

## Kasvupanostuksista ei vielä tukea tulokseen

Toistamme QPR Softwaren vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintaa 1,20 euroon (aik. 1,40 EUR). Vaikka yhtiön liikevoitto osui ennusteeseemme, oli liikevaihdon kehitys huolestuttavan heikkoa ja lisäksi yhtiö alensi ohjeistusta. Tarjouskannan positiivisen kehityksen ja jälleenmyyntikanavan merkittävän laajentumisen perusteella olemme edelleen luottavaisia lähivuosien tuloskasvupotentiaalin suhteen, mutta osakkeen arvostustaso on lyhyellä tähtämellä yhä turhan haastava.

### Liikevaihdon kehitys jatkui heikkona myös Q3:lla

QPR:n Q3-liikevaihto laski 8,2 % ja alitti selvästi nollakasvua ennakoineen ennusteemme. Liikevaihdon lasku painottui lisäksi odottamaamme voimakkaammin marginaaliltaan parhaimpiin tuoteryhmiin. Ohjelmistolisenssien liikevaihto laski 20 % vertailukaudesta, kun eritoten linkeareltaan vanhimpien tuotteiden myyntikanavan liikevaihto laski voimakkaasti ja uusien jälleenmyyjien myötä vahvistunut tarjouskanta ei konkretisoitunut vielä kaupoiksi. Myös ohjelmistojen ylläpitopalveluiden ja ohjelmistovuokrien liikevaihdot laskivat selvästi (-10 % ja -9 %) negatiivisten valuuttakurssimuutosten ja muutaman merkittävän kokoisen sopimuksen päättymisen seurauksena. Konsultoinnin liikevaihto jäi sekin alkuvuoden vahvan kasvun jälkeen vertailukauden tasolle Suomen vaisun kysyntätilanteen myötä, joka heijastui erityisesti teknisen SAP-konsultoinnin liikevaihdon laskuna.

### Kannattavuus odotetun heikolla tasolla

Kannattavuuden osalta Q3-raportti oli odotuksiemme mukainen ja liikevoitto jäi nollatasolle. Q3:n bruttokate oli odotuksiamme heikommasta myyntimixistä johtuen noin 10 % ennusteemme alapuolella, mitä kompensoi kuitenkin odottamaamme selvästi alemmat kiinteät kustannukset. Yhtiön keväällä tekemät merkittävät panostukset ohjelmistojen tuotekehitykseen ja kansainvälisen myyntikanavan laajentamiseen eivät siis enää Q3:lla rasittaneet merkittävästi kulupuolta, joskin myös vaikutukset tuottoihin olivat vielä vähäiset.

### Pohja tuloskasvulle on hyvä, mutta hedelmiä joudutaan odottamaan vielä hetki

QPR ohjeistaa nyt 2015 liikevaihdon olevan vertailukauden tasolla (+/- 4 %) ja liikevoittomarginaaliksi noin 2-8 % liikevaihdesta. Olemme noin 30 %:n ennustelaskusta huolimatta hieman ohjeistushaarukan keskiarvon yläpuolella. Yhtiö oli kommentissaan luottavainen uusien tuotteiden ja palveluiden sekä kv-jakelukanavan myynnin kasvupotentiaalin suhteen ja arvioi sekä liikevaihdon että liiketuloksen palaavan kasvu-uralle vuonna 2016. QPR on saanut tänä vuonna jo 16 uutta jälleenmyyjää, mikä tarkoittaa arviomme mukaan noin 20 %:n kasvua yhtiön kansainväliseen jakeluverkkoon. Jo tämä pelkästään mahdollistaa arviomme mukaan noin 5-10 %:n liikevaihdon kasvun koko yhtiön tasolla, mutta lisäksi kasvua pitäisi tukea mm. Helsingin kaupungin kanssa tehty merkittävä ohjelmistovuokrasopimus.

### Arvostustaso ei houkuttele ennen kuin kasvu jälleen kiihtyy

Päivitytyillä ennusteillamme QPR:n vuoden 2015 P/E- kerroin on 29x, EV/EBIT-kerroin 24x ja osinkotuotto 4,1 %. Vastaavat vuoden 2016 kertoimet ovat 15x, 11x ja 5,0 %. Tulokertoimien valossa arvostus on edelleen haastava sekä absoluuttisesti että vertailuryhmään nähden.

