

QPR

Software

Vuosipäivitys

4/2015

**inde
res.**

Arvostus linjassa kasvupotentiaaliin

Nostamme QPR Softwaren tavoitehintaa 1,65 euroon (aik. 1,55 euroa), mutta laskemme osakkeen suosituksen vähennä-tasolle (aik. osta). Näemme uudistetun tuoteportfolion ja toimialan vahvojen kasvunäkymien kautta QPR:lla vahvaa tuloskasvupotentiaalia lähivuosille ja keskipitkällä aikavälillä. Pidämme yhtiön arvostustasoa kuitenkin lyhyen aikavälin ennusteisiimme nähden neutraalina, emmekä näe osakkeessa toistaiseksi selvää nousu- tai laskuvaraa.

Uudet tuotteet ja palvelut kiihdyttävät tuloskasvua

QPR:n vuosina 2009-2011 uudistetun tuote- ja palveluportfolion potentiaali alkoi realisoitumaan odotuksiemme mukaisesti vahvaksi liikevaihdon kasvuksi viime vuoden aikana. Erityisesti ohjelmistomyyntin kasvu on vahvistunut, kun panostukset kansainvälisen jakelukanavan laajentamiseen alkavat nyt kantamaan hedelmää. Myös yhtiön konsultointiliiketoiminnan kasvu kiihtyi vuoden lopulla ja nosti yhtiön liikevaihdon kasvun Q4:lla yhtiön asettaman 15 %:n tavoitetason yläpuolelle. Hyvin skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan kasvu heijastui vahvasti myös vuoden 2014 tulokseen, joka kasvoi 71 % vuodesta 2013.

Paljon potentiaalia pitkällä aikavälillä

QPR:n toimialan kasvunäkymät ovat IT-markkinan keskimääräistä kasvua paremmat ja suhdanneherkkyys kohtuullisen matala. Toimiala on edelleen hyvin pirstaloitunut ja vain muutamalla toimijalla on merkittävä markkinaosuus. Odotamme toimialan konsolidaation kiihtyvän vuosikymmenen loppuun mennessä ja näemme QPR:n yhtenä potentiaalisena toimialajärjestelyn kohteena. Pienestä koosta huolimatta näemme QPR:n kilpailuaseman kohtuullisen vahvana, sillä yhtiöllä on vahvaa menetelmä- ja käytännöntason osaamista sekä teknologisesti edistyneitä patentoituja ohjelmistoratkaisuja.

Ennustamme jatkoa vahvalle tuloskasvulle

Arviomme mukaan QPR:n liikevaihdon kasvu kiihtyy lähivuosina yhtiön tavoittelemalle 15 %:n tasolle. Odotamme kasvun painottuvan edelleen hyvin skaalautuvaan ohjelmistomyyntiin, vaikkakin ennustamme myös konsultointipalvelujen kasvun kiihtyvän viime vuosiin nähden. Näemme skaalautuvuuden kautta myös kannattavuudessa edelleen nousupotentiaalia nykytasolta ja ennustamme yhtiölle 25-35 %:n tuloskasvua lähivuosina.

Osake hinnoittelee lähivuosien kasvunäkymät

QPR:n osakekurssi on noussut 12 kk:n aikana yli 80 % ja ylittänyt siten saavutetun tuloskasvuvauhdin. Tulospohjaisten kerrointen (2015e EV/EBITDA 8x ja P/E 17x) sekä vertailuyhtiöiden arvostuksen perusteella katsottuna emme näe osakkeessa lyhyellä tähtäimellä selkeää nousu- tai laskupotentiaalia. Vahva kassavirta mahdollistaa kuitenkin ennusteemme perusteella vielä yli 4 %:n osinkotuoton. Pitkällä aikavälillä näemme kuitenkin osakkeessa edelleen nousupotentiaalia, etenkin jos yhtiö pystyy kasvamaan odotuksiamme nopeammin ohjelmistomyyntiä. Lisäksi pidämme QPR Softwarea erittäin potentiaalisena ostokohteena konsolidoituvalla markkinalla.

Analyytikko

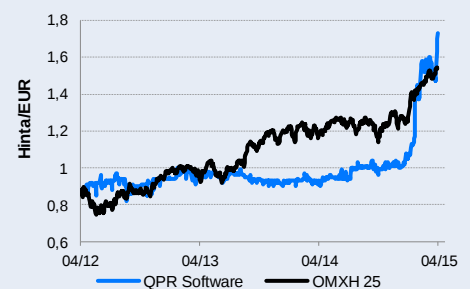
Petri Aho
+ 358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus

Vähennä

Tavoitehintaa: 1,65 €



Eilisen päätös

1,73 EUR

12 kk vaihteluväli

0,90-1,75 EUR

Potentiaali

-5 %

Avainluvut

	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	9,5	10,9	12,5
- kasvu-%	10 %	14 %	15 %
EBIT	1,1	1,5	1,9
- EBIT-%	11,5 %	14,0 %	15,0 %
Tulos ennen veroja	1,1	1,5	1,9
Nettotulos	0,9	1,2	1,5
EPS (oik.)	0,07	0,10	0,13
Osinko	0,05	0,07	0,09
- Osinkosuhde	67 %	69 %	72 %
P/E	13,6	17,0	13,8
P/B	3,8	5,0	4,3
P/S	1,3	1,9	1,7
EV/EBIT	9,8	12,2	9,6
EV/EBITDA	5,8	7,9	6,4
EV/Liikevaihto	1,1	1,7	1,4
Osinkotuotto-%	5,0 %	4,0 %	5,2 %

