosenusteita noin 17-25 %. Odotamme nyt kuluvalle vuodelle 9,6 MEUR:n liikevaihtoa (aik. 10,8 MEUR) ja 0,9 MEUR:n liikevoittoa ilman kertaeriä (aik. 1,2 MEUR). Vastaavat ennusteemme vuodelle 2017 ovat nyt 10,5 MEUR (aik. 12,1 MEUR) ja 1,3 MEUR (aik. 1,5 MEUR). Tuloskasvua ajaa mallissamme eritoten jakelutien laajentumisesta vauhtia saava ohjelmistomyynti, mutta odotamme myös konsultoinnin kasvun kääntyvän kasvuun vuonna 2017.

Riskeinä lähivuosien tuloskasvulle näemme mm. kansainvälisen jakelukanavan laajentumisen odotettua heikomman vaikutuksen liikevaihtoon, perinteisten ohjelmistotuotteiden myynnin jyrkän laskun jatkumisen, sekä Helsingin kaupungin kanssa tehdyn merkittävän ohjelmistovuokrasopimuksen mahdollisen peruuntumisen. Pidämme jälkimmäistä edelleen varsin epätodennäköisenä ratkaisuna ja olemme mallintaneet sopimuksen alkamaan kuluvan vuoden loppupuoliskolla.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2015e			2016e			2017e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	10	9	-2 %	10,8	9,6	-11 %	12,1	10,5	-13 %
Käyttökate	1,4	1,2	-14 %	2,1	1,6	-24 %	2,5	2,1	-16 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,5	0,4	-33 %	1,2	0,9	-25 %	1,5	1,3	-17 %
Liikevoitto	0,5	0,4	-33 %	1,2	0,7	-37 %	1,5	1,3	-17 %
Tulos ennen veroja	0,6	0,3	-38 %	1,2	0,7	-37 %	1,5	1,3	-18 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,04	0,03	-31 %	0,08	0,06	-21 %	0,10	0,08	-18 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,02	-60 %	0,06	0,05	-17 %	0,07	0,06	-14 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Arvostustaso nousee korkeaksi ilman kasvun kiihtymistä

Päivitettyillä ennusteillamme QPR:n vuoden 2016 oikaistu P/E-kerroin on 18x, EV/EBIT-kerroin 14x ja osinkotuotto 4,6 %. Vastaavat vuoden 2017 kertoimet ovat 13x, 10x ja 5,5 %.

QPR:n arvostus on siten kuluvan vuoden kertoimien valossa haastava sekä absoluuttisesti että vertailuryhmään nähden ja tulospohjainen arvostus alkaa tukea osaketta vasta kun kasvu alkaa jälleen kiihtyä. Odotamme tämän tapahtuvan loppuvuoden aikana.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	
Acando	16,00	176		8,0	7,0	7,4	6,6			11,0	9,7	6,5	6,9	1,5
Affecto	2,73	61	67	5,7	4,8	5,1	4,4	0,6	0,5	7,6	6,7	7,3	9,0	0,9
Axway Software	21,51	447	415	8,2	6,6	7,6	6,2	1,3	1,2	12,0	10,4	2,2	2,5	1,3
Digia	5,70	119	126	18,6	12,2	12,2	9,4	1,1	1,0	26,3	16,9	1,8	1,8	2,7
Enea	85,25	148	136	11,0	9,8	9,4	8,5	2,5	2,4	15,9	14,3	4,9	5,3	3,3
HIQ	47,00	267	248	11,1	10,5	10,6	10,0	1,5	1,4	15,8	15,0	6,4	6,7	3,5
Innofactor	0,88	29	38					0,7	0,6	12,2	9,0		2,3	1,2
Know IT	56,50	110	134	6,8	6,0	6,1	5,5	0,5	0,5	9,4	8,6	6,6	6,6	1,3
Microfocus	1308,00	3633	4963	12,4	11,4	10,1	9,4	4,5	4,6	12,9	12,1	2,8	3,2	2,9
Microstrategy	149,43	1499	1053	8,2		6,3		2,2	2,0	14,7	14,1			3,1
Open text Corp.	64,99	4981	5770	10,0	9,0	9,1	8,3	3,5	3,5	12,8	12,3	1,9	2,0	3,0
Software AG	30,10	2378	2392	9,5	8,6	8,4	7,6	2,7	2,7	13,8	13,0	2,0	2,1	1,9
Solteq	1,57	28	52					0,8	0,7	7,5	6,5	2,5	3,2	1,3
Tieto	22,62	1674	1696	10,9	10,2	7,9	7,4	1,1	1,1	13,4	12,8	5,7	6,0	3,4
QPR Software (Inderes)	1,09	13	13	14,1	9,7	7,3	5,8	1,3	1,2	17,6	12,9	4,6	5,5	4,0
Keskiarvo				10,0	8,7	8,4	7,6	1,8	1,7	13,2	11,5	4,2	4,4	2,2
Mediaani				9,8	9,0	8,2	7,6	1,3	1,2	12,9	12,2	3,9	3,2	2,3
Erotus-% vrt. mediaani				44 %	8 %	-11 %	-24 %	1 %	-3 %	37 %	5 %	18 %	73 %	74 %