Avainluvut											
	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2013	8,7	0,6	6,7 %	0,6	0,04	0,04	1,1	7,6	16,8	21,5	4,3 %
2014	9,5	1,1	11,5 %	1,1	0,07	0,05	1,1	5,8	9,8	13,6	5,0 %
2015e	9,6	0,5	5,7 %	0,6	0,04	0,05	1,4	9,6	24,3	29,4	4,1 %
2016e	10,8	1,2	11,0 %	1,2	0,08	0,06	1,2	6,3	11,1	15,4	5,0 %
2017e	12,1	1,5	12,8 %	1,5	0,10	0,07	1,1	5,0	8,3	11,8	5,8 %
Markkina-arvo, MEUR		14,5		OPO / osake 2015e, EUR			0,26	CAGR EPS, 2014-2017, %			11 %
Nettovelka 2015e, MEUR		-1,2		P/B 2015e			4,7	CAGR kasvu, 2014-2017, %			8 %
Yritysarvo (EV), MEUR		13,3		Nettovelkaisuusaste 2015e, %			-38,4 %	ROE 2015e, %			15,7 %
Taseen koko 2015e, MEUR		8,9		Omavaraisuusaste 2015e, %			34,5 %	ROCE 2015e, %			17,0 %

### Analytiikko

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



### Suositus

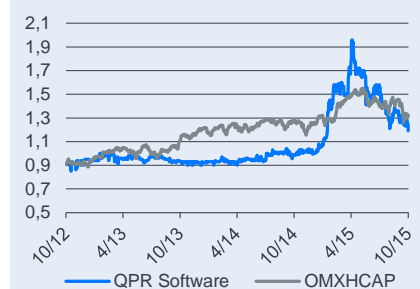
**Vähennä**



Edellinen: Vähennä

**Tavoitehintaa 1,20 EUR**

Edellinen: 1,40



Ellisen päätös **1,21 EUR**

12 kk vaihteluväli **0,985-1,96 EUR**

Potentiaali **-0,8 %**

### Ohjeistus

QPR arvioi vuoden 2015 liikevaihdon olevan vuoden 2014 tasolla (+/- 4 %) ja liikevoittomarginaalin 2-8 % liikevaihdesta.

Ohjeistusmuutos: **Laskenut**

## Toteuma vrt. Ennusteet

### Liikevaihto alitti selvästi odotuksemme

QPR:n Q3-liikevaihto laski 8,2 % ja alitti selvästi nollakasvua ennakoineen ennusteemme. Liikevaihdon lasku painottui lisäksi odotuksiamme voimakkaammin marginaaliltaan parhaimpiin tuoteryhmiin. Ohjelmistolisenssien liikevaihto laski 20 % vertailukaudesta, kun eritoten elinkaareltaan vanhimpien tuotteiden myyntikanavan liikevaihto laski voimakkaasti ja uusien jälleenmyyjien myötä vahvistunut tarjouskanta ei konkretisoitunut vielä kaupoiksi. Myös ohjelmistojen ylläpitopalveluiden ja ohjelmistovuokrien liikevaihdot laskivat selvästi (-10 % ja -9 %) negatiivisten valuuttakurssimuutosten ja muutaman merkittävän kokoisen sopimuksen päättymisen seurauksena. Konsultoinnin liikevaihto jäi sekin alkuvuoden vahvan kasvun jälkeen vertailukauden tasolle Suomen vaisun kysyntätilanteen myötä, joka heijastui erityisesti teknisen SAP-konsultoinnin liikevaihdon laskuna.

