

QPR Software

Seurannan aloitus

Inderes on tuottanut tämän raportin sijoittajien informatiiviseen käyttöön. Raportilla esitetyt tiedot perustuvat markkinoilla yleisesti käytettävissä oleviin tietoihin sekä yhtiön johdon kanssa käytyihin syventäviin haastatteluihin.

Inderes Osaketutkimus & Yritystutkimus

Inderes on vuonna 2009 perustettu analyysiyhtiö, joka tarjoaa yrityksille ja rahoittajille työkalut taloudellisesti kannattavien päätösten tekoon. Yhtiö on kokonaan työntekijöidensä omistama.

Inderes Osaketutkimus on palkittu suomalainen pankkiiritoiminnasta riippumaton analytikkotiimi, joka tarjoaa syvällistä fundamenttianalyysiin pohjautuvaa tutkimusta Helsingin pörssissä (OMXH) listatuista yhtiöistä pääomamarkkinoiden tarpeisiin. Markkinoiden informaatiotarpeita palvelevan osaketutkimuksemme tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka niin sijoittajille kuin yhtiöille.

Inderes Yritystutkimus palvelee kaikenkokoisia yrityksiä arvonmäärityksen, riskianalysien, rahoituksen suunnittelun ja yritystutkimuksen alueilla. Tutkimukset hyödyntävät jatkuvasti pörssiyrityksiä ja taloutta seuraavan analytikkotiimimme asiantuntemusta yrityksen arvonmäärityksessä sekä eri liiketoimintamallien ja toimialojen ymmärtämisessä.

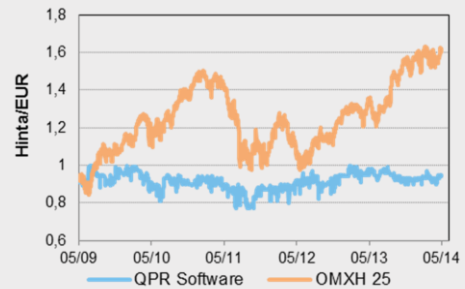
QPR Software

19.5.2014

Seurannan aloitus

- QPR Software Oyj (QPR) on vuonna 1991 perustettu yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden toiminnan kehittämiseen suunnattujen ohjelmistojen, ratkaisujen ja konsultointipalveluiden tarjoaja. Yhtiön toiminta-ajatuksena on auttaa asiakkaita tulemaan ketteriksi ja tehokkaiksi liiketoiminnassaan.
- Yhtiön hyvin skaalautuva liiketoimintamalli koostuu yhdistelmästä oman tuotekehitystyön tuloksena syntyneitä standardoituja ohjelmistotuotteita, niihin pohjautuvia konsultointipalveluja sekä räätälöityjä asiantuntijapalveluita. Liiketoimintaan tuo jatkuvuutta ja ennustettavuutta ohjelmistojen ylläpitopalvelut ja ohjelmistovuokrasopimukset, joiden osuus liikevaihdosta on yli 50 %.
- Yhtiön vahva tase ja vakaa rahavirta mahdollistavat hyvän osinkovirran ja lähivuosien osinkotuotot ovat ennusteissamme 5 %:n tasolla. Huomioiden QPR:n korkea orgaaninen kasvupotentiaali ja jatkuvien tuottojen tarjoama näkyvyys, mielestämme osake on riski- tuottosuhteeltaan kohtuullisen houkuttelevasti hinnoiteltu. Sijoittajan on kuitenkin syytä tiedostaa yhtiön osakkeen heikko likviditeetti ja kasvuun vielä liittyvät epävarmuudet.

Suositus: Lisää



Kohdeyhtiö: QPR Software Oyj

Tavoitehintaa: 1,05 EUR
 Osakekurssi: 0,94 EUR
 Markkina-arvo: 11,7 MEUR
 Kaupankäyntitunnus: QPR1V

www.qpr.fi

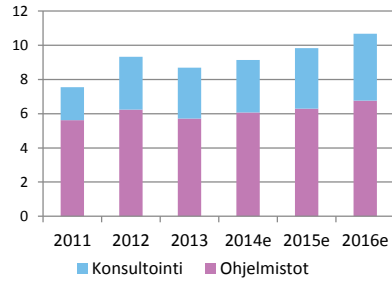
Analyttikot

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

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja MEUR	Tulos/osake EUR	P/E (x)	EV/LV (x)	P/Kassavirta (x)	EV/EBIT (x)	Osinko/osake EUR
2012	9,3	0,9	9.4%	0,8	0.05	18.3	1.2	6.6	12.8	0.04
2013	8,7	0,6	6.7%	0,6	0.04	21.5	1.1	6.9	17.1	0.04
2014e	9,2	0,9	9.4%	0,9	0.07	14.3	1.1	7.0	11.3	0.05
2015e	9,8	1,0	10.0%	1,0	0.07	14.2	1.0	6.9	9.7	0.05
2016e	10,7	1,1	10.5%	1,1	0.08	12.4	0.9	6.3	8.2	0.05
Markkina-arvo, MEUR			11,7	Oma pääoma / osake 2014E, EUR	0.27	CAGR EPS 2013-16, %	20.5			
Nettovelka 2014E, MEUR			-1,5	Price/book 2014E	3.5	CAGR Liikevaihto 2013-16, %	7.1			
Yritysarvo, MEUR			10,2	Osinkotuotto 2014E, %	5.3	ROE 2014E, %	26.1			

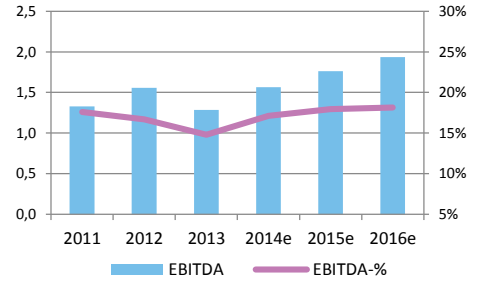
Suorituskyky & Potentiaali

Liikevaihto 2012-2016e



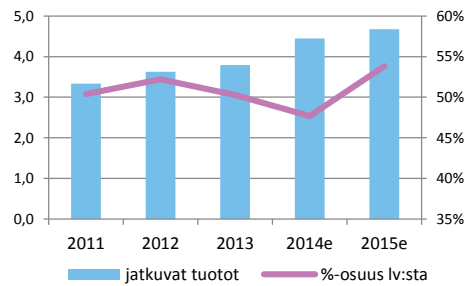
Lähde: Inderes

EBITDA ja EBITDA-%



Lähde: Inderes

Jatkuvien tuottojen kehitys ja osuus liikevaihdosta 2009-2013



Lähde: Inderes

Kurssipotentiali eri kasvu- ja EBIT-% -tasoilla (EPS FY'16, kurssi 0,96 € ja P/E 14x)

		keskimääräinen lv:n kasvu-% 2014-2016				
		0 %	5 %	8 %	15 %	20 %
Liikevoittomarginaali-%	7 %	-41 %	-31 %	-25 %	-10 %	2 %
	8 %	-32 %	-22 %	-15 %	3 %	17 %
	9 %	-24 %	-12 %	-4 %	16 %	31 %
	10 %	-15 %	-2 %	7 %	29 %	46 %
	11 %	-7 %	8 %	17 %	41 %	61 %
	12 %	1 %	17 %	28 %	54 %	75 %
	13 %	10 %	27 %	38 %	67 %	90 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

1. Yhteenveto	5
2. Yhtiökuvaus	7
3. Toimiala	9
3.1 Kilpailukenttä	11
3.2 Toimialan konsolidoituminen	13
4. Strategia, tuotteet ja kilpailutekijät	15
4.1 Strategia	15
4.2 Kilpailuedut ja -haitat	18
5. Taloudellinen tilanne	19
Liiketoimintamalli	19
Historiallinen kehitys	21
6. Ennusteet	24
7. Riskit	28
8. Arvonmääritys	29
Arvostuskertoimet	29
Tulospohjaisten kerrointen herkkyyshanalyysi	30
Vertailuryhmä	31
DCF-analyysi	32
Taulukot	33
Vastuuvapauslauseke	34

1. Yhteenveto

Aloitamme QPR Softwaren osakkeen seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 1,05 euroa.

Näemme yhtiössä merkittävää kasvupotentiaalia ja mahdollisuuden hyvään osinkovirtaan.

Strategia tähtää organisaatioiden toiminnan kehitystä yhä vahvemmin ohjaavien ketteryys- ja tehokkuusajattelun luoman kasvupotentiaalin hyödyntämiseen.

QPR:n kilpailuetu perustuu syvälliseen metodologiseen osaamiseen ja vahvaan käytännön kokemukseen organisaatioiden toiminnan ja prosessien kehityksessä.

Yhtiön ohjelmisto- ja konsultointiliiketoiminta tukevat toisiaan.

Yhtiö tavoittelee lähivuosina keskimäärin 15 %:n vuotuista kasvua.

Jakelukanavien onnistunut laajentaminen on keskeistä kasvutavoitteen saavuttamiseksi.

Aloitamme QPR Softwaren seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 1,05 euroa. QPR:n osake tarjoaa näkemyksemme mukaan mielenkiintoisen sijoitusmahdollisuuden pieneen erikoistuneeseen ohjelmistoyhtiöön, joka on hyvin asemoitunut nopeasti kasvavalla organisaatioiden toiminnan kehitykseen suunnattujen ohjelmistojen ja palveluiden markkinalla. Yhtiössä korostuu sijoituskohteena 1) vielä ohjelmistomyyntin rakennemuutoksen alle toistaiseksi peittyneenä merkittävä kasvupotentiaali, 2) vahvan kassavirran mahdollistama hyvä osinkovirta sekä 3) liiketoimintaan vakautta luova iso jatkuvien tuottojen osuus. Pidämme yhtiötä pitkällä aikavälillä myös potentiaalisena yritysostokohteena erityisesti isoille ohjelmistotaloille.

QPR:n strategian keskiössä on hyödyntää yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden kasvavaa tarvetta toiminnan kehityksen kokonaisvaltaiseen hallintaan, joustavuuden lisäämiseen ja muutosnopeuden kasvattamiseen. Yhtiö strateginen tahtotila on olla vuonna 2015 kansainvälisesti alan nopeimmin kasvava toimija ja suurin Suomessa. Strategiaa toteutetaan ensisijassa yhtiön omakehittämisen ohjelmistotarjoaman myyntiä ja jakelua laajentamalla, Suomeen keskittyvän konsultointiliiketoiminnan kasvattamisella sekä tarjoamalla monistettavia ratkaisupalveluja jälleenmyyjäpartnereille ohjelmistomyyntin tueksi.

QPR:n keskeinen kilpailuetu syntyy näkemyksemme mukaan syvällisestä menetelmätason osaamisesta ja vahvasta käytännön kokemuksesta organisaatioiden kokonaisarkkitehtuurilähtöisen toiminnan kehityksen sekä liiketoimintaprosessien analysoinnin alueella. Tällä alueella konsultointipalveluiden kilpailu on vähäisempää, koska erikoistuneita ja osaavia palveluntarjoajia on rajallisesti. Konsulttipalveluiden kautta yhtiö pääsee toimittamaan kokonaisvaltaisempia ja pitkäkestoisempia projekteja yksittäisten järjestelmähankkeiden sijaan. Mitä laajempia ja vaativampia projektit ovat, sen parempi on liikevaihto ja katetaso.

Yhtiön liiketoiminnan pääosassa on kokonaisarkkitehtuurin kehittäminen, prosessien mallintaminen ja analysointi sekä suorituskyvyn mittaamisessa käytettävien ohjelmistojen kehitys ja myynti. Ohjelmistojen osuus liikevaihdosta on noin kaksi kolmasosaa. Yhtiöllä on tämän ohella myös laajentuva kokonaisvaltaiseen toiminnan kehittämiseen ja prosessianalyysiin keskittynyt konsultointiliiketoiminta, jonka osuus liikevaihdosta on noin kolmasosa. Omat konsultointi- ja ratkaisupalvelut kasvattavat yhtiön ohjelmistojen myyntiä ja tukevat tuotekehitystä, mikä parantaa liiketoiminnan skaalautuvuutta.

QPR:n strategian mukaisena tavoitteena on kasvaa vuosina 2014-2016 orgaanisesti keskimäärin 15 % vuodessa. Kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää uusien ohjelmistotuotteiden myynnin vahvaa kasvua ja kotimaisen konsultointiliiketoiminnan laajentamista. Ohjelmistomyyntin kasvun kannalta keskeistä on yhtiön onnistuminen nykyisen jälleenmyyntiverkoston laajentamisessa ja uudistamisessa. QPR:n mukaan merkittävä osa yhtiön nykyisistä jakelukumppaneista ei sovellu sellaisenaan jakelijaksi uuden

sukupolven ohjelmistotuotteille, joten jakelutie joudutaan rakentamaan osin uudestaan. QPR:n menestykseen sijoituskohteena tulee näkemyksemme mukaan vaikuttamaan ratkaisevasti se, miten yhtiö onnistuu jälleenmyyntikanavan laajentamisessa.

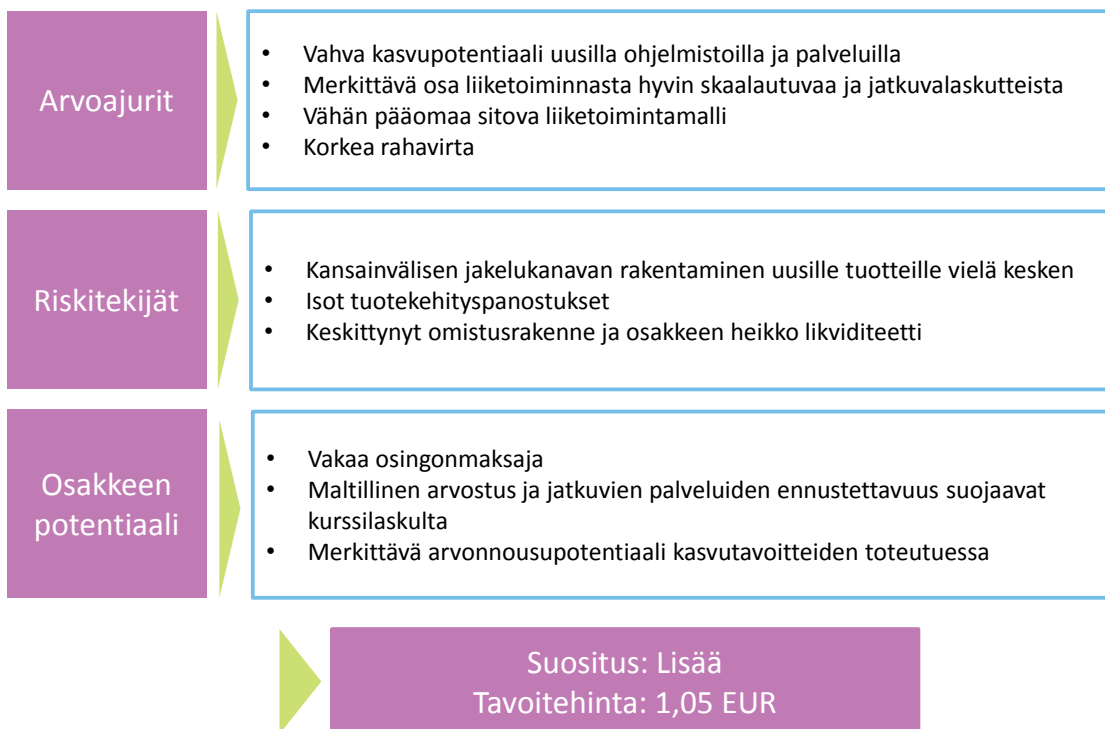
QPR:n kannattavuus ja kasvu ovat olleet historiallisesti hyvällä tasolla.