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

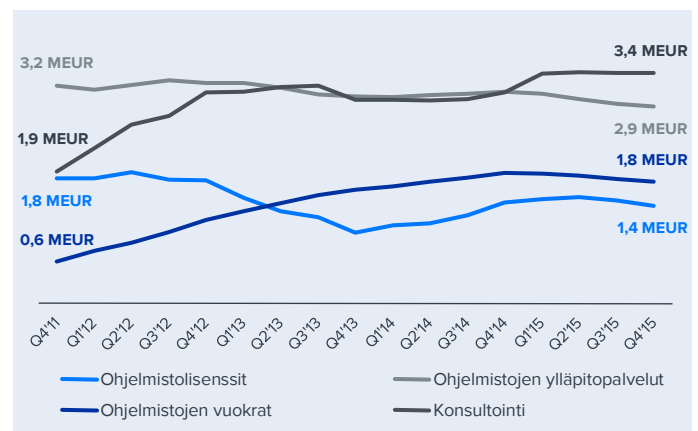
Ohjelmistoliiketoiminnan kasvu heikkoa

Perinteisten ohjelmistoratkaisujen kysynnän lasku peittää vielä alleen uusien ohjelmistojen kasvun

QPR:n heikentyneen kasvun ja tuloskehityksen taustalla on yhtiön perinteisten ohjelmistotuotteiden (suorituskyvyn mittaaminen ja prosessien mallinnus) alueella jälleen kiristynyt kilpailu ja kehittyvien markkinoiden epävarma markkinatilanne. QPR:n uudempien ohjelmistoratkaisujen kysyntä sen sijaan kasvaa voimakkaasti, mutta niiden osuus liikevaihdosta on vielä liian pieni kompensoidakseen perinteisen puolen kysynnän heikkoutta.

Kotimaan ohjelmistomyynnin ja konsultointiliiketoimintojen kasvu on ollut tasaisempaa, mikä selittyy QPR:n vahvistuneella markkina-asemalla ja paremmalla markkinoiden kehittyneisyydellä.

QPR:n tuoteryhmien liikevaihdon kehitys 2011-2015



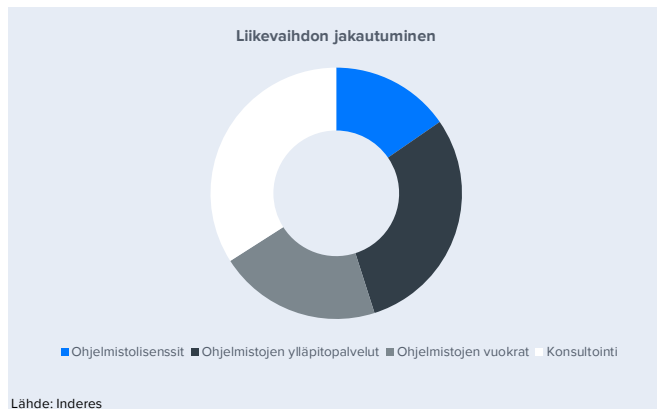
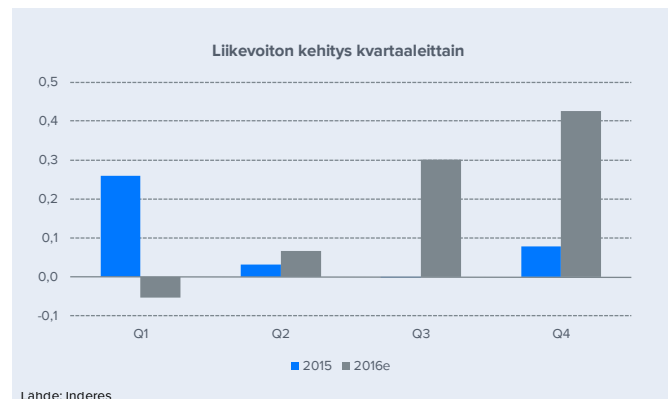
Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16e	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	9,5	2,5	2,4	2,0	2,5	9,4	2,3	2,4	2,1	2,7	9,6	10,5	11,6
<i>Ohjelmistolisenssit</i>	1,5	0,4	0,4	0,2	0,4	1,4	0,3	0,4	0,2	0,5	1,5	0,0	0,0
<i>Ohjelmistojen ylläpitopalvelut</i>	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	2,8	0,0	0,0
<i>Ohjelmistojen vuokrat</i>	1,9	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	0,4	0,4	0,5	0,6	2,0	0,0	0,0
<i>Konsultointi</i>	3,1	1,0	0,8	0,6	0,9	3,3	0,9	0,8	0,7	0,9	3,3	0,0	0,0
Käyttökate	1,9	0,5	0,2	0,2	0,3	1,2	0,2	0,3	0,5	0,6	1,6	2,1	2,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1	0,1	0,3	0,4	0,9	1,3	1,4
Liikevoitto	1,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,7	1,3	1,4
<i>Konserni</i>	1,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,7	1,3	1,4
Nettorahoituskulut	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
Tulos ennen veroja	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,7	1,3	1,3
Verot	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3
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
Nettotulos	0,9	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	1,0	1,1
EPS (oikaistu)	0,07	0,02	0,00	0,00	0,00	0,03	0,01	0,00	0,02	0,03	0,06	0,08	0,09
EPS (raportoitu)	0,07	0,02	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,02	0,03	0,05	0,08	0,09