### Liikevoitto odotetusti nollassa

Kannattavuuden osalta Q3-raportti oli odotuksiemme mukainen ja liikevoitto jäi nollassa. Q3:n bruttokate oli odotuksiamme heikommasta myyntimixistä johtuen noin 10 % ennusteemme alapuolella, mitä kompensoi kuitenkin odottamaamme selvästi alemmat kiinteät kustannukset. Yhtiön keväällä tekemät merkittävät panostukset ohjelmistojen tuotekehitykseen ja kansainvälisen myyntikanavan laajentamiseen eivät siis Q3:lla rasittaneet merkittävästi kulupuolta, joskin myös vaikutukset tuottoihin olivat vielä vähäiset.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'14	Q3'15	Q3'15e	Q3'15e	Konsensus		Erutus (%)	2015e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	2,2	2,0	2,2				-9 %	9,60
Käyttökate	0,4	0,20	0,21				-3 %	1,38
Liikevoitto	0,2	0,0	0,0				0 %	0,55
Tulos ennen veroja	0,2	0,0	0,0				0 %	0,56
EPS (oikaistu)	0,01	0,00	0,00				0 %	0,04
Liikevaihdon kasvu-%	10,5 %	-8,2 %	0,7 %				-9 %-yks.	0,6 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	10,5 %	0,0 %	-0,2 %				0,2 %-yks.	5,7 %

## Ennustemuutokset

### Tuloskasvu jatkuu vuonna 2016, mutta teimme ennusteisiin selvän tasokorjauksen alaspäin

QPR ohjeistaa nyt 2015 liikevaihdon olevan vertailukauden tasolla (+/- 4 %) ja liikevoittomarginaaliksi noin 2-8 % liikevaihdosta. Haarukan keskikohdasta arvioituna Q4'15 liikevoitoksi muodostuisi siten noin 0,13 MEUR. Olemme noin 30 %:n ennustelaskusta huolimatta hieman ohjeistushaarukan yläpuolella ja ennustamme Q4'15 liikevoitoksi 0,26 MEUR (aik. 0,52 MEUR).

Yhtiö oli kommentissaan luottavainen uusien tuotteiden ja palveluiden sekä kv-jakelukanavan myynnin kasvupotentiaalin

suhteen ja arvioi sekä liikevaihdon että liiketuloksen palaavan kasvu-uralle vuonna 2016. QPR on saanut tänä vuonna jo 16 uutta jälleenmyyjää, mikä tarkoittaa arviomme mukaan noin 20 %:n kasvua yhtiön kansainväliseen jakeluverkostoon. Jo tämä pelkästään mahdollistaa arviomme mukaan noin 5-10 %:n liikevaihdon kasvun koko yhtiön tasolla, mutta lisäksi kasvua pitäisi tukea Helsingin kaupungin kanssa tehty merkittävä ohjelmistovuokrasopimus.

Ennustamme nyt QPR:n vuoden 2016 liikevoitoksi 1,2 MEUR (aik. 1,5 MEUR) ja vuoden 2017 liikevoitoksi 1,5 MEUR (aik. 2,0 MEUR).

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2015e	2015e	Muutos	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos
	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	10,12	9,60	-5 %	11,56	10,75	-7 %	13,28	12,08	-9 %
Käyttökate	1,658	1,380	-17 %	2,38	2,07	-13 %	3,00	2,54	-16 %
Liikevoitto	0,81	0,55	-32 %	1,53	1,18	-23 %	2,03	1,54	-24 %
Tulos ennen veroja	0,81	0,56	-31 %	1,53	1,17	-23 %	2,03	1,54	-24 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,057	0,041	-28 %	0,10	0,08	-23 %	0,14	0,10	-24 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,06	0,06	0 %	0,07	0,07	0 %

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet

### Arvostuskertoimet ovat yhä haastavat

Päivitettyillä ennusteillamme QPR:n vuoden 2015 P/E- kerroin on 29x, EV/EBIT-kerroin 24x ja osinkotuotto 4,1 %. Vastaavat vuoden 2016 kertoimet ovat 15x, 11x ja 5,0 %.

Pidämme arvostustasoa korkeasta tuloskasvupotentiaalista huolimatta edelleen melko haastavana, sillä tuloskasvun kiihtymistä joudutaan todennäköisesti odottamaan vielä jonkun aikaa ja varsinkin Suomen markkinatilanteeseen liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta.