Odotamme yhtiön yltävän selvään tulokasvuun lähivuosina.

Osake on mielestämme riski-tuottosuhteella mitattuna kohtuullisen houkuttelevan hintainen verrokkeihin ja kasvunäkymiin nähden.

QPR on pysynyt hyvin kannattavana ja kasvanut lähes joka vuosi vuodesta 2003 lähtien. Viime vuosi oli kuitenkin yhtiölle kasvun suhteen haasteellinen, kun ohjelmistolisenssien ja teknisen konsultoinnin myynti laski voimakkaasti vertailukaudesta. Yhtiö ohjeistaa liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan vuonna 2014 vuoteen 2013 verrattuna. Pidämme yhtiön ohjeistuksen toteutumista todennäköisenä ja arvioimme liikevaihdon yltävän kuluvana vuonna 9,2 miljoonaan euroon (2013: 8,7 MEUR) ja liikevoiton 0,9 miljoonaan euroon (2013: 0,6 MEUR). Liikevaihdon ja liikevoiton kasvuennusteemme perustuu uusien ohjelmistotuotteiden vahvan kasvun jatkumiseen ja konsultointipalveluiden palaamiseen kasvu-uralle. Yhtiö liikevaihto kasvoi Q1:lla 7 % viime vuodesta ja liikevoittomarginaali parani 6,3 %-yksikköä 4,9 %:iin (Q1'2013: -1,5 %). Arvioimme QPR:n liikevaihdon kasvavan vuosina 2015-2016 7,5-8,4 % ja liikevoittomarginaalin yltävän noin 10 %:n tasolle.

QPR:n osakkeen arvonmuodostuksen perustana on yhtiön jatkuvien palveluiden tuottama vakaa ja ennustettava rahavirta sekä sen päälle rakentuva uusiin tuotteisiin ja palveluihin nojaava vahva tulokasvupotentiaali. Ennusteissamme QPR:n EV/EBITDA-kerroin on kuluvalle vuodelle 6,2x ja vuodelle 2015 5,4x. Lähivuosien osinkotuotot ovat ennusteissamme 5 %:n tasolla. Huomioiden QPR:n korkea orgaaninen kasvupotentiaali ja jatkuvien tuottojen tarjoama näkyvyys, mielestämme osake on riski- tuottosuhteeltaan kohtuullisen houkuttelevasti hinnoiteltu. Sijoittajan on kuitenkin syytä tiedostaa yhtiön osakkeen heikko likviditeetti ja kasvuun vielä liittyvät epävarmuudet.



2. Yhtiökuvaus

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

QPR Software Oyj (QPR) on vuonna 1991 perustettu yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden toiminnan kehittämiseen suunnattujen ohjelmistojen, ratkaisujen ja konsultointipalveluiden tarjoaja. Yhtiön toiminta-ajatuksena on auttaa asiakkaita tulemaan ketteriksi ja tehokkaiksi liiketoiminnassaan. QPR:n tarjoama koostuu valmisohjelmistoista, niiden käyttöä ja käyttöönottoa tukevista ratkaisuista sekä konsultoinnista. Yhtiö tarjoaa tällä hetkellä kokonaisvaltaisia konsultointipalveluita vain Suomessa. Ohjelmistotoimituksia tehdään jakelijayhteistyökumppaneiden kautta yli 150 maassa. QPR:n ohjelmistoja on käytössä maailmanlaajuisesti yli 1500 organisaatiolla. Yhtiön palveluksessa oli vuoden 2013 lopussa 79 henkilöä.

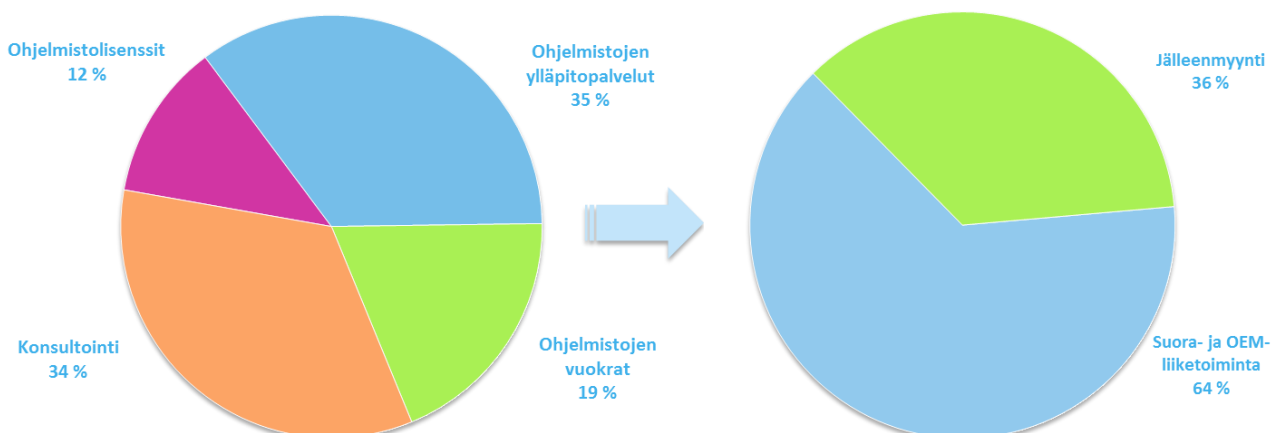
Yhtiön liikevaihto on kasvanut kolmanneksen vuosina 2009-2013 uusien ohjelmisto ja konsultointiliiketoimintojen kautta.

QPR:n vuoden 2013 liikevaihto oli 8,7 miljoonaa euroa, jossa oli laskua vuoteen 2012 verrattuna 7 %. Vuosina 2009-2013 yhtiön liikevaihto on kasvanut kolmanneksen ja liikevoitto on ollut keskimäärin noin 10 % liikevaihdosta. Noin 60 % yhtiön liikevaihdosta tulee Suomesta. Yhtiö on tehnyt viime vuosina merkittäviä investointeja uusiin ohjelmistotuotteisiin, jotka lanseerattiin vuosina 2010-2011. Lisäksi yhtiö on laajentanut merkittävästi ohjelmistotuotteisiin liittyvää konsultointiliiketoimintaa Suomessa. Uudet liiketoiminnot ja tuotteet edustivat noin 50 % QPR:n liikevaihdosta vuoden 2013 lopussa.

Noin 2/3-osaa QPR:n liikevaihdosta tulee oman myyntikanavan kautta ja noin 1/3 jälleenmyyntikanavasta. Jatkuvien tuottojen osuus oli yli 50 % liikevaihdosta vuonna 2013.

Liikevaihdosta vajaan kaksi kolmasosaa tulee suora- ja OEM-liiketoiminnasta ja runsas kolmasosa jälleenmyyntikanavan kautta. Tuotealueittain jaettuna ohjelmistojen ylläpitopalvelut vastasivat vuonna 2013 liikevaihdosta 35 %, konsultointi 34 %, ohjelmistojen vuokrat 19 % ja ohjelmistolisenssit 12 %. Jatkuvien tuottojen (ohjelmistojen ylläpitopalvelut ja ohjelmistojen vuokrat) osuus kokonaisliikevaihdosta oli 54 % vuonna 2013.

Liiketoiminnan jakautuminen tuoteryhmittäin ja segmentteihin vuonna 2013



Lähde: Inderes, QPR Software

**Yhtiöllä on neljä
pääohjelmistotuotetta.**

Yhtiön pääohjelmistotuotteita ovat 1) kokonaisarkkitehtuurin hallintaan ja toiminnan kehittämiseen suunnattu QPR EnterpriseArchitect, 2) prosessien kuvaamiseen, analysointiin, viestimiseen ja kehittämiseen suunnattu QPR ProcessDesigner, 3) organisaation suorituskyvyn mittaamiseen suunnattu QPR Metrics ja 4) datalähtöiseen prosessien kuvaamiseen, analysointiin ja mittaamiseen suunnattu QPR ProcessAnalyzer. Yllä mainitut neljä ohjelmistoa on myös saatavilla yhtenä ohjelmistokokonaisuutena QPR Suite -nimellä.

**Konsultointipalvelut keskittyvät
erityisesti yhtiön omien ohjelmistojen
päälle rakennettuihin palveluihin ja
ratkaisuihin.**

QPR:n konsultointipalvelut keskittyvät yhtiön kehittämien ohjelmistotuotteiden ympärille rakennettujen toiminnan kehitys- ja liiketoimintaprosessien analysointipalveluihin. Lisäksi yhtiön palvelutarjoama sisältää SAP-prosessien tehostamiseen suunnattua teknistä konsultointia. Noin 80 % konsultointipalvelujen liikevaihdosta koostuu toiminnan kehitys - konsultoinnista ja prosessianalysista. Loput noin 20 % konsultoinnin liikevaihdosta muodostuu SAP-prosessien teknisestä konsultoinnista.

**Yhtiön strategisena tahtotilana on
olla alan nopeimmin kasvava
kokonaisarkkitehtuuritalo.**

Vuonna 2013 päivitetyn strategian keskiössä on hyödyntää yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden kasvavaa kysyntää toiminnan kehityksen kokonaisvaltaiseen hallintaan, joustavuuden lisäämiseen ja muutosnopeuden kasvattamiseen. Yhtiön strateginen tahtotila on olla vuonna 2015 nopeimmin kasvava kokonaisarkkitehtuuritalo, joka on listattu Gartnerin Magic Quadrant -raportilla. Suomessa yhtiö tavoitteena on olla suurin palveluiden tarjoaja. QPR:n missio on auttaa asiakkaita tulemaan ketteriksi ja tehokkaiksi toiminnassaan.

**QPR:n tavoitteena on keskimäärin 15
%:n vuosittainen orgaaninen kasvu
vuosille 2014-2016.**

Yhtiön tavoitteena on vuosina 2014–2016 ylittää keskimäärin noin 15 %:n vuotuisen kannattavaan orgaaniseen kasvuun. Kasvu tulee sekä kotimaasta että ulkomailta. Suomessa kasvu haetaan erityisesti operatiivisen toiminnan kehittämisen konsultoinnista ja ohjelmistoista. Ulkomailta kasvu haetaan laajentamalla uusien ohjelmistotuotteiden kansainvälistä jakeluverkkoa ja tarjoamalla jälleenmyyjille monistettavia ratkaisuja myynnin vauhdittamiseksi.

**Yhtiö profiloituu sijoittajille nopeasti
kasvavana, vahvaa kassa- ja
osinkovirtaa tarjoavana yhtiönä.**

Sijoittajille QPR profiloituu vahvaan kasvuun pyrkivänä ja selkeästi fokusoituneena ohjelmisto- ja konsultointiyhtiönä, jolla on merkittävä jatkuvien palveluiden osuus myynnistä. Yhtiö on saavuttanut lähihistoriassa hyviä kasvulukemia uusien tuotelanseerausten ja laajentuneiden konsultointipalveluiden kautta, vaikkakin kokonaiskasvu on heikentänyt erityisesti elinkaarensa loppupuolelle siirtyneiden ohjelmistojen lisenssimyynnin lasku. Isoista tuotekehityspanostuksista huolimatta yhtiö on tuottanut jatkuvasti vahvaa kassavirtaa, mikä on mahdollistanut tasaisen hyvän osinkovirran.

**QPR:n osakkeen kaupankäyntitunnus
on QPR1V.**

QPR Softwaren osakkeet ovat olleet noteerattuna NASDAQ OMX Helsingin pörssin päälistalla vuodesta 2002 tunnuksella QPR1V. Yhtiön kaikilla osakkeilla on yhtäläinen äänioikeus sekä oikeus jaettaviin osinkoihin.

3. Toimiala

QPR:n ohjelmistotuotteet ja konsultointipalvelut kuuluvat kasvaviin ja kehittyviin EA- ja EBPA-markkinasegmenttiin.

QPR:n ohjelmistotuotteet ja konsultointipalvelut ovat osa kasvavia ja nopeasti kehittyviä kokonaisarkkitehtuurin (Enterprise architecture (EA)) ja liiketoimintaprosessien analysoinnin ja kehittämisen (Enterprise business process analysis (EBPA)) markkinasegmenttejä. EBPA-markkina on rakentunut viime vuosien aikana kehitysvaiheeltaan jo huomattavasti kypsemmän ja fokukseltaan kapeamman liiketoiminnan prosessianalysimarkkinan päälle (Business process analysis (BPA)).

Kokonaisarkkitehtuurilla kuvataan organisaation osat, järjestelmät ja toiminta yhtenä kokonaisuutena.

Kokonaisarkkitehtuurilla (EA) kuvataan sitä, kuinka organisaation tietojärjestelmät, toimintaprosessit, organisaatioyksiköt ja ihmiset toimivat kokonaisuutena. EA:n kautta syntyy toiminnan kehittämismalli, jonka avulla ohjataan kokonaisvaltaisesti toiminnan, järjestelmien ja organisaation kehittämistä kohti strategiassa määritellyä tavoitetta. EA-ohjelmistot ja konsultointipalvelut tukevat EA:n mallintamista, analysointia, kehittämistä ja kommunikointia.

Liiketoimintaprosessien analysoinnissa hallitaan ja kehitetään prosesseja.

Liiketoimintaprosessien analysoinnissa (EBPA) dokumentoidaan, analysoidaan ja kehitetään liiketoimintaprosesseja tehokkuuden, laadun ja ketteryyden kasvattamiseksi. EBPA-ohjelmistoilla ja -konsultoinnilla tuetaan yrityksiä prosessien analysoinnissa, hallinnassa ja kehittämisessä.

Ohjelmistojen- ja palveluiden loppukäyttäjiä ovat suurten organisaatioiden CIO:t, prosessi- ja liiketoiminta-analyytikot.

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

Gartnerin arvion mukaan EBPA ohjelmistomarkkinan koko on noin 330 MEUR. QPR arvioi Suomen markkinan kooksi noin 5-7 MEUR.

Gartnerin tekemän arvion mukaan EBPA ohjelmistolisenssien ja ylläpitomaksujen markkina oli vuonna 2012 kooltaan noin 330 MEUR. Jos mukaan lasketaan myös EBPA:iin liitännäiset konsultointi- ja ratkaisupalveluiden liikevaihto on markkina kooltaan moninkertainen. Suomen markkinoiden EBPA ohjelmisto- ja ylläpitopalveluiden koko on QPR:n johdon arvion mukaan kooltaan noin 5-7 MEUR.