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16e	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	9,8 %	13,7 %	-2,7 %	-8,2 %	-6,1 %	-1,1 %	-7,7 %	-2,1 %	6,8 %	9,0 %	1,3 %	10,1 %	10,4 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	89,4 %	142,1 %	-90,7 %	-100,4 %	-81,3 %	-66,4 %	-62,7 %	108,3 %	-30131,0 %	446,4 %	141,8 %	43,8 %	6,7 %
<i>Käyttökate-%</i>	19,5 %	18,2 %	10,1 %	10,3 %	11,2 %	12,6 %	6,7 %	11,8 %	24,0 %	23,2 %	16,5 %	20,2 %	19,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	11,5 %	10,3 %	1,3 %	-0,1 %	3,1 %	3,9 %	4,1 %	2,8 %	14,1 %	15,5 %	9,3 %	12,2 %	11,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	9,3 %	9,0 %	1,4 %	1,2 %	2,2 %	3,6 %	-1,8 %	2,3 %	11,3 %	12,4 %	6,2 %	9,6 %	9,3 %

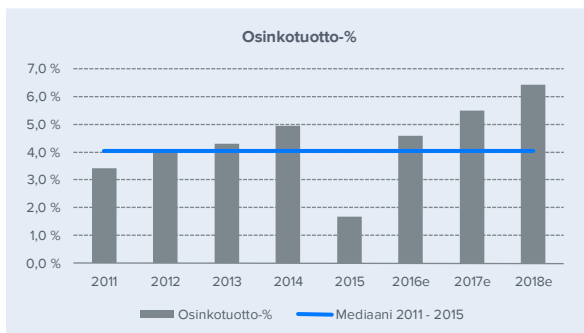
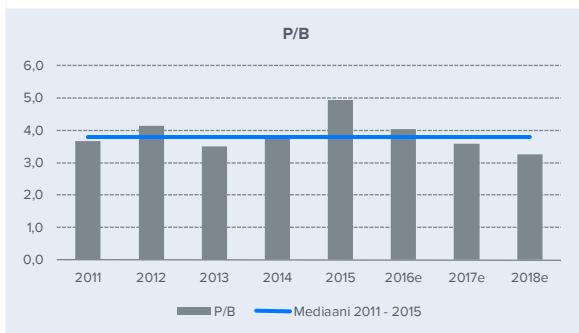
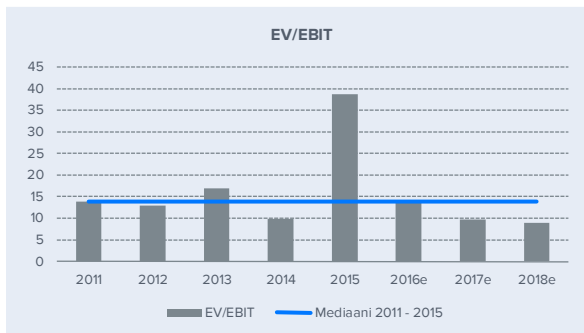
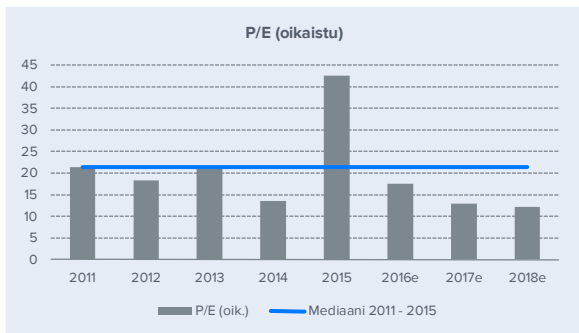
Lähde: Inderes