Myös vertailuryhmään nähden arvostus on haastava. Yhtiö on sekä EV/EBIT-kertoimilla että P/E-kertoimilla katsottuna keskimäärin verrokkejaan kalliimpi. QPR:lle ennustamamme osinkotuotto on selvästi vertailuryhmän keskiarvoa korkeampi, mutta osingon toteutuminen riippuu paljon tuloskehityksestä.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	EUR	MEUR	MEUR	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
Acando	13,9	155						11,1	9,0	7,2	7,2
Affecto	2,8	63	66	6,3	5,3	0,6	0,6	7,6	6,6	6,1	7,1
Axway Software	22,9	473	442	10,5	8,9	1,5	1,4	15,0	12,6	1,9	2,1
Digia	5,7	119	130	16,7	12,5	1,2	1,2	21,1	16,0	1,8	1,9
Enea	80,0	140	129	11,4	10,6	2,5	2,3	15,5	14,4	4,9	5,3
HIQ	49,9	285	273	13,7	12,2	1,7	1,6	18,5	16,5	5,5	5,9
Innofactor	0,78	26	35	11,4	8,4	0,8	0,7	10,9	9,1		
Know IT	53,0	104	129	9,1	6,3	0,5	0,5	10,5	6,8	6,6	7,5
Microfocus	1231,0	3693	4945	13,2	12,6	4,5	4,5	13,7	12,8	0,0	0,0
Microstrategy	194,1	1975	1591	14,7	13,1	3,3	3,0	23,9	20,5		
Open text Corp.	61,5	5140	5927	13,7	12,8	3,5	3,4	13,4	12,7	1,5	1,5
Software AG	25,5	2015	2010	9,6	9,1	2,3	2,3	12,9	12,5	2,1	2,2
Solteq	1,80	32	33	10,5	4,9	0,6	0,5	16,4	7,5	1,1	1,7
Tieto	23,5	1735	1750	12,5	11,1	1,2	1,2	15,1	14,2	5,5	5,7
<b>QPR Software (Inderes)</b>	<b>1,21</b>	<b>14,5</b>	<b>13,3</b>	<b>24,3</b>	<b>11,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>29,4</b>	<b>15,4</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>11,8</b>	<b>9,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>14,7</b>	<b>12,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,4</b>	<b>10,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>14,4</b>	<b>12,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>112 %</b>	<b>5 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>105 %</b>	<b>22 %</b>	<b>19 %</b>	<b>32 %</b>

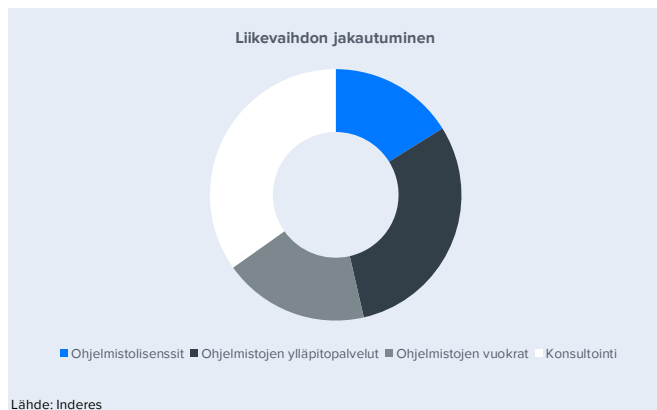
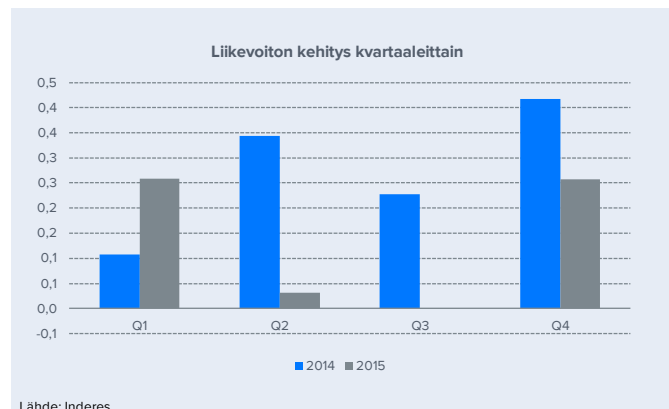
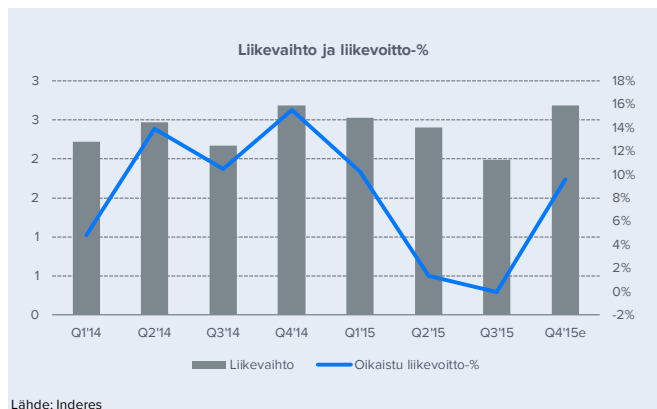
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
<b>Liikevaihto</b>	<b>8,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>9,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>
<i>Ohjelmistolisenssit</i>	1,0	0,3	0,4	0,3	0,5	1,5	0,4	0,4	0,2	0,6	1,6	2,0	0,0
<i>Ohjelmistojen ylläpitopalvelut</i>	3,0	0,8	0,8	0,8	0,8	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	2,9	2,9	0,0
<i>Ohjelmistojen vuokrat</i>	1,7	0,4	0,5	0,5	0,5	1,9	0,4	0,4	0,4	0,5	1,8	2,3	0,0
<i>Konsultointi</i>	3,0	0,7	0,8	0,6	0,9	3,1	1,0	0,8	0,6	0,9	3,3	3,6	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>
<i>Konserni</i>	0,6	0,1	0,3	0,2	0,4	1,1	0,3	0,0	0,0	0,3	0,5	1,2	1,5
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
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>
Verot	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-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
<b>Nettotulos</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,07</b>	<b>0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>