QPR:n konsultointipalveluiden markkinat ovat Suomessa noin 70 miljoonaa euroa.

QPR tarjoaa omia konsultointipalveluja lähinnä Suomessa ja Venäjällä. Suomessa QPR kilpailee johdon karkean arvion mukaan noin 70 miljoonan euron suuruisella konsultointimarkkinalla. Venäjän markkinoiden koosta ei ole käytettävissä luotettavaa arvioita, mutta arvioimme sen olevan Suomen tapaan ohjelmistomarkkinan verrattuna moninkertainen.

Toimialan suhdanneherkkyys on suhteellisen matala.

Pidämme EA- ja EBPA-ohjelmistojen ja konsultointipalvelujen kysynnän suhdanneherkkyyttä maltillisena, sillä liiketoiminnan tehokkuutta ja muutosnopeutta tuoville ratkaisuille ja palveluille on ollut historiallisesti kysyntää myös matalan kasvun ympäristössä. Toimialan vakautta lisää myös sen riippumattomuus yksittäisistä asiakastoimialoista ja merkittävä

julkisenhallinnon osuus kysynnästä. On hyvä huomioida että EA- ja EBPA-ohjelmistot ovat käyttöönottokustannuksiltaan ja -mittakaavaltaan varsin pieniä, joten niiden hankintaa ei lasketa organisaatioissa kulubudjetteja enemmän suhdanneherkkiin investointibudjetteihin.

Toimialan kasvuajurit ja -ennusteet

Organisaatioiden tapa kehittää toimintaa on muuttumassa kokonaisvaltaisemmaksi, mikä ohjaa etsimään uusia ratkaisuja.

EA-ohjelmistojen ja -palveluiden kasvua ajaa tällä hetkellä erityisesti organisaatioiden toiminnan suunnittelun, mallintamisen ja kehittämisen muuttuminen pelkästä prosessien- tai järjestelmien kehityksestä toiminnan johtamiseen kokonaisuuden näkökulmasta. Muutostarvetta ajaa mm. 1) kasvava yritysjärjestelyjen määrä (fuusio, irtautuminen, yritysosto), 2) organisaatioiden kansainvälistyminen, 3) tietojärjestelmien uudistaminen ja 4) yhä kiihtyvään liiketoimintaympäristön muutosnopeuteen sopeutuminen. EBPA-ohjelmistojen ja -palveluiden kysyntää ajaa erityisesti kasvava tarve liiketoimintatiedon ja -prosessien reaaliaikaiseen seurantaan ja hallintaan tietojärjestelmien sisältämän tiedon perusteella. Kypsemillä, suorituskyvyn mittaamiseen suunnattujen ohjelmistojen markkinoilla kysyntää ohjaa tarve integroituihin ja helppokäyttöisiin palveluihin.

Yritysohjelmistot ovat IT-markkinoiden nopeimmin kasvava segmentti vuonna 2014.

Gartner arvioi globaalin IT-markkinan kasvuksi kuluvana vuonna 3,2 %. Analyysiyhtiön ennusteen mukaan markkinasegmenteistä kasvaa nopeimmin yritysohjelmistot (6,9 %), johon myös QPR:n edustamat ohjelmistot kuuluvat. Market-Visio odottaa Suomen IT-markkinan kasvun olevan kuluvana vuonna 2,8 %. Myös Suomessa kasvu on vahvinta yritysten ohjelmistoissa, joiden odotetaan kasvavan 4 %. Nopeimmin kasvavia alueita ohjelmistomarkkinassa ovat erityisesti business intelligence -järjestelmät, sisällön ja dokumenttien hallinta, tietoturva ja CRM-ohjelmistot.

Odotamme EA- ja EBPA-ohjelmistojen kasvun ylittävän markkinakasvun lähivuosina.

Näkemyksemme mukaan EA- ja EBPA-ohjelmistotuotemarkkinoiden kasvu ylittää vähintään yritysohjelmistojen yleisen markkinakasvun tasolle lähivuosina. Arviomme perustuu seuraaviin havaintoihin: 1) EA- ja EBPA-ohjelmistot ovat vielä kehityskaarensa alkuvaiheessa ja esimerkiksi QPR lanseerasi omat ohjelmistotuotteensa markkinoille vuosina 2010–2011, 2) Gartnerin esittämän arvion mukaan EA- ja EBPA-ohjelmistot ovat käytössä valtaosalla isoista organisaatioista kuluvan vuosikymmenen loppupuolella, 3) Gartnerin tutkimuksen perusteella EA-ohjelmistovalmistajien myynnin kasvu on ollut lähivuosina 20–40 % vuodessa ja 4) Gartnerin tekemän globaalien kyselyn mukaan yli 60 % yritysjohtajista kertoo yhtiöidensä seuraavan 5-vuoden investointien painopisteen olevan business analytics -investoinneissa.

EA-konsultointipalveluiden kasvunäkymät ovat hyvät.

Konsultointipalveluiden markkinakasvusta ei ole saatavilla tarkkoja ennusteita. QPR:n viime vuonna tekemän noin 350:n päättäjän kyselytutkimuksen perusteella 60 % vastaajista kertoi organisaatioidensa lisäävän panostuksia kokonaisarkkitehtuuriin. Saman tutkimuksen mukaan kokonaisarkkitehtuuri-työn aloittaneiden organisaatioiden määrä kasvoi 4 %-yksikköä 81 %:iin vuonna 2013. Prosessianalyytipalveluiden markkinakasvusta ei ole käytettävissä tietoja. Arvioimme kuitenkin QPR ProcessAnalyzer-ohjelmistoon perustuvan automatisoidun prosessianalyytikonsultoinnin markkinan olevan selvässä kasvussa, vaikkakin markkinan koko on vielä absoluuttisesti pieni. Lähinnä SAP-prosessien tehostamiseen liittyvän teknisen konsultoinnin

markkinakasvun arvioimme olevan heikkoa yritysten matalasta investointiaktiiviteetista johtuen.

QPR odottaa vahvaa kasvua lähivuosille.

QPR arvioi kokonaisarkkitehtuuriin perustuvien toiminnankehityspalvelujen ja ohjelmistojen kysynnän kehittyvän myönteisesti niin kotimarkkinoilla Suomessa kuin laajemminkin Euroopassa. Yhtiön tavoitteena on vuosina 2014–2016 ylittää keskimäärin noin 15 prosentin vuotuisen kannattavaan, orgaaniseen kasvuun. Tavoitteeseen on yhtiön mukaan sisäänrakennettu noin 10 %:n vuosittainen kasvu ohjelmistoissa ja noin 20 %:n kasvu konsultoinnissa.

3.1 Kilpailukenttä

QPR:n markkinaosuus ohjelmistoissa on Suomessa 50 % ja ulkomailla noin 1-2 %.

QPR:n kilpailukenttä on varsin hajaantunut, sillä suurimmalla osalla kilpailijoista EBPA-ohjelmistot ja toiminnan kehityskonsultointi muodostavat vain pienen osan liikevaihdosta. Yhtiön pääkilpailijoita ovat ohjelmistoissa EBPA:iin erikoistuneet ulkomaiset ohjelmistotalot ja konsultoinnissa lähinnä Suomessa toimivat suuret IT-palvelutalot kuten Tieto ja CGI. QPR:n markkinaosuus ohjelmistoissa on Suomessa karkeasti arvioiden noin 50 % ja konsultoinnissa 5 %. Suomen ulkopuolella QPR:n markkinaosuus on vain noin 1-2 % kokonaismarkkinoista.

Yhtiön kilpailukenttä jakautuu karkeasti kolmeen osaan.

Olemme jakaneet kilpailukentän kolmeen ryhmään: isot IT-järjestelmä- ja ohjelmistotoimittajat (kuten IBM), erikoistuneet ohjelmistotalot (kuten QPR) ja paikalliset IT-palvelutalot (kuten Tieto). Lisäksi QPR kilpailee teknisen konsultoinnin osalta myös SAP:iin erikoistuneiden konsulttitalojen kanssa. QPR:n kannalta keskeisiä kilpailijoita ohjelmistoissa ovat iGrafx, Software AG, Troux, Casewise.

QPR:n kilpailukenttä ja pääkilpailijat



Lähde: Inderes

Isot IT-järjestelmä ja ohjelmistotoimittajat

IBM (NYSE: IBM) kuuluu maailman johtaviin IT-järjestelmä- ja ohjelmistotoimittajiin. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna 100 miljardia dollaria ja se työllistää yli 400 000 työntekijää globaalisti. Yhtiön EA- ja BPA-tuotteiden osuus yhtiön liikevaihdosta on arvioimme mukaan noin 1 %. IBM:n tuotteet ovat Gartnerin mukaan käytetyimpiä tuotteita toimialalla.

Microsoft (NYSE: MSFT) on maailman suurin ohjelmistotoimittaja 78 miljardin dollarin liikevaihdolla. Microsoftin Visio-ohjelmisto on EBPA-markkinoiden yleisimmin käytetty ohjelmisto. Ohjelmistoa käytetään erityisesti perustason prosessikuvaamiseen. Lisäksi Microsoftin CRM -ohjelmisto kilpailee vahvasti QPR:n tuotteiden kanssa suorituskyvyn johtamisen alueella.

SAP (SAP:Xetra) on Euroopan suurin ja maailman neljänneksi suurin ohjelmistovalmistaja. Se on maailman suurin yritysohjelmistojen valmistaja. SAP on erikoitunut ERP- eli toiminnanohjausjärjestelmiin liittyviin tuotteisiin. Vaikka SAP:n tarjonta sisältää QPR:n tuotteiden kanssa paljon yhteneväisiä toimintoja ja elementtejä, emme pidä sitä tällä hetkellä suorana kilpailijana QPR:lle. Itseasiassa QPR:n tuotteet integroidaan usein nimenomaan SAP:n päälle, sillä ne mahdollistavat usein ominaisuuksillaan paremman näkyvyyden liiketoimintaprosesseihin.

Software AG (SOW:Xetra) on saksalainen liiketoimintaprosesseihin erikoistunut ohjelmisto- ja konsultointiyhtiö. Yhtiön ARIS-tuoteperhe on markkinoiden johtava liiketoimintaprosessien johtamisen ohjelmisto. Yhtiön liikevaihto oli 973 miljoonaa euroa vuonna 2013. EBPA on yksi Software AG:n seitsemästä ratkaisualueesta. Yhtiö on ohjelmistotuotteissa QPR:n merkittävin kilpailija Suomessa.

Erikoistuneet ohjelmistotoimittajat

Casewise on EA- ja EBPA-ohjelmistotuotteisiin ja –konsultointiin erikoistunut listaamaton yhtiö. Casewisen tuotteet kilpailevat suoraan QPR:n tuotteiden kanssa useilla markkinoilla. Yhtiöllä on noin 3000 asiakasta globaalisti (vrt. QPR yli 1500). Yhtiön liikevaihto on Gartnerin raportoiman markkinatiedon perusteella noin 23 miljoonaa euroa.

iGrafX on EA- ja EBPA-ohjelmistotuotteisiin ja –konsultointiin erikoistunut amerikkalainen listaamaton yhtiö. iGrafX on tuotteillaan yksi QPR:n pääkilpailijoista kansainvälisillä markkinoilla. Yhtiöllä on asiakkanaan merkittävä osa USA:n isoimmista yhtiöistä. Yhtiön liikevaihto on Gartnerin raportoiman markkinatiedon perusteella noin 25 miljoonaa euroa.

Mega on integroituihin EA-, EBPA- ja riskienhallintaohjelmistoihin sekä konsultointipalveluihin keskittynyt ranskalainen listaamaton yhtiö. Megan tuotteet ja palvelut kilpailevat erityisesti QPR:n EnterpriseArchitect-ratkaisun kanssa. Yhtiön liikevaihto on Gartnerin raportoiman markkinatiedon perusteella noin 20 miljoonaa euroa.

Qualiware on tanskalainen yksityisomisteinen EA- ja EBPA-ohjelmistoihin erikoistunut yhtiö. Yhtiön tuotteet kilpailevat erityisesti QPR:n EnterpriseArchitect ja QPR Metrics ohjelmistojen kanssa. Qualiwaren ohjelmistoilla on käsityksemme mukaan hyvä markkina-asema Tanskassa, Norjassa ja Ruotsissa. Yhtiön liikevaihto oli 2,8 miljoonaa euroa vuonna 2012, jossa oli kasvua 30 % edellisestä vuodesta. Yhtiön kannattavuus on erittäin korkea ja yhtiön nettotulos 25 % liikevaihdosta vuonna 2012.

TIBCO Software (NASDAQ: TIBX) on liiketoimintatiedon käsittelyyn erikoistunut amerikkalainen ohjelmisto- ja konsultointitalo. Yhtiön tuotteita käytetään liiketoimintatiedon mittaamiseen, analysointiin, käsittelyyn ja hallintaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 noin 180 miljoonaa euroa, mutta se on QPR:lle relevanteilla markkinoilla melko pieni tekijä.

Troux on yhdysvaltalainen listaamaton EA-ohjelmistoihin ja –konsultointiin erikoistunut yhtiö. Yhtiön tuotteet kilpailevat erityisesti QPR:n EnterpriseArchitect-ohjelmiston kanssa. Yhtiön liikevaihto oli noin 9 miljoonaa euroa vuonna 2012.

Muut kilpailijat

Konsultoinnissa QPR:n kilpailijoita ovat erityisesti isot IT-palvelutalot, kuten Tieto, CGI, Fujitsu ja Accenture. Toisaalta isot IT-palvelutalot ovat myös tärkeitä kumppaneita QPR:lle, sillä ne hyödyntävät palveluissaan yhä useammin QPR:n ohjelmistoja. QPR on sopinut yhteistyösopimuksia yhtenäisestä palvelutarjoomasta viime vuosina mm. Tiedon ja CGI:n kanssa. QPR:lla on isojen IT-palvelutalojen lisäksi teknisen konsultoinnin alueella kilpailijoina lukuisia SAP-konsulttitaloja.

3.2 Toimialan konsolidoituminen

Toimiala on kokonaisuutena vielä hyvin pirstaloitunut.

Odotamme alan konsolidoituvan pitkällä aikavälillä.

Software AG ollut aktiivinen yrityskaupoissa.

QPR:n toimiala on kokonaisuutena vielä hyvin pirstaloitunut ja vain Software AG:lla, IBM:llä ja Microsoftilla on alan toimijoista merkittävä markkinaosuus. Muut toimijat ovat suhteellisen pieniä ja suhteellisen lähellä QPR:n kokoluokkaa. Odotamme alan konsolidoituvan viimeistään siinä vaiheessa, kun markkinat saavuttavat kypsän vaiheen vuosikymmenen lopulla. Konsolidaatioita ajaa tyypillisesti 1) suurten toimijoiden pyrkimys tuotetarjoaman täydentämiseen, 2) tarve tuotetarjoaman integrointiin yli tuotealuerajojen sekä 3) pienten ja keskisuurten toimijoiden kasvutilan loppuminen. Alalla on tapahtunut jo jonkin verran yritysjärjestelyjä, mutta hyvien kasvunäkymien ja markkinoiden epäkypsyyden johdosta suurempi aalto on vielä todennäköisesti edessäpäin.