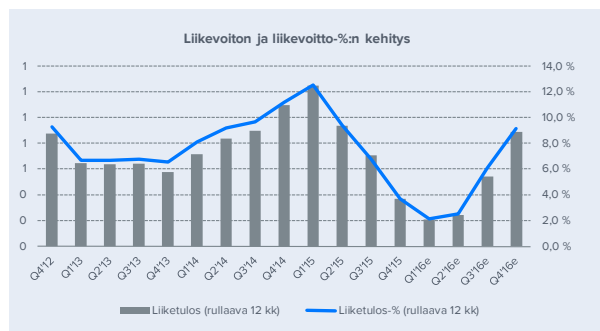
Arvostus

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	0,88	0,99	0,93	1,01	1,20	1,09	1,09	1,09
Markkina-arvo	11,0	12,3	11,2	12,1	14,4	13,1	13,1	13,1
Yritysarvo (EV)	10,5	11,2	9,7	10,8	14,3	12,6	12,4	12,3
P/E (oik.)	21,4	18,3	21,5	13,6	42,6	17,6	12,9	12,1
P/E	21,4	18,3	21,5	13,6	42,6	22,1	12,9	12,1
P/Kassavirta	-48,7	9,3	17,5	14,7	-24,0	19,9	16,4	15,7
P/B	3,7	4,1	3,5	3,8	4,9	4,0	3,6	3,3
P/S	1,5	1,3	1,3	1,3	1,5	1,4	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,1	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,9	7,2	7,6	5,8	12,0	7,3	5,8	5,3
EV/EBIT	13,9	12,8	16,8	9,8	38,8	14,1	9,7	9,0
Osinko/tulos (%)	72,9 %	74,0 %	92,5 %	67,3 %	70,9 %	101,3 %	71,0 %	77,8 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,0 %	4,3 %	5,0 %	1,7 %	4,6 %	5,5 %	6,4 %

Lähde: Inderes



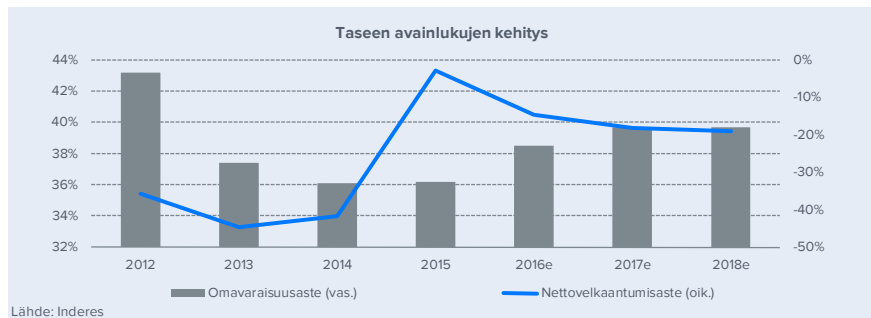
Tulostrendi (rullaava 12 kk)



Tase ja kassavirtalaskelma

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	2,5	2,7	2,9	2,9	3,1
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aineettomat oikeudet	1,8	1,8	2,0	2,0	2,2
Käyttöomaisuus	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,0	6,1	5,2	5,5	6,1
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,6	4,8	4,6	4,6	5,1
Likvidit varat	1,4	1,3	0,6	1,0	1,1
Taseen loppusumma	8,5	8,9	8,0	8,4	9,2