Tunnusluvut	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-6,8 %	6,7 %	5,7 %	10,5 %	16,2 %	9,8 %	13,7 %	-2,7 %	-8,2 %	-0,1 %	0,6 %	12,0 %	12,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-33,9 %	-445,2 %	55,0 %	33,5 %	92,2 %	89,4 %	142,1 %	-90,7 %	-100,4 %	-38,2 %	-50,0 %	115,4 %	30,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,8 %	13,7 %	20,1 %	20,4 %	22,9 %	19,5 %	18,2 %	10,1 %	10,3 %	17,6 %	14,4 %	19,3 %	21,0 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,7 %	4,8 %	13,9 %	10,5 %	15,5 %	11,5 %	10,3 %	1,3 %	-0,1 %	9,6 %	5,7 %	11,0 %	12,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	6,0 %	4,2 %	11,7 %	7,7 %	12,7 %	9,3 %	9,0 %	1,4 %	1,2 %	7,8 %	5,1 %	8,7 %	10,2 %

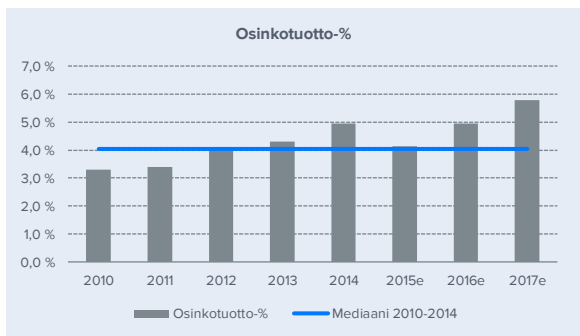
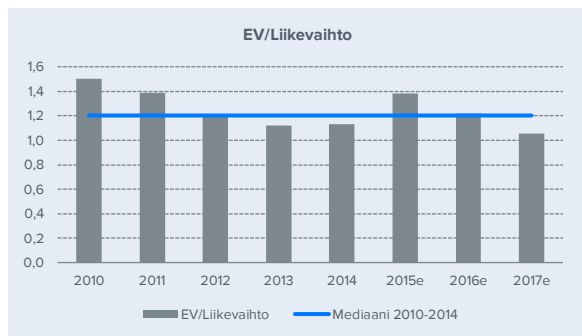
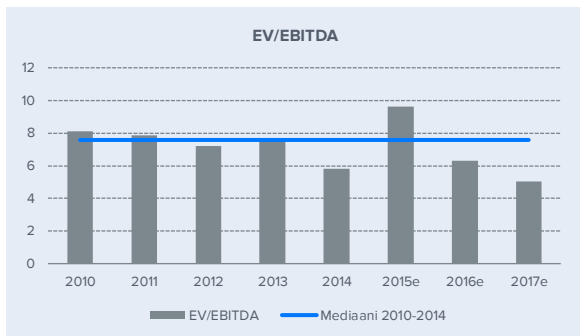
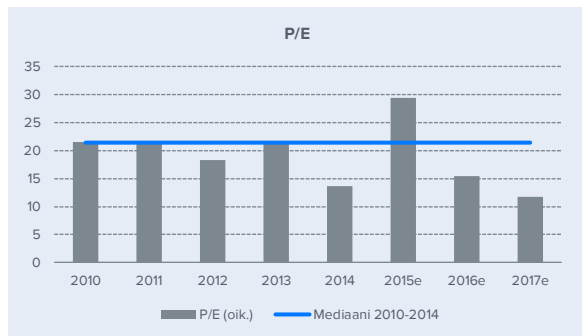
Lähde: Inderes