Yritysjärjestelyissä on ollut erityisen aktiivinen Software AG, joka on laajentanut ja vahvistanut tuoteportfoliotaan useilla yrityskaupoilla viime vuosina. Vuonna 2013 Software AG osti erityisesti IT-portfolioiden ja kokonaisarkkitehtuurin hallintaan keskittyneen Alfabetin, CEP-ohjelmistoihin keskittyneen Apaman sekä tiedon visualisoitiin ja analytiikkaan erikoistuneen JackBe:n. Yrityskaupoista ei ole saatavilla taloudellisia tietoja.

QPR yritysostokohteena

QPR on mielestämme potentiaalinen yritysostokohde pitkällä aikavälillä.

Pidämme QPR:ää pitkällä aikavälillä potentiaalisena yritysostokohteena, kun alan konsolidaatio etenee. QPR:llä on pienestä koostaan huolimatta varsin kattava ja joustavasti integroitavissa oleva ohjelmistotarjonta omalla erikoisalueellaan, mikä voi kiinnostaa erityisesti isoja ohjelmistotaloja kun ne laajentavat portfolioitaan. QPR:n jakelukanava on nykyisellään suhteellisen kapea, mikä voi myös houkutella laajemman jakelukanavan pelureita ostoksille. Yhtiön omistusrakenne on melko keskittynyt, sillä 20 suurinta omistajaa omistaa noin 85 % yhtiöistä. Näin ollen riittävän korkealle tarjoukselle olisi hyvät läpimeno edellytykset.

Yritysostot eivät ole merkittävässä roolissa QPR:n omissa strategiassa.

Yritysostot eivät ole johdon mukaan merkittävä osa QPR:n strategiaa, vaikka yhtiö onkin tehnyt muutaman yritysoston vuosina 2010-11. Yhtiön yritysostot ovat kohdistuneet QPR:n omiin jakeluteihin Suomessa ja Venäjällä sekä konsultointipalveluiden laajentamiseen kotimarkkinoilla. Yhtiön mukaan mahdollinen oman myyntikanavan laajentaminen uusille markkina-alueille tapahtuisi todennäköisemmin omilla resursseilla kuin yrityskaupoilla.

4.Strategia, tuotteet ja kilpailutekijät

4.1 Strategia

Nykyinen strategia pohjautuu vuonna 2009 aloitettuihin kasvupanostuksiin.

Strategia tähtää organisaatioiden toiminnan kehitystä yhä vahvemmin ohjaavien ketteryys- ja tehokkuusajattelun luoman kasvupotentiaalin hyödyntämiseen.

QPR:n nykyinen strategia on saanut alkunsa vuonna 2009 lopulla, jolloin yhtiö päätti panostaa kasvuun ohjelmistojen tilauspohjaisessa myynnissä (ohjelmistovuokraus) ja kokonaisarkkitehtuurilähtöisissä konsultointipalveluissa. Lisäksi yhtiö aloitti merkittävät panostukset uusien toiminnan kehittämiseen suunnattujen ohjelmistojen kehitykseen. Strategian pohjalta asetettiin tavoitteeksi kaksinkertaistaa yhtiön vuoden 2009 liikevaihto vuoteen 2014 mennessä. Vuoden 2013 loppuun mennessä liikevaihto oli kasvanut noin 30 %, joten 2009 asetettu kasvutavoite ei toteutunut.

Vuonna 2013 päivitetyn strategian keskiössä on hyödyntää yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden kasvavaa tarvetta toiminnan kehityksen kokonaisvaltaiseen hallintaan, joustavuuden lisäämiseen ja muutosnopeuden kasvattamiseen. Yhtiö strateginen tahtotila on olla vuonna 2015 oman erikoistumisalansa nopeimmin kasvava toimija ja suurin Suomessa. Strategiaa toteutetaan ensisijassa yhtiön omakehitteisen ohjelmistotarjoaman myyntiä ja jakelua laajentamalla, operatiivisen toiminnan kehittämisen konsultointiin ja prosessianalyysipalveluiden kasvattamisella Suomessa sekä tarjoamalla monistettavia ratkaisupalveluja jälleenmyyjille ohjelmistomyynnin tueksi. Strategiaan pohjautuva kasvutavoite on vuosina 2014 – 2016 yltää keskimäärin noin 15 %:n prosentin vuotuisen kannattavaan, orgaaniseen kasvuun.

QPR keskittyy vuosina 2014 – 2016 neljään eri strategiseen tavoitteeseen:

- Yhtiö laajentaa uusien ohjelmistotuotteiden (QPR EnterpriseArchitect ja QPR ProcessAnalyzer) kansainvälistä jakelukanavaa.
- Suomessa yhtiö jatkaa kokonaisarkkitehtuuriliiketoiminnan kasvattamista erityisesti panostamalla asiakasorganisaatioiden operatiivisen toiminnan kehittämisen konsultointiin. Laajentuvalla konsultointiasiakkuuksien määrällä pyritään myös kasvattamaan QPR EnterpriseArchitect -ohjelmiston myyntiä.
- QPR keskittyy ohjelmistotarjoamassa asiakkaiden operatiivisen toiminnan kehitystarpeisiin. Yhtiö pyrkii integroimaan edelleen ohjelmistotarjoamaa ja kasvattamaan sen skaalautuvuutta. Lisäksi yhtiö syventää ja laajentaa palvelutarjoamaa erityisesti kokonaisarkkitehtuuri- ja prosessianalyysikonsultoinnissa.
- Perinteisen suorituskyvyn johtamisen liiketoiminnassa yhtiö panostaa erityisesti ohjelmistotuotteiden vahvuuksiin perustuviin monistettaviin ratkaisuihin. Näitä ratkaisuja tarjotaan kanavakumppaneille ohjelmistojen myynnin vauhdittamiseksi.

Tuotteet ja palvelut

Yhtiön tuotteet ja palvelut ovat uudistuneet merkittävästi 2010-luvulla.

QPR käynnisti vuonna 2009 ohjelmistotarjoaman uudistuksen, jonka tuloksena on lanseerattu markkinoille kaksi uutta ohjelmistoa ja niiden ympärille kaksi uutta palveluliiketoimintaa. Nämä yhtiön tulevaisuuden kasvun kannalta keskeiset ohjelmistotuotteet ovat QPR EnterpriseArchitect ja QPR ProcessAnalyzer sekä kokonaisarkkitehtuuriin pohjautuvat toiminnankehittämispalvelut ja automaattiseen prosessianalyysiin perustuvat konsultointipalvelut.

Yhtiön pääohjelmistotuotteet ovat:

QPR EnterpriseArchitect.

QPR EnterpriseArchitect tarjoaa organisaatiolle yhtenäisen ohjelmistoympäristön kokonaisarkkitehtuurin ketterään hallintaan ja toiminnan kehittämiseen. Se kattaa liiketoimintamallit ja kyvykkyydet sekä toimintaprosessit, tiedon, sovellukset sekä teknologian. Ohjelmisto mahdollistaa joustavan lähestymisen ja tukee niin valmiita viitekehyksiä ja standardeja kuin organisaatioiden räätälöityjä malleja. Ohjelmisto on lanseerattu vuonna 2011 ja se on laajennus QPR ProcessDesigner-tuotteesta. Käsitteemme mukaan ohjelmiston myynti on lähtenyt liikkeelle hyvin erityisesti Suomessa ja sen myynti on ollut voimakkaassa kasvussa.

QPR ProcessAnalyzer.

QPR ProcessAnalyzer tarjoaa organisaatiolle nopean ja tehokkaan tavan datalähtöiseen prosessien kuvaamiseen. Hyödyntämällä tietojärjestelmiin tallennettua tietoa (esim. ERP-toiminnanohjaus- ja CRM-asiakashallintajärjestelmät) QPR ProcessAnalyzer kuvaa nopeasti prosessit niin kuin ne todellisuudessa ovat toteutuneet. Ohjelmisto mahdollistaa prosessien todellisen tilan havainnoinnin, toiminnan vertailun, monitoroinnin ja prosessipoikkeamien taustojen selvittämisen. Ohjelmisto on lanseerattu vuonna 2011, joten se on vielä elinkaarensa alussa. Ohjelmiston tuotekehitykseen tehty suhteellisen isoja panostuksia, mutta sen osuus myynnistä on vielä pieni. Yhtiö pitää tuotettaan kuitenkin erittäin kilpailukykyisenä ja näkee ohjelmistolla vahvaa kasvupotentiaalia.

QPR ProcessDesigner.

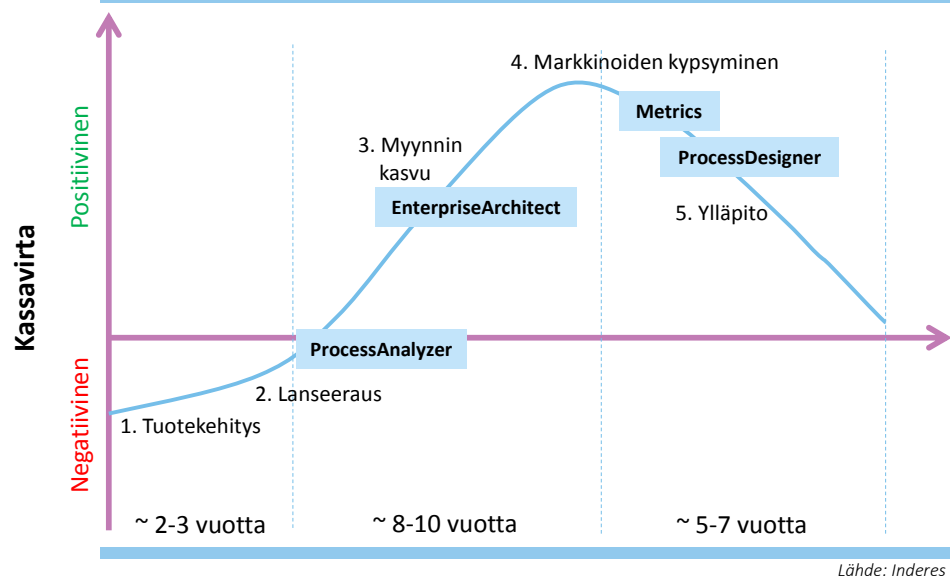
QPR ProcessDesigner tarjoaa organisaatiolle tehokkaan ratkaisun prosessien kuvaamiseen, analysointiin, viestimiseen ja kehittämiseen. Ohjelmisto on ollut kehitysversioneina markkinoilla jo 1990-luvun lopusta asti ja sen markkinat ovat kypsässä vaiheessa. Tuote tulee kuitenkin säilymään tärkeänä osana QPR:n tuotevalikoimaa ja kokonaisratkaisua myös lähivuosina.

QPR Metrics.

QPR Metrics tarjoaa organisaatiolle nopeasti käyttöön otettavan ja joustavan verkkopohjaisen ympäristön suorituskyvyn johtamiseen. Ohjelmiston avulla saadaan luotua koko organisaation kattava tulosjohtamisen järjestelmä suorituskykymittaristo ja tuloskortteineen. Ohjelmisto on ollut kehitysversioneina markkinoilla jo 1990-luvun lopusta asti ja sen markkinat ovat kypsässä vaiheessa, joten ohjelmiston myynti on laskussa. Tuote on edelleen tärkeä osa QPR:n kokonaisratkaisuja ja se tulee säilymään osana tuotevalikoimaa myös jatkossa.

Yllä mainitut neljä ohjelmistoa on myös saatavilla yhtenä integroituna ohjelmistokokonaisuutena QPR Suite nimellä.

QPR:n ohjelmistojen arvioitu asemoituminen tuote-elinkaarella



Yhtiön konsultointi- ja ratkaisupalveluita ovat:

Kokonaisarkkitehtuuripalvelut.

Kokonaisarkkitehtuuripalvelut ovat QPR:n kehittämään malliin ja parhaisiin käytäntöihin nojaavia operatiivisen toiminnan kehityspalveluita. QPR tarjoaa asiantuntijapalveluita organisaation kokonaisarkkitehtuurilähtöisen operatiivisen toiminnan kehitysmallin käyttöönottoon sekä kehityshankkeiden analysointiin ja nyky- ja tavoitetilan mallintamiseen. Yhtiö tarjoaa näitä palveluitaan toistaiseksi vain Suomessa ja niiden kysyntä on ollut vahvassa kasvussa viime vuosina. Kokonaisarkkitehtuuri-palveluiden osuus konsultointipalveluiden kokonaismyynnistä on merkittävä ja kasvussa.

Teknisen konsultoinnin palvelut.

Teknisen konsultoinnin palvelut ovat SAP-prosessien tehostamiseen suunnattuja asiantuntijapalveluita. Palveluiden avulla mm. jäsennetään yksittäisen SAP-prosessin toiminnot, havaitaan sen toiminnalliset ja tekniset pullonkaulat sekä toteutetaan tekniset muutokset järjestelmään. Palvelut tulivat osaksi QPR Softwarea 2011 tehdyn Nobultec-yritysoston myötä. Palveluiden kysyntä on ollut viime aikoina voimakkaassa laskussa ja niiden osuus konsultointipalveluiden kokonaismyynnistä on painunut noin viidennekseen.

Prosessianalyysin konsultointipalvelut.

Prosessianalyysin konsultointipalvelut ovat QPR:n kehittämään ProcessAnalyzer-ohjelmistoon pohjautuvia liiketoimintaprosessien kehityspalveluita. Palveluiden avulla prosessit kuvataan automaattisesti hyödyntäen liiketoimintajärjestelmissä olemassa olevaa dataa, jonka jälkeen automatisoitu prosessianalyysi muodostaa datan perusteella tapahtumaketjuja, visualisoiden prosessit ja antaen tarkkaa tietoa prosessien nykytilasta ja suorituskyvystä. Kun prosesseihin on tehty tarvittavat muutokset, voidaan palvelun avulla asettaa järjestelmiin jatkuva prosessien seuranta, jolla tehtyjen muutosten vaikutuksia voidaan monitoroida reaaliajassa. QPR aloitti näiden palveluiden tarjoamisen vuonna 2011. Palveluiden osuus QPR:n liikevaihdosta on vielä pieni, mutta yhtiö näkee niissä erittäin merkittävää kasvupotentiaalia.

4.2 Kilpailuedut ja -haitat

Näemme vahvan käytännön ja menetelmätason osaamisen QPR:n keskeisenä kilpailuetuna.