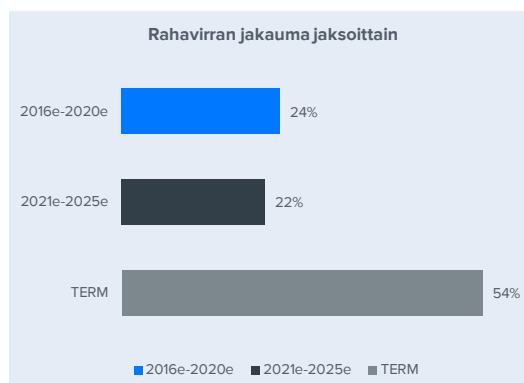
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	3,2	3,2	2,9	3,2	3,7
Osakepääoma	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kertyneet voittovarat	2,5	2,5	2,2	2,6	3,0
Omat osakkeet	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	5,3	5,6	5,1	5,0	5,5
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,5	0,4	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,3	5,6	4,6	4,7	5,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	8,5	8,9	8,0	8,4	9,2



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	0,4	0,7	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7	
+ Kokonaispoistot	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,4	1,5	1,9	2,0	2,2	2,4	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	
+ 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	-1,0	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	18,0
Diskontattu vapaa kassavirta	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	7,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	13,2	12,6	11,9	11,3	10,7	10,1	9,4	8,8	8,2	7,7	7,2	
Velaton arvo DCF	13,2											
- Korolliset velat		-0,5										
+ Rahavarat		0,6										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	13,3											
Oman pääoman arvo DCF per osake	1,11											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	8,7	9,5	9,4	9,6	10,5
EBITDA	1,3	1,9	1,2	1,6	2,1
EBITDA-marginaali (%)	14,8	19,5	12,6	16,5	20,2
EBIT	0,6	1,1	0,4	0,7	1,3
Voitto ennen veroja	0,6	1,1	0,3	0,7	1,3
Nettovoitto	0,5	0,9	0,3	0,6	1,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	8,5	8,9	8,0	8,4	9,2
Oma pääoma	3,2	3,2	2,9	3,2	3,6
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Korolliset velat	0,0	0,0	0,5	0,5	0,4

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	1,3	1,9	1,2	1,6	2,1
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	0,1	-0,8	0,1	0,0
Operatiivinen kassavirta	1,6	1,8	0,4	1,5	1,9
Vapaa kassavirta	0,6	0,8	-0,6	0,7	0,8

Yhtiökuvaus
QPR Software on erikoistunut yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden toiminnan kehittämiseen. Yhtiön missio on auttaa asiakkaita tulemaan ketteriksi ja tehokkaiksi toiminnassaan. QPR tarjoaa ohjelmistoja ja asiantuntijapalveluja kokonaisarkkitehtuurin kehittämisessä, prosessien mallintamisessa ja analysoinnissa sekä suorituskyvyn mittaamisessa. Yhtiöllä on yli 1500 asiakasta yli 50 maassa ja osake noteerataan NASDAQ OMX Helsingissä.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,04	0,07	0,03	0,05	0,08
EPS oikaistu	0,04	0,07	0,03	0,06	0,08
Operat. kassavirta per osake	0,13	0,15	0,03	0,12	0,16
Tasearvo per osake	0,27	0,27	0,24	0,27	0,30
Osinko per osake	0,04	0,05	0,02	0,05	0,06
Voitonjako, %	93	67	71	101	71
Osinkotuotto, %	4,3	5,0	1,7	4,6	5,5

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	21,5	13,6	42,6	22,1	12,9
P/B	3,5	3,8	4,9	4,0	3,6
P/Liikevaihto	1,3	1,3	1,5	1,4	1,2
P/CF	7,0	6,9	37,3	8,7	6,9
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,6	5,8	12,0	7,9	5,8
EV/EBIT	16,8	9,8	38,8	17,0	9,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Pelkonen Jouko Antero	13,8 %
Ulkomarkkinat Oy	13,3 %
Leskinen Vesa-Pekka	10,7 %
AC Invest Oy	10,0 %
Lamy Oy	4,5 %
Junkkonen Kari Juhani	4,1 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.5.2014	Lisää	1,05 €	0,94 €
1.8.2014	Lisää	1,10 €	1,00 €
30.10.2014	Lisää	1,12 €	1,00 €
9.2.2015	Osta	1,55 €	1,35 €
17.4.2015	Vähennä	1,65 €	1,73 €
23.4.2015	Vähennä	1,90 €	1,97 €
9.6.2015	Vähennä	1,50 €	1,45 €
30.7.2015	Vähennä	1,50 €	1,42 €
8.9.2015	Vähennä	1,40 €	1,34 €
23.10.2015	Vähennä	1,20 €	1,21 €
12.2.2015	Vähennä	1,05 €	1,09 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraun 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>