## Arvostus

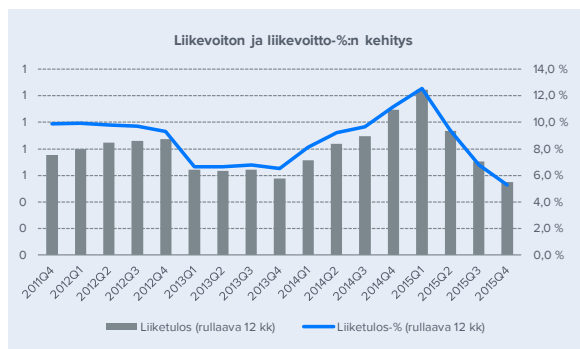
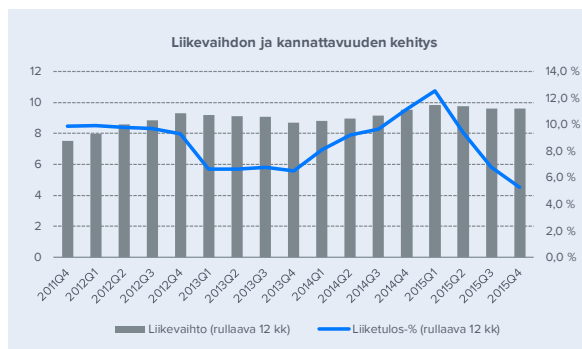
Arvostustaso	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	0,91	0,88	0,99	0,93	1,01	1,21	1,21	1,21
Markkina-arvo	11,3	11,0	12,3	11,2	12,1	14,5	14,5	14,5
Yritysarvo (EV)	10,4	10,5	11,2	9,7	10,8	13,3	13,1	12,8
P/E (oik.)	21,5	21,4	18,3	21,5	13,6	29,4	15,4	11,8
P/Kassavirta	20,1	-48,7	9,3	17,5	14,7	32,6	18,1	13,8
P/B	4,2	3,7	4,1	3,5	3,8	4,7	4,2	3,7
P/S	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,2	1,1	1,1	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	8,1	7,9	7,2	7,6	5,8	9,6	6,3	5,0
EV/EBIT	13,8	13,9	12,8	16,8	9,8	24,3	11,1	8,3
Osinko/tulos (%)	71 %	73 %	74 %	93 %	67 %	122 %	77 %	68 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,4 %	4,0 %	4,3 %	5,0 %	4,1 %	5,0 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