QPR:n keskeinen kilpailuetu syntyy näkemyksemme mukaan vahvasta menetelmäosaamisesta ja käytännön osaamisesta kokonaisarkkitehtuurin ja liiketoimintaprosessien analysoinnin alueella. Tällä alueella konsultointipalveluiden kilpailu on vähäisempää, koska erikoistuneita ja osaavia palveluntarjoajia on rajallisesti. Konsulttipalveluiden kautta yhtiö pääsee asiakkuuksiin toimittamaan kokonaisvaltaisempia ja pitkäkestoisempia projekteja yksittäisten järjestelmähankkeiden sijaan. Tästä hyvä esimerkki on QPR:n vuonna 2011 voittama JulkiCT:n kokonaisarkkitehtuurin ja prosessinmallinnuspalvelun palvelusopimus, joka on vähimmäisarvoltaan yli miljoona euroa ja kestoaltaan kolme vuotta plus kaksi optiovuotta.

Syvä erikoistumisalueen osaaminen heijastuu myös positiivisesti tuotteiden kilpailukykyyn.

Syvällinen osaaminen yhtiön erikoistumisalueella edesauttaa myös tuotekehitystä ja parantaa tuotteiden kilpailukykyä. Ohjelmistoissa yhtiö erottautuu kilpailijoista erityisesti mittaus-, prosessianalyysi- ja SAP-osaamisen kautta sekä hyvällä käyttökokemuksella. Tästä syystä erityisesti QPR ProcessAnalyzer-ohjelmiston kilpailukyky on korkea kilpailijoiden tuotteisiin verrattuna.

Näkemyksemme mukaan QPR:n keskeinen kilpailuhaitta on yhtiön matala tunnettuus.

Pidämme QPR:n keskeisenä kilpailuhaittana yhtiön pienestä koosta ja kapeasta toiminta-alueesta aiheutuvaa suhteellisen heikkoa kansainvälistä tunnettavuutta. Kansainvälisiin markkinoihin verrattuna QPR:n asema on Suomessa vahvempi suuremman tunnettuuden ja lukuisten hyvien referenssiasiakkuuksien ansiosta. Heikko kansainvälinen tunnettuus tekee jakelukanavan kehittämistä hidasta ja nostaa jakelukanavan kustannuksia. Vahva jakelukumppaniverkosto on alalla tärkeä erityisesti siitä syystä, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ohjelmistoja on korkea ja siten ensimmäisenä asiakassuhteen luomaan onnistuva yritys saa yleensä pysyvän edun markkinaosuudessa. Yhtiö pyrkii minimoimaan kilpailuhaittaa kehittämällä jakelijoiden myynnin tueksi suunnattuja ratkaisupalveluita sekä panostamalla tuotteiden kilpailukykyyn vahvoilla tuotekehityspanostuksilla. QPR:n tuotteet ovatkin saaneet positiivisia arvioita muun muassa Gartnerilta.

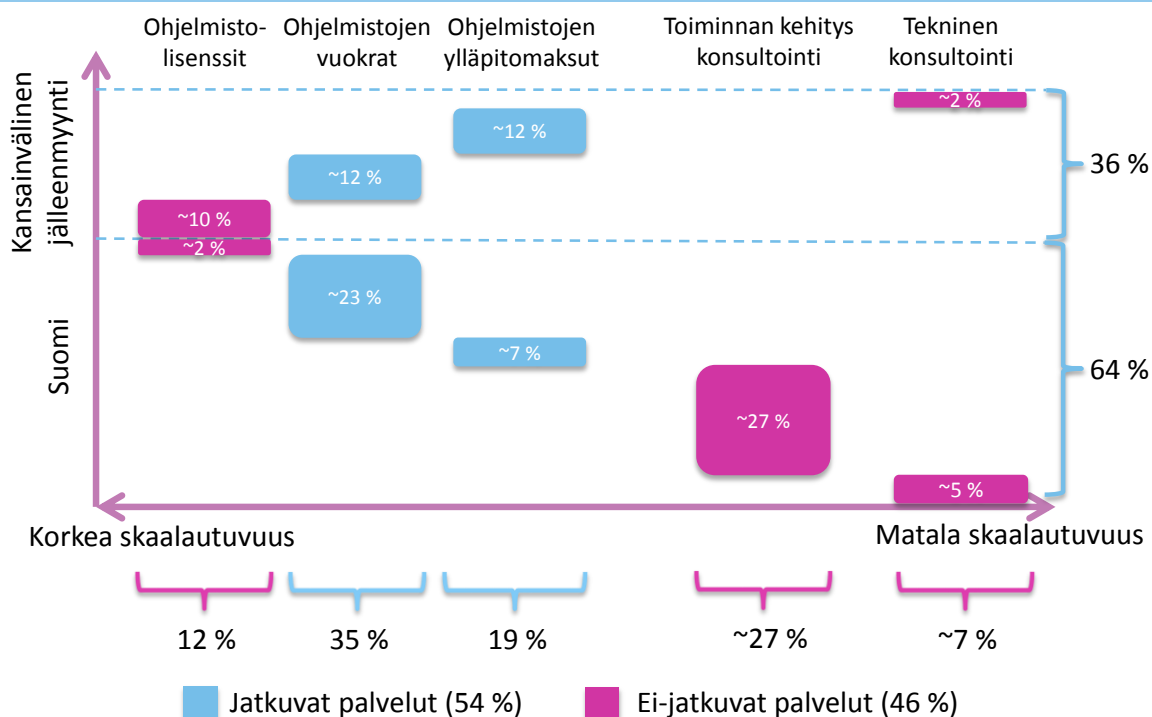
5. Taloudellinen tilanne

Liiketoimintamalli

QPR:n liiketoimintamalli on yhdistelmä skaalautuvaa ja merkittävien osin jatkuvaa ohjelmistomyyntiä sekä selkeästi fokuksituneita asiantuntijapalveluita.

QPR:n liiketoimintamalli koostuu yhdistelmästä yhtiön oman tuotekehitystyön tuloksena syntyneitä standardoituja ohjelmistotuotteita, niihin pohjautuvia konsultointipalveluja sekä räätälöityjä asiantuntijapalveluita. Liiketoimintaan tuo jatkuvuutta ja ennustettavuutta ohjelmistojen ylläpitopalvelut ja ohjelmistovuokrasopimukset. Yhtiö jakelee ja myy tuotteitaan ja palveluitaan pääasiassa itse Suomen ja Venäjän markkinoilla. Muilla lähes 50 markkinalla tuotteiden jakelusta ja myynnistä vastaavat jälleenmyyjät. Pidämme QPR:n nykyisen liiketoimintamallin skaalautuvuutta kokonaisuutena katsoen kohtuullisen hyvänä, sillä ohjelmistomyynnin kuluista valtaosa on muuttuvia ja konsultointipalvelut sisältävät suhteellisen paljon monistettavia elementtejä. Liiketoiminnan skaalautuvuuden heijastumista kannattavuuteen heikentää kuitenkin aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistot, uuden sukupolven tuotteiden kehitysmenot ja konsultoinnin osuuden kasvaminen liikevaihdosta.

QPR:n liiketoimintamalli ja arvioitu liikevaihdon jakauma vuonna 2013



Lähde: Inderes

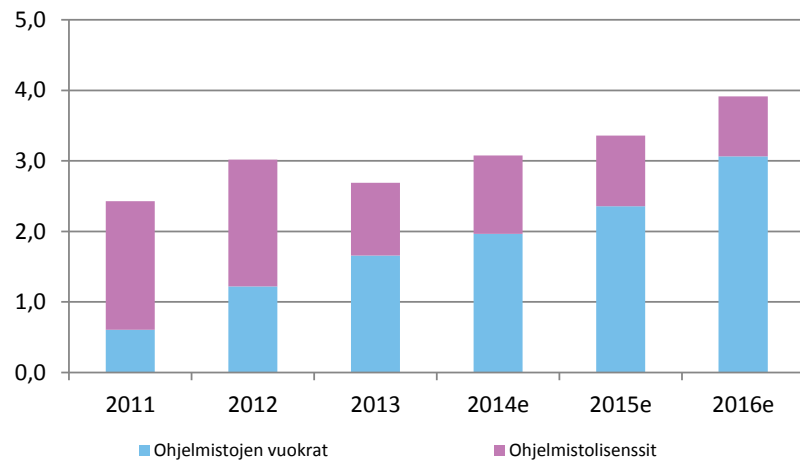
Ohjelmistoja myydään sekä lisensseinä että jatkuvina ohjelmistovuokrina.

Ohjelmistoja myydään lisenssipohjaisesti ja jatkuvina ohjelmistovuokrasopimuksina. Yhtiö on muuttanut viime vuosien aikana painopisteen ohjelmistojen myynnissä ohjelmistovuokraukseen. Ohjelmistovuokramallin kautta myydyn ohjelmiston myynti ylittää lisenssimyynnistä saatavan tulovirran tyypillisesti neljäntenä vuonna, joten ne ovat tulovirtapotentialiltaan huomattavasti lisenssimyyntiä houkuttelevampia. Valtaosa uudesta ohjelmistomyynnistä on tällä hetkellä vuokraohjelmistoja ja lisenssimyyntiä kohdistuu lähinnä kehittyville

Ylläpitomaksut koostuvat lisenssiohjelmistojen päivityksistä.

markkinoille. Lisäksi QPR:lle muodostuu merkittävää tulovirtaa aiemmin lisensseinä myytyjen ohjelmistojen ylläpito- ja päivitysmaksuista.

Ohjelmistojen lisenssimyynnin ja ohjelmistovuokrauksen kehittyminen



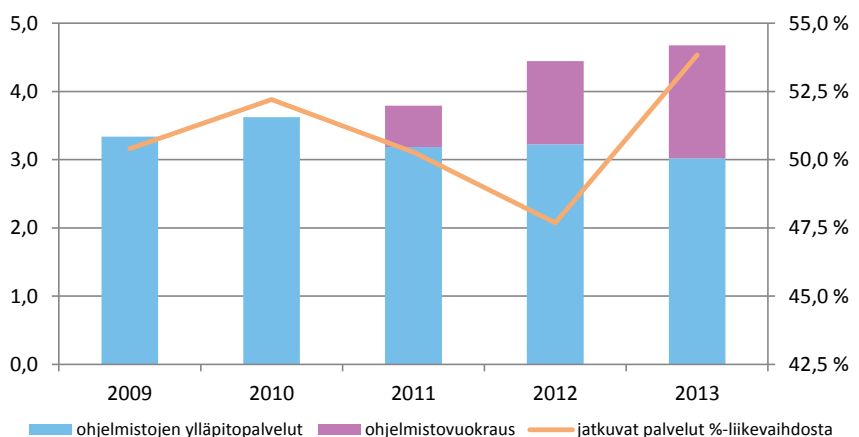
Lähde: Inderes

Jatkuvien palveluiden osuus on yli puolet QPR:n liikevaihdosta.

QPR:n liikevaihdosta yli 50 % muodostuu tällä hetkellä jatkuvista palveluista, joihin yhtiö laskee ohjelmistovuokrat ja ylläpitomaksut. Jatkuvien palvelujen osuus liikevaihdosta on kasvanut merkittävästi viime vuosina, asiakkaat ovat siirtyneet ohjelmistolisenssin ostamisesta ohjelmistojen vuokraukseen. QPR:n asiakasvaihtuvuus on alle kymmenen prosenttia vuodessa ja asiakkuuksien kesto on usein jopa yli kymmenen vuotta. Näin ollen näkyvyys jatkuvien tuottojen liikevaihdon osalta on hyvä ja liikevaihdon ennustettavuusriskit jatkuvien palveluiden osalta pieniä.

Yhtiön asiakasvaihtuvuus on matalalla tasolla ja asiakassuhteet usein jopa yli 10 vuotta.

Jatkuvien tuottojen liikevaihdon kehitys



Lähde: Inderes

Yhtiö jakelee ohjelmistot pääosin itse Suomessa ja Venäjällä

Yhtiö myy ohjelmistotuotteitaan Suomessa ja Venäjällä pääosin oman myyntikanavan kautta. QPR on lisäksi sopinut Suomessa viimeisten vuosien aikana useita OEM-yhteistyösopimuksia, joiden kautta IT-palvelutalot ja -konsultit, kuten Tieto ja CGI, voivat tarjota QPR:n ohjelmistoja osana omia palveluitaan. Ulkomailla yhtiön ohjelmistojen jakelu tapahtuu Venäjää lukuun

Kansainvälinen ohjelmistomyynti tapahtuu yli 50 maata kattavan jälleenmyyntipartneriverkoston kautta.

ottamatta jälleenmyyntipartnereiden kautta. QPR:llä on tällä hetkellä noin 60 jakelijaa yli 50 maassa. Nykyinen jakeluverkko on rakentunut pitkälti ennen vuotta 2010 kehitettyjen ohjelmistojen varaan, joten QPR pyrkii laajentamaan aktiivisesti uusien ohjelmistojen myyntiin soveltuvien jakelukumppaneiden osuutta jakeluverkosta. Yhtiön tavoitteena on noin 10 uuden jakelijan hankkiminen vuosittain. Tällä hetkellä yhtiön tyypillinen jakelukumppani on pieni konsultointiyhtiö, jonka päätulonlähde on asiantuntijapalveluiden myyminen. QPR pyrkii houkuttelemaan uusia jakelijapartnereita erityisesti QPR EnterpriseArchitecture ja ProcessAnalyzer ohjelmistojen päälle rakennettavien palvelu- ja ratkaisukonseptin avulla. Uuden jakelukumppanisuhteen ylösajo kestää noin vuoden kansainvälisellä markkinalla, joten tulokset kanavan laajentumisesta tulevat näkyviin varsin hitaasti.

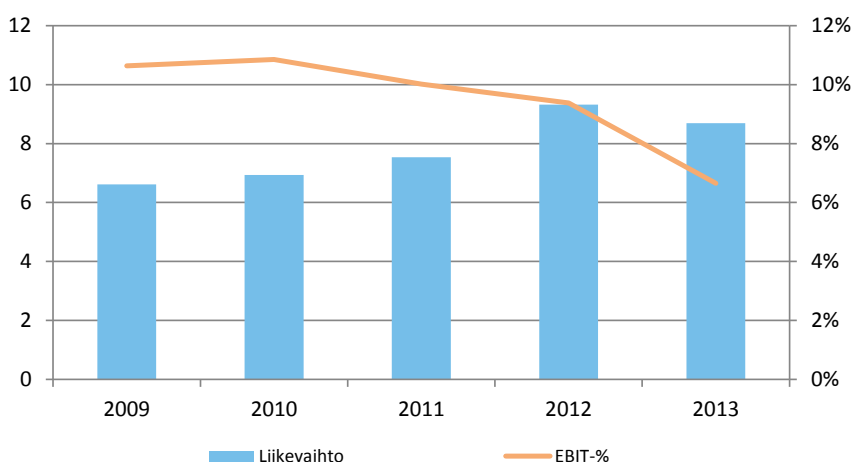
Yhtiön liikevaihto on jossain määrin kausiluonteista lähinnä konsultoinnin liikevaihdon vaihteluista johtuen.

QPR:n liikevaihto ja liikevoitto ovat jossain määrin kausiluonteisia johtuen konsultoinnin merkittävästä osuudesta liikevaihdosta (noin kolmannes). Konsultoinnissa vuoden ensimmäinen kvartaali on tyypillisesti hieman hiljaisempi ja erityisesti kesälomakaudella laskutettavat tunnit ovat hyvin alhaiset. Ohjelmistomyynnin kausivaihtelu on pienentynyt selvästi kasvaneen ohjelmistovuokrauksen osuuden myötä. Kausiluonteisuus heijastuu myös yhtiön kassavirtoihin siten, että tyypillisesti vuoden alku ja loppu on kassavirroissa vahva erityisesti ohjelmistovuokrien laskutusrytmin vuoksi.

QPR:n taloudellinen kehitys on ollut lähivuodet melko vaihtelevaa.

QPR:n lähivuosien taloudellinen kehitys on vaihdellut melko paljon vuodesta toiseen. Erityisesti viime vuonna sekä kasvu että kannattavuus heikkenivät lisenssimyynnin voimakkaan laskun myötä selvästi. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosina 2009-2013 keskimäärin 7 % ja liikevoittomarginaali on ollut noin 10 %:n tasolla. Kasvu ilman vuonna 2011 tehtyä Nobultecin ostoja on 2009-2013 yhteensä 21%.

Liikevaihdon ja liikevoittomarginaalin kehitys 2009-2013



Lähde: Inderes

Vuonna 2013 yhtiön liikevaihto ja liikevoitto laskivat selvästi.

QPR:n liikevaihto laski vuonna 2013 6,8 %. Liikevaihdon lasku johtui voimakkaasta laskusta ohjelmistojen lisenssimyynnissä, jota kasvanut ohjelmistojen vuokraus ei riittänyt kompensoimaan. Ohjelmistolisenssien heikko kehitys selittyy kiristyneellä kilpailulla ja uusilla tuotevaihtoehtoilla erityisesti suorituskyvyn johtamisen ohjelmistoissa. Lisäksi liikevaihtoa heikensi valuuttakurssien epäsuotuisan kehityksen vaikutukset ohjelmistojen ylläpitopalveluiden myyntiin. Heikentyneen liikevaihdon ja melko kiinteän kulurakenteen myötä yhtiön liikevoitto laski 34 % vertailukaudesta, ollen 6,7 % liikevaihdosta.

Yritysosot ja orgaaninen kasvu nostivat liikevaihtoa selvästi vuosina 2011-12.

Vuosina 2011-2012 yhtiön liikevaihto kasvoi 9 % ja 24 %. Vuoden 2011 liikevaihdon kasvu johtui lähinnä Nobultec-yritysososta, joka nosti yhtiön konsultointipalveluiden osuuden liikevaihdosta 26 %:iin. Vuonna 2012 liikevaihto kasvoi orgaanisesti 15 % ja 9 % Nobultec-yritysoson kautta. Orgaaniseen kasvuun vaikutti erityisen positiivisesti ohjelmistojen vuokrauksen noin 100 %:n kasvu. Vuoden 2011 liikevoitto oli edellisvuoden tasolla kasvaneesta liikevaihdosta huolimatta. Tämä johtui lähinnä henkilöstökulujen kasvusta sekä lisääntyneistä tuotekehityspanostuksista uuden QPR ProcessAnalyzer -ohjelmistotuotteen kehitykseen. Vuonna 2012 liikevoitto kasvoi 16 %, mikä alitti selvästi liikevaihdon kasvun. Liikevoittomarginaalin heikentymisen aiheutti 25 %:a kasvaneet kulut, mikä johtui pääosin Nobultecin ja tuotekehityksen myötä kasvaneista poistoista ja panostuksista kasvuliiketoimintojen henkilöstöresursseihin.

Taantuma ja siirtymä lisensseistä ohjelmistovuokriin heikensi vuosien 2009-2010 liikevaihdon kehitystä.

Vuonna 2010 QPR:n liikevaihto nousi 5 %, mutta laski 12 % vuonna 2009. Vuosien 2009–2010 liikevaihdon kehitystä heikensivät heikko taloustilanne ja siirtymä ohjelmistojen lisenssimyynnistä ohjelmistovuokraussopimuksiin. Kasvuun vaikutti positiivisesti erityisesti palveluiden myynnin kasvu. Liikevoittomarginaali pysyi ajanjaksolla tasaisena liikevaihdon laskusta huolimatta, ollen 10,6-10,8 % liikevaihdosta.

Taloudelliset tavoitteet

QPR tavoittelee keskimäärin 15 %:n kannattavaa kasvua 2014-2016.

Yhtiön tavoitteena on vuosina 2014–2016 ylittää keskimäärin noin 15 %:n vuotuisen kannattavaan, orgaaniseen kasvuun.

Yhtiön hallituksen vuonna 2011 hyväksymän osinko-politiikan mukaan yhtiökokoukselle esitetään osinkona jaettavaksi noin 30–50 % vuosittaisesta liiketoiminnan rahavirrasta. Osinkoehdotusta valmistellessaan hallitus ottaa huomioon yhtiön taloudellisen aseman, kannattavuuden sekä liiketoimintanäkymät.

Taserakenne, rahoitusasema ja rahavirta

Liiketoimintamalli sitoo vain vähän pääomaa.

QPR:n liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen suurin yksittäinen erä oli vuoden 2013 lopun tilanteella katsottuna myynti- ja muut saamiset, joiden osuus varoista on hieman yli 50 %. Myyntisaamiset ovat laskutusryhmittäin johtuen korkeat vuoden lopussa. Yhtiöllä on lisäksi suhteellisen suuri aineettomien hyödykkeiden omaisuus, joka koostuu pääasiassa yhtiön aktivoimista

tuotekehitysmenoista. Tuotekehitysmenoja oli aktivoituna taseeseen vuoden 2013 lopussa noin 1,1 miljoonaa euroa, mikä vastaa noin 12 % taseesta.

Yhtiön on velaton ja sillä on vahva käteispuskuri.

Yhtiön rahoitusasema on hyvin vakaa ja nettovelkaantumisaste oli 51 % negatiivinen Q1-lopussa. Yhtiöllä ei ole tällä hetkellä lainkaan korollista velkaa ja sen rahavarat ovat noin 1,5 miljoonaa euroa, eli 0,125 euroa osakkeelta. QPR:n omavaraisuusaste oli Q1:n lopussa 56 % ja oma pääoma 2,9 miljoonaa euroa. Yhtiön oman pääoman tuotto oli vuonna 2013 18 %.

Yhtiö tuottaa vahvaa rahavirtaa.

QPR:n liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina hyvin vahvalla tasolla. Keskimäärin yhtiön liiketoiminnan rahavirta on ollut viimeisellä kolmella tilikaudella 18 % liikevaihdosta. Arvioimme mukaan yhtiön vahva tase ja liiketoiminnan rahavirta mahdollistavat hyvän osinkotuoton lisäksi myös tarvittaessa laajentumisinvestointien tekemisen.

Taseessa on vain vähän liikearvoa.

Yhtiöllä on taseessa 0,5 miljoonan euron edestä liikearvoa, mikä on syntynyt vuonna 2011 tehdyn konsultointipalveluihin erikoistuneen Nobultec Oy:n yrittöskautta. Liikearvo vastaa alle 20 % yhtiön omasta pääomasta, joten sen täydellinenkin alaskirjaus ei aiheuttaisi näkemyksemme mukaan merkittävää riskiä yhtiön tase- tai rahoitusasemaan.

Lyhennetty tase 12/2013

Vastaavaa (MEUR)	2013	Vastattavaa (MEUR)	2013
Pysyvät vastaavat	2,4	Oma pääoma	2,9
Liikearvo	0,5	Osakepääoma	1,4
Aineettomat oikeudet	1,6	Kertyneet voittovarot	2,1
Käyttöomaisuus	0,2	Omat osakkeet	-0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	Muu oma pääoma	-0,2
Vaihtuvat vastaavat	5,8	Pitkäaikaiset velat	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	Lyhytaikaiset velat	5,2
Myyntisaamiset	4,4	Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0,1
Likvidit varat	1,4	Lyhytaikaiset korottomat velat	5,1
Taseen loppusumma	8,2	Taseen loppusumma	8,2
Omavaraisuusaste-%	35 %		
Nettovelkaisuusaste-%	-44 %		
Liikearvo/oma pääoma	18 %		

Lähde: Inderes

Kulurakenne

Valtaosa kulurakenteesta on henkilöstökuluja.

QPR:n kuluista yli 60 % on henkilöstökuluja. Toiseksi merkittävin kuluerä, noin 15 %, on liiketoiminnan muut kulut, joihin sisältyy mm. toimitilakulut, kone- ja kalustokulut ja ulkopuoliset palvelut. QPR:n poistot ovat tällä hetkellä noin 8 % liikevaihdosta. Merkittävä osa poistoista on aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoja. Materiaali- ja palvelukulut, jotka sisältävät pääasiassa jälleenmyyntiverkoston komissioita ja lokalisoitukuluja, ovat olleet viime vuosina noin 3-5 % liikevaihdosta. Jälleenmyyntiverkosto ei siis rasita juurikaan QPR:n tuloslaskelmaa, sillä valtaosa jälleenmyyntikanavan kustannuksista on netotettu pois liikevaihdossa.

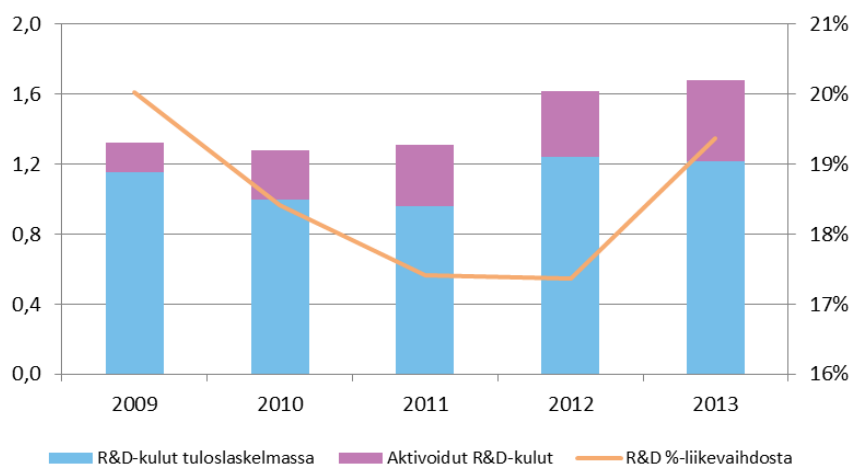
Tuotekehitysmenot ovat merkittäviä.

Tuotekehitysmenot ovat noin 18-20 % liikevaihdosta. Näistä kuluista valtaosa, noin 75 %, kirjataan kuluiksi tuloslaskelman henkilöstökuluihin. Loput 25 % aktivoidaan taseen aineettomiin hyödykkeisiin, josta ne poistetaan tasaerin neljässä vuodessa. Tuotekehityksessä työskentelee tällä hetkellä 26 henkilöä, mikä vastaa noin kolmasosaa yhtiön henkilöstöstä. Yhtiön arvion mukaan tuotekehitysmenojen osuus liikevaihdosta tulee säilymään tulevaisuudessa suunnilleen nykyisellä tasolla.

Kulurakenne on melko kiinteä 12-kk:n aikajänteellä.

Yhtiön kulurakenne on näkemyksemme mukaan melko kiinteä 12 kk:n aikajänteellä, sillä se sisältää hyvin vähän muuttuvia eriä ja yhtiö käyttää palveluiden tuottamiseen pääosin omaa henkilöstöä. Jäykkä kulurakenne heijastuu korkeana liikevoiton herkkyytenä liikevaihdon muutoksille. Toisaalta jatkuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta on kasvanut viimeisten vuosien aikana merkittäväksi, mikä pienentää selvästi kiinteään kulurakenteeseen liittyviä riskejä.

QPR:n tuotekehitysmenot (milj. euroa) vuosina 2009-2013



Lähde: Inderes

6. Ennusteet

QPR:n liikevaihto ja –tulos voivat vaihdella voimakkaasti meneillään olevan liikevaihtorakenteen muutoksen takia.

Tässä osiossa esittämämme ennusteet pohjautuvat mallinuksiimme yhtiön liikevaihdon ja kulurakenteen kehittymisestä. Alla esitetyt ennusteet toimivat myös osion 8 arvonmäärityksen pohjalla. Käymme ensin läpi yhtiön lyhyen tähtäimen ennusteet ja tämän jälkeen pitkän aikavälin ennusteet. Sijoittajien on hyvä huomioida, että QPR:n liiketoiminta käy läpi voimakasta muutosta lisenssipohjaisesta ohjelmistomyynnistä jatkuvalaskutukseen ohjelmistovuokraukseen. Tästä johtuen yhtiön liikevaihdon ja tuloksen kehitys voi vaihdella voimakkaastikin kvartaalien välillä.

Odotamme paluuta kasvu-uralle vuonna 2014

Yhtiö ohjeistaa liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan vuonna 2014.

QPR ohjeistaa vuoden 2014 liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan verrattuna vuoteen 2013. Ohjeistuksen taustalla on erityisesti uusien kokonaisarkkitehtuuriin pohjautuvien ohjelmisto- ja palveluliiketoimintojen vahva kasvu ja merkittävästi kasvanut osuus liikevaihdosta. Ohjeistuksen

saavuttamisen suhteen yhtiö oli Q1:llä hyvässä vauhdissa. Q1-liikevaihto kasvoi 6,9 % ja liikevoitto parani 6,9 %-yksikköä ollen 4,9 % liikevaihdosta.

Odotamme liikevaihtoon noin 5 %:n kasvua vuonna 2014. Ennustamme vahvaa kasvua erityisesti ohjelmistojen vuokrauksen liikevaihtoon.

Odotamme QPR:n liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 9,2 miljoonaan euroon, eli 5,3 %. Arvioimme kasvun olevan selvästi vahvinta ohjelmistojen vuokrauksessa, jonka liikevaihdon odotamme nousevan erityisesti EnterpriseArchitect-ohjelmiston myynnin kasvun myötä 18,6 %. Ennustamme konsultoinnin liikevaihtoon 3,5 %:n kasvua. Odotamme selvästi positiivista kasvua toiminnankehitys konsultointipalveluissa, mutta ennustamme teknisen konsultoinnin myynnin heikentyvän edelleen ja hidastavan kasvua. Ohjelmistolisenssien ja ohjelmistojen ylläpitopalveluiden liikevaihtoon odotamme yhteensä vain 1,2 %:n kasvua, vaikka Q1:lla ohjelmistolisensseissä nähtiin voimakasta kasvua. Heikko kasvu perustuu odotuksemme lisenssimyynnin ja ylläpitopalveluiden pitkäaikaisen laskutrendin jatkumisesta. Kasvuennustemme painottuu kokonaisuutena voimakkaasti loppuvuoteen, jolloin odotamme konsultoinnin kasvun olevan vahvimmillaan.