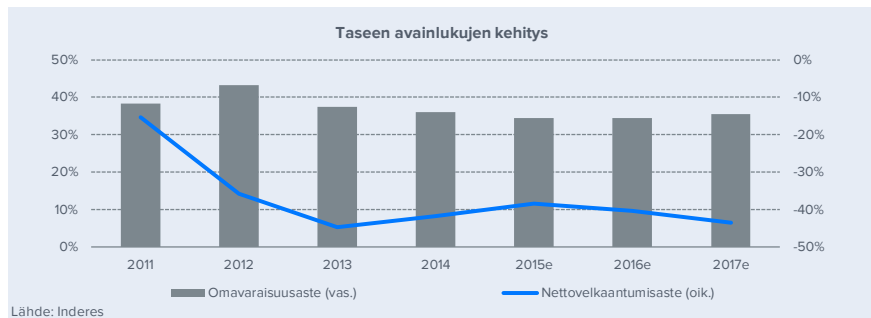


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aineettomat oikeudet	1,6	1,8	1,8	1,8	2,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	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	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,9</b>
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	3,1	4,6	4,8	4,8	5,4
Likvidit varat	1,4	1,4	1,3	1,3	1,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,9</b>

Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
<b>Oma pääoma</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>
Osakepääoma	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kertyneet voittovarot	2,0	2,5	2,5	2,4	2,7
Omat osakkeet	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,5	5,3	5,6	5,7	6,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,9</b>

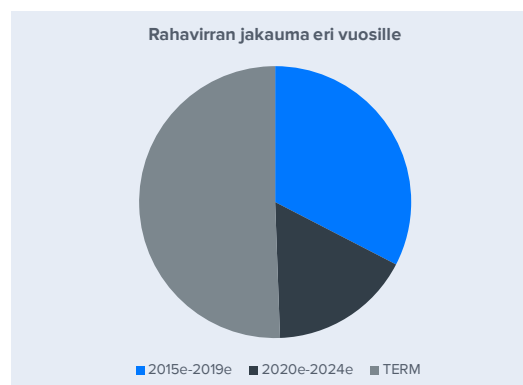


### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	
+ Kokonaispoistot	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7	1,7	1,8	
- Maksetut verot	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,9	-0,9	-1,1	-1,3	-1,4	-1,7	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-1,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,8	0,4	0,8	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	21,7
Diskontattu vapaa kassavirta	0,4	0,7	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	9,3
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>17,2</b>	<b>16,8</b>	<b>16,0</b>	<b>15,2</b>	<b>14,2</b>	<b>13,2</b>	<b>12,4</b>	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,3</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>17,2</b>											
- Korolliset velat	0,0											
+ Rahavarat	1,3											
- Vähemmistöosuus	0,0											
- Osinko/pääomapalautus	-0,6											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>18,0</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>1,50</b>											

### 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	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	9,3	8,7	9,5	9,6	10,8
EBITDA	1,6	1,3	1,9	1,4	2,1
EBITDA-marginaali (%)	16,7	14,8	19,5	14,4	19,3
EBIT	0,9	0,6	1,1	0,5	1,2
Voitto ennen veroja	0,8	0,6	1,1	0,6	1,2
Nettovoitto	0,7	0,5	0,9	0,5	0,9
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	6,9	8,5	8,9	8,9	9,9
Oma pääoma	3,0	3,2	3,2	3,1	3,4
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Korolliset velat	0,3	0,0	0,0	0,2	0,1

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	1,6	1,3	1,9	1,4	2,1
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	0,4	0,1	0,0	0,1
Operatiivinen kassavirta	1,9	1,6	1,8	1,3	1,9
Vapaa kassavirta	1,3	0,6	0,8	0,4	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	2012	2013	2014	2015e	2016e
EPS	0,05	0,04	0,07	0,04	0,08
EPS oikaistu	0,05	0,04	0,07	0,04	0,08
Operat. kassavirta per osake	0,15	0,13	0,15	0,11	0,16
Tasearvo per osake	0,24	0,27	0,27	0,26	0,29
Osinko per osake	0,04	0,04	0,05	0,05	0,06
Voitonjako, %	74	93	67	122	77
Osinkotuotto, %	4,0	4,3	5,0	4,1	5,0

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/E	18,3	21,5	13,6	29,4	15,4
P/B	4,1	3,5	3,8	4,7	4,2
P/Liikevaihto	1,3	1,3	1,3	1,5	1,3
P/CF	6,6	7,0	6,9	11,0	7,5
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	1,1	1,4	1,2
EV/EBITDA	7,2	7,6	5,8	9,6	6,3
EV/EBIT	12,8	16,8	9,8	24,3	11,1

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

## 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 €

## 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 nousuvaraan 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/>