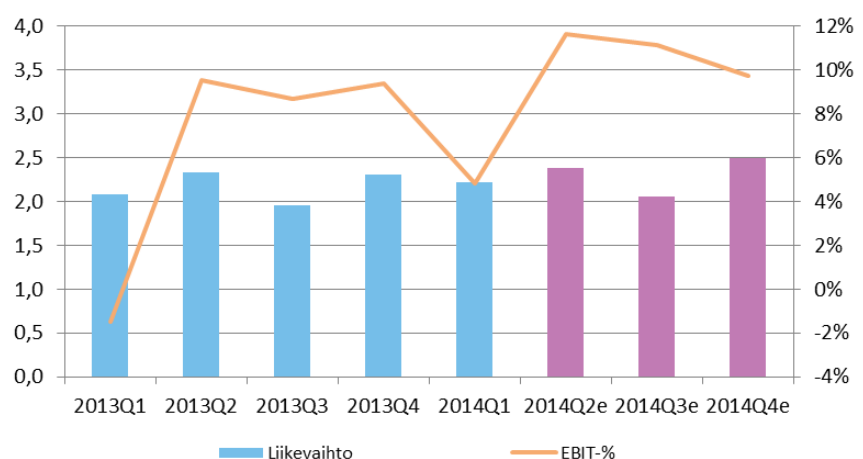
Odotamme liikevoiton kasvavan selvästi liikevaihtoa nopeammin maltillisen kulukehityksen ja ohjelmistoihin painottuvan myynnin rakenteen myötä.

Ennustamme vuoden 2014 liikevoiton nousevan 48 % vuodesta 2013 ja olevan 0,85 miljoonaa euroa eli 9,3 % liikevaihdosta. Käyttökatemarginaalin odotamme paranevan 2,3 prosenttiyksikköä 17,1 %:iin. Arvioimme, että yhtiö kykenee pitämään kulujen kasvun selvästi liikevaihdon kasvua pienempänä ja kulujen kasvavan vain 2 % viime vuodesta. Liikevoittoa tukee myös ennustamamme ohjelmistoihin painottuva kasvu, sillä konsultoinnin kate on ohjelmistoja alhaisempi. Nettotuloksen arvioimme olevan 0,79 miljoonaa euroa eli 8,6 % liikevaihdosta. Nettotulosta nostaa osaltaan vielä vuonna 2014 hyödynnettävissä oleva tutkimus- ja tuotekehitysmenoihin suunnattu verovähennysoikeus. Osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,07 euroon ja osinko on 0,04 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaa hieman yli 5 %:n osinkotuottoa.

Perustelemme varovaisia ennusteita heikolla näkyvyydellä lisenssimyynnissä ja konsultoinnin kasvutrendin heikkoudella.

Vuoden 2014 ennusteemme ovat hyvin maltillisia yhtiön 15 %:n liikevaihdon kasvutavoitteeseen nähden. Perustelemme varovaisuutta erityisesti ohjelmistolisenssien liikevaihdon kehityksen heikolla näkyvyydellä ja konsultoinnin heikolla kasvulla viimeisten kvartaalien aikana, johon odotamme trendikäännettä vasta loppuvuonna.

Q2-Q4'14 tulosennusteet ja Q1'13-Q1'14 toteuma



Lähde: Inderes

2015-16: kasvu kiihtyy

Odotamme kasvun kiihtyvän vuosina 2015-2016, mutta jäävän vain noin puoleen yhtiön 15 %:n tavoitteesta.

Arvioimme QPR:n kasvun kiihtyvän selvästi vuosina 2015 ja 2016, kun yhtiön uuden sukupolven ohjelmistojen kansainvälinen jälleenmyyntiverkosto laajenee ja kotimaan toiminnankehitys- ja prosessianalyysikonsultointi kasvaa edelleen. Kasvuennustemme jaksolla jäävät kuitenkin vain noin puoleen QPR:n tavoittelemasta 15 %:n keskimääräisestä kasvuvauhdista, sillä ennustamme konservatiivisesti sekä konsultoinnin että ohjelmistojen myynnin liikevaihdon olevan QPR:n tavoitetasoa hitaampaan.

Odotamme liikevaihtoon 7,5-8,4 %:n kasvua 2015-2016. Ennustamme vahvaa kasvua erityisesti ohjelmistojen vuokrauksen liikevaihtoon ja konsultointiin.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 9,8 miljoonaan euroon vuonna 2015, eli 7,5 %. Vuonna 2016 ennustamme kasvun kiihtyvän 8,4 %:iin ja liikevaihdon nousevan 10,7 miljoonaan euroon. Vuosien 2015-2016 kasvua ajaa ennustemallissamme sekä konsultoinnin että ohjelmistojen vuokrien myynnin kasvu. Vuoden 2015 kasvun painopiste on mallissamme konsultoinnissa, kun taas vuonna 2016 ohjelmistovuokrien kiihtyvä kasvu vaikuttaa liikevaihtoon positiivisimmin. Ennustamme hieman kiihtyvää laskua sekä lisenssimyynnin että ylläpitopalveluiden liikevaihdon kehitykseen vuosina 2015-2016.

Ennustamme liikevoittomarginaalin nousevan 10 %:n tasolle erityisesti ohjelmiston vuokrauksen kasvun myötä.

Liikevoitto kehittyy jaksolla hieman liikevaihtoa nopeammin. Ennustamme liikevoiton kasvavan 15 % vuonna 2015 ja 14 % vuonna 2016. Näillä ennusteilla liikevoittomarginaali nousee 10 %:iin vuonna 2015 ja 10,5 %:iin vuonna 2016. Odotamme vuosien 2015-2016 käyttökatemarginaalin yltävän noin 18 %:iin liikevaihdosta. Liikevoiton kasvuun vaikuttaa ennusteessamme positiivisimmin ohjelmiston vuokrauksen liikevaihtoon odottamamme voimakas kasvu. Konsultoinnin liikevoiton odotamme olevan noin 9 % liikevaihdosta. Ennusteemme vuoden 2015-2016 nettotulokseksi ovat 0,8 ja 0,9 miljoonaa euroa. Osakekohtainen tulos on ennusteessamme 0,07 euroa vuonna 2015 ja 0,08 euroa vuonna 2016. Ennustamme osingon säilyvän jaksolla 0,04 eurossa, mikä vastaa noin 5 %:n osinkotuottoa.

Toteuma 2009-2013 ja Inderesin ennusteet vuosille 2014-2017

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	6,6	6,9	7,5	9,3	8,7	9,2	9,8	10,7	11,3
EBITDA	1,2	1,3	1,3	1,6	1,3	1,6	1,8	1,9	2,0
EBIT	0,7	0,8	0,8	0,9	0,6	0,9	1,0	1,1	1,1
Tulos ennen veroja	0,7	0,7	0,7	0,8	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2
Nettotulos	0,5	0,5	0,5	0,7	0,5	0,8	0,8	0,9	0,9
EPS	0,04	0,04	0,04	0,05	0,04	0,07	0,07	0,08	0,08
Lv kasvu-%		5 %	9 %	24 %	-7 %	5 %	8 %	8 %	6 %
EBIT-%	11 %	11 %	10 %	9 %	7 %	9 %	10 %	11 %	10 %

Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä käytämme varovaisia kasvu- ja kannattavuusennusteita.

Vuodesta 2017 eteenpäin arvioimme varovaisuuden periaatteen mukaisesti QPR:n jatkavan noin 2,5-5 %:n orgaanista kasvua. Odotamme mallissamme ohjelmistolisenssien myynnin vaihtuvan kokonaan ohjelmistovuokriin vuoteen 2022 mennessä. Myytyjen ohjelmistolisenssien ylläpitopalveluiden tulovirran

odotamme jatkuvan suunnilleen vuoteen 2027 saakka. Keskipitkän aikavälin ennustemme (2017-2022) kasvu muodostuukin täysin ohjelmistovuokrauksen ja konsultointipalveluiden kasvusta. Ennustamme pitkän aikavälin (2023->) kasvun olevan 2,5 %:n tasolla. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä 10 %:n tasolta 9 %:iin.

7. Riskit

Osakkeeseen liittyviä merkittäviä riskejä, jotka voivat vaikuttaa arvostukseen.

QPR:n osakkeen liittyviä riskejä, jotka sijoittajan on hyvä huomioida. Sijoittajan kannalta keskeisimmät osakkeen arvokehitykseen liittyvät riskit ovat mielestämme seuraavat:

- **Jakelukanavan laajentamisessa epäonnistuminen:** Näkemyksemme mukaan QPR:n osakkeen arvokehityksen kannalta yksi keskeinen riski liittyy yhtiön mahdolliseen epäonnistumiseen uusien kansainvälisten jälleenmyyntikumppaneiden hankinnassa. Yhtiön uudet ohjelmistotuotteet ovat sinällään kilpailukykyisiä, mutta vain murto-osa aiempaa, ennen vuotta 2010 lanseerattua, tuoteportfoliota edustavista jälleenmyyjistä pystyy myymään tehokkaasti yhtiön uuden sukupolven ohjelmistoja. Pidämme tätä riskiä kuitenkin toistaiseksi pienenä, sillä yhtiö on osoittanut että uudet tuotteet kiinnostavat jälleenmyyjä niin kansainvälisesti kuin kotimaassa. Hyvä esimerkki tästä on Tiedon ja CGI:n kanssa sovitut yhteistyösopimukset.
- **Teknologiariskit:** QPR on panostanut merkittävän määrän resursseja ohjelmistokehitykseen, joiden tuottopotentiaali voi osoittautua odotettua pienemmäksi. Tällöin yhtiölle jää kustannuksia aktivoiduista tuotekehitysmenoista ja tuotteen ja myyntikanavan ylläpidosta ilman riittävää tulovirtaa tuotemyynistä. QPR on panostanut esimerkiksi ProcessAnalyzer-ohjelmistoon merkittäviä summia. Teknologiariskiä pienentää mielestämme suhteellisen lyhyt tuotekehitysmenojen poistoaika (4 vuotta) ja yhtiön tuotteiden vahva menestys tuotevertailuissa.
- **Avainhenkilöriskit:** QPR:n henkilöstömäärä on vielä suhteellisen pieni, joten liiketoiminta on jossain määrin riippuvaista yhtiöiden avainhenkilöiden sitoutumisesta yhtiöön. Avainhenkilöiden menettäminen tai siirtyminen yhtiön kilpailijaksi voi aiheuttaa asiakas- ja osaamisenmenetyksiä. Pidämme näitä riskejä kuitenkin yhtiön kannalta melko pieninä, sillä yhtiöillä on varsin vähän suorita kilpailijoita kotimarkkinallaan ja henkilöstö on vahvasti sitoutunut sekä sitoutettu uuden ohjelmisto- ja palvelutuotteiston kasvupotentiaalin hyödyntämiseen.
- **Osakkeen heikko likviditeetti:** QPR:n melko keskittynyt omistus ja yhtiön pieni markkina-arvo pienentää selvästi osakkeen likviditeettiä ja heikentää hinnanmuodostusta. Tämä on näkemyksemme mukaan yksi osakkeen merkittävimpiä riskejä ja olemme ottaneet sen huomioon hyväksymällä yhtiöille alemmat arvostuskertoimet arvonnäärityksessä.

8. Arvonmääritys

QPR:n arvostus rakentuu merkittävän orgaanisen kasvupotentiaalin ja vakaan operatiivisen kassavirran yhdistelmästä.

Arvonmäärityksen keskeisiä riskitekijöitä on osakkeen heikko likviditeetti ja kasvustrategian läpiviennin onnistuminen.

Painotamme arvonmäärityksessä lähivuosien arvostuskertoimia.

Suosimme arvostuksessa tulokseen pohjautuvia kertoimia.

Kuluvan vuoden P/E on 14,6x ja EV/EBITA 5,5x.

Pidämme osakkeen riski/tuottosuhdetta houkuttelevana.

Osiossa käymme läpi QPR:n osakkeen arvostuksen ja arvonmäärityksen pohjautuen aiemmin esitettyihin ennusteisiin. On tärkeää huomata että QPR:n osakkeen vaihtomäärät ovat varsin pieniä, joten osakkeen kurssi voi vaihdella melko voimakkaasti. Siksi raportissa esitetyt arvostuskertoimet saattavat muuttua nopeasti. Osakkeen arvioinnissa keskeisiä arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat yhtiön merkittävä orgaaninen kasvupotentiaali sekä vahva ja vaka, merkittävään jatkuvien tuottojen tulovirtaan nojaava operatiivinen kassavirta. Kasvupotentiaali on ollut osin piilossa voimakkaan myynnin rakenteen murroksen vuoksi. Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat osakkeen heikko likviditeetti, pienen yhtiön korkeampi riskitaso sekä kasvustrategian läpivientiin liittyvät riskit.

QPR:n tuote- ja palveluportfolion ja jälleenmyyntiverkoston uudistamiseen liittyen yhtiön kasvupotentiaali on vielä suhteellisen vaikeaa hahmottaa. Painotamme tästä syystä arvonmäärityksessä lähivuosien ennusteisiin pohjautuvia arvostuskertoimia ja jätämme rahavirtamallin (DCF) painoarvon pienemmäksi. Käytämme lisäksi vertailuryhmän hinnoitteluun pohjautuvaa arvonmääritystä tukemassa arvostuskerroin pohjaista arvonmääritystä.

Arvostuskertoimet

Käytämme QPR:n arvostustason arvioinnissa lähinnä tulokseen pohjautuvia arvostuskertoimia, sillä yhtiöillä ei ole aineettomien hyödykkeiden ja myyntisaatavien ohella merkittäviä omaisuuseriä. Suosimme hyvän vertailukelpoisuuden vuoksi erityisesti EV/EBITDA-kerrointa.

Ennusteidemme pohjalta QPR:n arvostuskertoimet vaikuttavat kohtuullisilta. Osakkeen EV/EBITDA on vuoden 2014 ennusteellamme mitattuna 6,2x. Vuoden 2015 kerroin laskee 5,4x tasolle. Vastaavat P/E-kertoimet ovat 14,3x ja 14,2x. Vuoden 2014 P/E-kerrointa laskee melko selvästi tuotekehitystyöhön myönnetyn verovähennyksen hyödyntäminen, joten ero 2015-kertoimeen jää ennustetusta tuloskasvusta huolimatta varsin pieneksi. Ennusteillamme yhtiön osinkotuotto on noin 5 % vuosille 2014 ja 2015.

Lähivuosille ennustamaamme yli 10 %:n vuosittaiseen EBITDA:n kasvuun nähden osakkeen arvostuskertoimia voidaan pitää kohtuullisina. Lisäksi osakkeen riskiprofiili on vakaan ja hyvän osinkotuoton kautta mitattuna hyvin maltillinen, joten pidämme kokonaisuutena katsoen osakkeen riski/tuotto-suhdetta tällä hetkellä varsin houkuttelevana. Muistutamme kuitenkin, että arvostuskertoimet ovat hyvin herkkiä liikevaihdon kasvuennusteille. Odotamme ennusteiden näkyvyyden paranevan kuluvan vuoden loppua kohden mentäessä, kun uusien jälleenmyyjien ja konsultointipalveluiden kasvupotentiaali alkaa hahmottua paremmin.

QPR:n arvostuskertoimet

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	0,88	0,99	0,93	0,94	0,94	0,94	0,94
EV	10,5	11,2	9,9	9,7	9,5	9,2	9,0
Markkina-arvo	11,0	12,3	11,2	11,3	11,3	11,3	11,3
Oma pääoma / osake	0,24	0,24	0,24	0,27	0,28	0,31	0,33
EV/S	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,9	7,2	7,7	6,2	5,4	4,8	4,5
P/E	21,4	18,3	21,5	14,3	14,2	12,4	12,2
P/B	3,7	4,1	3,9	3,5	3,3	3,1	2,8
Osinko per osake	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,0 %	4,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Tulospohjaisten kerrointen herkkyyshanalyysi

Herkkymallimme laskee kurssipotentiaalin eri kasvu- ja kannattavuustasoille.

Olemme tehneet yksinkertaistetun herkkyyshanalyysin osakkeen potentiaalin selvittämiseksi eri kasvu- ja kannattavuustasoilla. Analyysissä pidämme muut muuttujat ennallaan, mutta vaihdamme joko 2014-2016 keskimääräistä liikevaihdon kasvu tai EBIT-% ennusteita portaittain. Herkkymalli laskee tämän perusteella yhtiön osakekohtaisen tuloksen vuodelle 2016. Oletamme herkkymalleissa, että markkina hyväksyy osakkeelle ei-operatiivinen nettokassa huomioiden P/E-kertoimen 14x. Malli vertaa tämän perusteella saadun osakkeen hinnan muutospotentiaalia 0,96 euron kurssitasoon.

Kasvutavoitteen toteutuminen tarkoittaisi huomattavaa arvonnousupotentiaalia osakekurssiin.

Herkkyyshanalyysin perusteella QPR:n osake näyttää yllä esitettyihin kasvu- ja kannattavuusennusteisiimme nähden tällä hetkellä kohtuulliselta. Sen sijaan jos QPR saavuttaa 15 %:n keskimääräisen liikevaihdon kasvutavoitteen, on osake herkkyyshanalyysin perusteella nykykurssilla selvästi aliarvostettu. Esimerkiksi 15 %:n keskimääräinen kasvu 10 %:n liikevoittomarginaalilla tarkoittaisi noin 30 %:n nousupotentiaalia osakekurssiin. Kasvun jääminen 5 %:n tasolle 10 %:n liikevoittomarginaalilla tarkoittaisi herkkyyshanalyysin perusteella noin 2 %:n laskupotentiaalia nykyiseen osakekurssiin.

Tulospohjaisten kerrointen herkkyyshanalyysi

	Osakekohtainen tulos (EPS)					Hinta P/E-kertoimella 14x					Kurssipotentiaali osakekurssilla 0,96 €							
	keskimääräinen lv:n kasvu-% 2014-2016					keskimääräinen lv:n kasvu-% 2014-2016					keskimääräinen lv:n kasvu-% 2014-2016							
	0 %	5 %	8 %	15 %	20 %	0 %	5 %	8 %	15 %	20 %	0 %	5 %	8 %	15 %	20 %			
Liikevoittomarginaali-%	7 %	0,04	0,05	0,05	0,06	0,07	7 %	0,57	0,66	0,72	0,86	0,98	7 %	-41 %	-31 %	-25 %	-10 %	2 %
	8 %	0,05	0,05	0,06	0,07	0,08	8 %	0,65	0,75	0,82	0,99	1,12	8 %	-32 %	-22 %	-15 %	3 %	17 %
	9 %	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	9 %	0,73	0,85	0,92	1,11	1,26	9 %	-24 %	-12 %	-4 %	16 %	31 %
	10 %	0,06	0,07	0,07	0,09	0,10	10 %	0,81	0,94	1,02	1,23	1,40	10 %	-15 %	-2 %	7 %	29 %	46 %
	11 %	0,06	0,07	0,08	0,10	0,11	11 %	0,89	1,03	1,12	1,36	1,54	11 %	-7 %	8 %	17 %	41 %	61 %
	12 %	0,07	0,08	0,09	0,11	0,12	12 %	0,97	1,13	1,23	1,48	1,68	12 %	1 %	17 %	28 %	54 %	75 %
	13 %	0,08	0,09	0,09	0,11	0,13	13 %	1,06	1,22	1,33	1,60	1,82	13 %	10 %	27 %	38 %	67 %	90 %

Lähde: Inderes

Vertailuryhmä

Vertaamme QPR:n arvostusta yhdistelmään ohjelmisto- ja IT-palveluyhtiöitä.

Käytämme QPR:n vertailuyhtiöinä Pohjoismaisia ohjelmisto- ja IT-palveluyhtiöitä joiden tuotteet ja palvelut on suunnattu lähinnä yrityksille. Lisäksi olemme valinneet vertailuryhmään muutamia QPR:n kansainvälisiä pörssilistattuja kilpailijoita. Mielestämme näiden yhtiöiden tulosajurit ovat kokonaisuutena katsoen melko yhteneväisiä QPR:n liiketoimintojen kanssa.

QPR:n osake hinnoitellaan EV/EBITDA kertoimella selvästi alle vertailuryhmän.

Vertailuryhmän perusteella katsottuna QPR:n osake on hinnoiteltu 2014 ja 2015 EV/EBITDA-kertoimilla noin 20 % alle vertailuryhmän keskiarvon. P/E-kertoimilla katsottuna osake on hinnoiteltu selvästi keskiarvoa korkeammalle, mitä selittää lähinnä yhtiön vertailuryhmään nähden korkea nettokassa ja keskimäärin huomattavasti suuremmat aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistot. Mielestämme EV/EBITDA-kerroin onkin paras kerroin arvostustason vertailuun.

Hyväksymme osakkeelle vertailuryhmää alemman kertoimen heikon likviditeetin takia.

Hyväksymme QPR:n osakkeelle tässä vaiheessa vertailuryhmää selvästi alemman EV/EBITDA-kertoimen. Hyväksyttävää arvostuskerrointa heikentää merkittävästi yhtiön pienestä koosta ja osakkeen heikosta likviditeetistä johtuva riskipreemio ja toisaalta hieman parantaa liiketoimintamallin matalahko riskiprofiili. Osake on kuitenkin verrokkeihin nähden houkuttelevasti hinnoiteltu suhteellisen isoakin riskipreemioita käyttämällä. Esimerkiksi vertailuryhmälennuksen puolittaminen 10 %:iin indikoisi vielä selvää arvonnousupotentiaalia QPR:n osakkeeseen.

Vertailuryhmän arvostuskertoimet

Vertailuryhmä 16.5.2014: QPR Software

Ennusteet: Thomson Reuters

	P/E		EV/EBITDA	
	2014e	2015e	2014e	2015e
Affecto	15,9	7,9	7,5	5,6
Bouvet	12,2	10,3	6,7	5,7
Connecta AB	8,4	7,5	6,4	5,6
Digia	18,5	12,9	9,1	8,0
EVERY ASA	6,1	5,5	4,5	4,1
Enea AB	14,5	12,6	8,8	8,1
Innofactor *	15,2	12,6	10,0	7,4
HIQ International AB	13,3	9,7	8,8	7,0
Know IT AB	13,0	12,3	6,8	6,3
Tieto *	12,4	11,8	6,9	6,3
Tibco Inc.	16,7	14,5	9,2	8,2
Software AG	12,9	12,1	9,4	8,7
MEDIAANI	13,1	12,0	8,1	6,7
KESKIARVO	13,3	10,8	7,8	6,7
QPR Software	14,3	14,2	6,2	5,4
erotus-%	8 %	31 %	-21 %	-20 %

*Inderes ennuste

Lähde: Inderes,

DCF-analyysi

DCF-mallimme osakekohtainen arvo on 1,06 EUR

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallia (DCF) suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska rahavirtamalli on konservatiivista arvioista huolimatta varsin herkkä erityisesti pitkän aikavälin muuttujiin nähden. Rahavirtapohjainen arvonmääritysmallimme mukainen osakkeen arvo on 1,06 euroa, joka vastaa osakkeelle antamaamme tavoitehintaa.

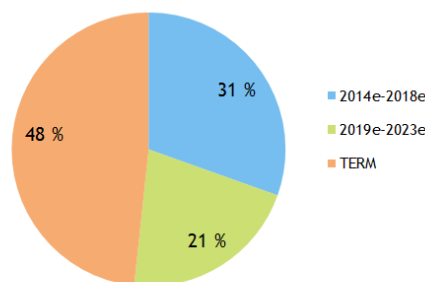
Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 5-8 %:n vauhtia ja saavuttaa noin 10 %:n liikevoittotason. Pitkällä aikavälillä (2018->) kasvu tasaantuu 3-5 %:n tuntumaan ja liikevoitto vakiintuu 9 %:n tasolle, jotta pitkän aikavälin oletusten painoarvo ei nouse mallissa liian suureksi. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo diskontattujen kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 50 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,8 % ja oman pääoman kustannus on myös velattomuudesta johtuen 9,8 %. Pääoman kustannuksessa käyttämämme riskitön korko on 4,0 %, markkinan riskipremio 4,8 %, likviditeettipremio 1,0 % ja beta 1. Käyttämämme diskonttauskorkoa nostaa erityisesti osakkeen heikko likviditeetti.

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TERM
Liikevoitto	0,6	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-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 rahoitustuot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operat. kassavirta	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	
+ 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	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
Vapaa oper. kassavirta	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	
+/- 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	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	15,3
Disk. vapaa kassavirta		0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	6,3
Disk. kum. vap. kassav.		11,9	11,2	10,5	9,8	9,2	8,6	8,1	7,6	7,1	6,7	6,3
Velaton arvo DCF		11,9										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		1,4										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		12,7										
Oman pääoman arvo DCF / osake		1,06										
Pääoman kustannus (WACC)												
Vero-% (WACC)												20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)												0,0 %
Vieraan pääoman kustannus												6,0 %
Yrityksen Beta												1,00
Markkinoiden riski-premio												4,8 %
Likviditeettipremio												1,0 %
Riskitön korko												4,0 %
Oman pääoman kustannus												9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)												9,8 %

Rahavirran jakauma eri vuosille



Lähde: Inderes,

Taulukot

Tuloslaskelma (tEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	7,5	9,3	8,7	9,2	9,8	10,7
Kulut	-6,2	-7,8	-7,4	-7,6	-8,1	-8,7
Käyttökate	1,3	1,6	1,3	1,6	1,8	1,9
Poistot	-0,6	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	-0,2
EBITA	0,8	0,9	0,6	0,2	0,4	0,5
Aineettomien hyödykkeiden poistot	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,7
Liikevoitto	0,8	0,9	0,6	0,9	1,0	1,1
<i>Liikevoiton kert. erät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kert. eriä</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,6</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>
Rahoituserät	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korkokulut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut rahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valuuttakurssierot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rahoitustuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	0,7	0,8	0,6	0,9	1,0	1,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,5	0,7	0,5	0,8	0,8	0,9
<i>Nettotulos ilman kert. eriä</i>	<i>0,5</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,5	0,7	0,5	0,8	0,8	0,9

Vastaavaa (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	2,5	2,4	2,4	2,6	2,7	2,8
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aineettomat oikeudet	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	5,3	4,6	5,8	5,9	6,4	6,9
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	4,2	3,1	4,4	4,6	4,9	5,3
Likvidit varat	1,0	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5
Taseen loppusumma	7,8	6,9	8,2	8,7	9,3	10,1

Vastattavaa (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Oma pääoma	3,0	3,0	2,9	3,2	3,4	3,7
Osakepääoma	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kertyneet voittovarot	1,8	2,0	2,1	2,4	2,6	2,9
Omat osakkeet	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muu oma pääoma	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	4,3	3,7	5,2	5,4	5,8	6,3
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	3,5	5,1	5,4	5,8	6,3
Taseen loppusumma	7,8	6,9	8,2	8,7	9,3	10,1

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12-kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroona. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

QPR Software - Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2010	2011	2013	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	7,5	9,3	8,7	9,2	9,8	10,7
EBITDA	1,3	1,6	1,3	1,6	1,8	1,9
EBITDA-marginaali (%)	17,6 %	16,7 %	14,8 %	17,1 %	18,0 %	18,1 %
EBIT	0,8	0,9	0,6	0,9	1,0	1,1
Voitto ennen veroja	0,7	0,8	0,6	0,9	1,0	1,1
Nettovoitto	0,5	0,7	0,5	0,8	0,8	0,9
Satunnaiserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tase	2010	2011	2013	2014e	2015e	2016e
Taseen loppusumma	7,8	6,9	8,2	8,7	9,3	10,1
Oma pääoma	3,0	3,0	2,9	3,2	3,4	3,7
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Korolliset nettovelat	-0,5	-1,1	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5
Kassavirta	2010	2011	2013	2014e	2015e	2016e
EBITDA	1,3	1,6	1,3	1,6	1,8	1,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	0,5	0,4	0,1	0,1	0,1
Operatiivinen kassavirta	1,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,8
Vapaa kassavirta	-0,2	1,3	0,8	0,8	0,8	0,9

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.

Per Osake	2010	2011	2013	2014e	2015e	2016e
EPS	0,04	0,05	0,04	0,07	0,07	0,08
EPS oikaistu	0,04	0,05	0,04	0,07	0,07	0,08
Operat. kassavirta per osake	0,10	0,15	0,14	0,13	0,14	0,15
Tasearvo per osake	0,24	0,24	0,24	0,27	0,28	0,31
Osinko per osake	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
Voitonjako, %	73 %	74 %	93 %	76 %	75 %	66 %
Osinkotuotto, %	3,4 %	4,0 %	4,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %
Tunnusluvut	2010	2011	2013	2014e	2015e	2016e
P/E	4,1	3,9	3,5	3,3	3,1	2,8
P / tangible book	17,4	12,7	15,5	11,5	10,0	8,1
P/B	3,7	4,1	3,9	3,5	3,3	3,1
Osinkotuotto-%	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
P/Sales	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/EBIT (oikaistu)	18,3	21,5	14,3	14,2	12,4	12,2

Yhtiön tiedot

CEO Jari Jaakkola
CFO Päivi Martti

Osoite: Huopalahdentie 24, 00350 Helsinki
Puhelin: +358 (0)290 001 150
Nettisivu: www.qpr.fi

Suurimmat omistajat

	-% osakkeista
Ulkomarkkinat Oy	13,8 %
Pelkonen Jouko Antero	12,6 %
Leskinen Vesa-Pekka	11,1 %
Alesco S.A.	10,8 %
AC Invest OY	10,4 %



Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki, Suomi

Puhelin: +358 10 219 4690

etunimi.sukunimi@inderes.com

www.inderes.fi

ind
r **e**
s

Research never sleeps

twitter.com/inderes