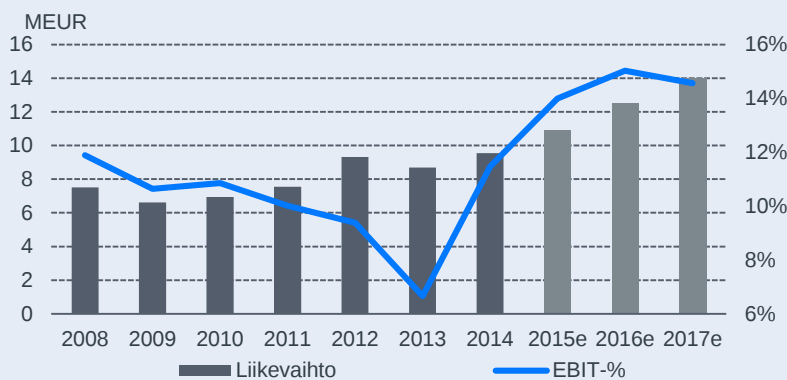
Lähde: Inderes

QPR Software yhteenveto

Sijoitusnäkemys

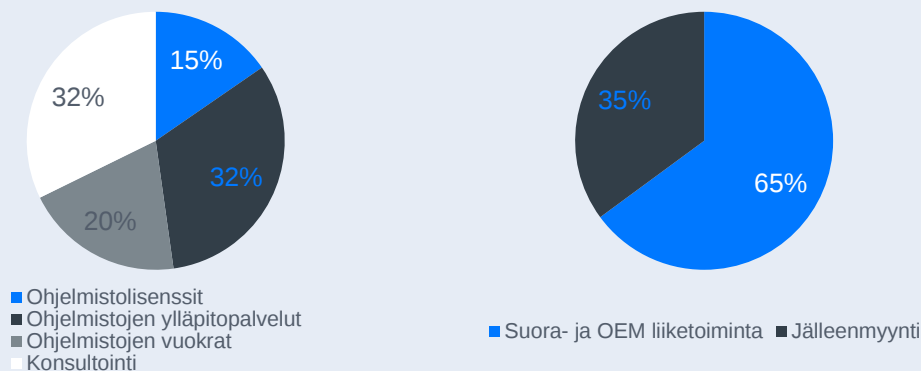
Arvoajurit	➤	- Vahva kasvupotentiaali uusissa ohjelmistoissa ja palveluissa - Merkittävä osa liiketoiminnasta hyvin skaalautuvaa ja jatkuvaa - Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli ja korkea rahavirta	➤	 Vähennä Tavoitehinta: 1,65 €
Riskitekijät	➤	- Yhtiön suhteellisen pieni mittakaava ja resurssit - Kansainvälisen jakelutien laajentamisen epäonnistuminen - Teknologiariskit		
Arvostus	➤	- Vakaa osingonmaksaja - Arvostuskertoimet linjassa lähivuosien kasvupotentiaaliin - Potentiaalinen ostokohde konsolidoituvalla markkinalla		

Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Inderes

Liikevaihdon jakauma 2014



Lähde: Inderes

Arvostus 2015e



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	5
Toimiala ja kilpailukenttä	9
Liiketoimintamalli, tuotteet ja palvelut	14
Taloudellinen tilanne	18
Ennusteet ja arvostus	21
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	26
Tiivistelmä	28
Vastuuvapauslauseke	29

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili

QPR Software on yksityisen ja julkisen sektorin organisaatioiden toiminnan kehittämiseen suunnattujen ohjelmistojen, ratkaisujen ja konsultointipalveluiden tarjoaja. Yhtiö on tehnyt viime vuosina merkittäviä investointeja uusiin ohjelmistotuotteisiin ja palveluihin, mikä heijastuu nyt vahvana tulokasvuna. Yhtiön strategisena tavoitteena on 15 %:n vuosittainen orgaaninen kasvu lähivuosina. Sijoittajille QPR profiloituu vahvasti kasvavana ja selkeästi fokusoituneena ohjelmisto- ja konsultointiyhtiönä, jonka liikevaihdon näkyvyyttä parantaa merkittävä jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta. Isoista tuotekehityspanostuksista huolimatta yhtiö on tuottanut jatkuvasti vahvaa kassavirtaa, mikä on mahdollistanut tasaisen hyvän osinkovirran. Lähivuosien kasvutavoitteiden saavuttaminen edellyttää kuitenkin onnistumista kansainvälisen jakelukanavan ja kotimaisen konsultointitoiminnan laajentamisessa.

Yhtiökuvaus

Organisaatioiden toiminnan kehityksen ohjelmisto- ja konsultointiyhtiö

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 tarjooma koostuu valmisohjelmistoista ja niiden käyttöä ja käyttöönottoa tukevista ratkaisuista sekä toiminnan kehityksen konsultointipalveluista.

Yhtiö tarjoaa tällä hetkellä kokonaisvaltaisia konsultointipalveluita käytännössä vain Suomessa. Ohjelmistotoimituksia tehdään jakelijakumppaneiden kautta yli 50 maahan ja QPR:n ohjelmistoja on käytössä maailmanlaajuisesti yli 1500 organisaatiolla. Noin 60 % yhtiön liikevaihdosta syntyy kuitenkin Suomesta. QPR:n palveluksessa oli vuoden 2014 lopussa 78 henkilöä.

QPR:n vuoden 2014 liikevaihto oli 9,5 miljoonaa euroa, jossa oli kasvua vuoteen 2013 verrattuna 10 %. Vuosina 2009-2014 yhtiön liikevaihto on kasvanut yli 40 % ja liikevoitto on ollut keskimäärin noin 10 % liikevaihdosta.

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 yli 50 %:a QPR:n liikevaihdosta vuoden 2014 lopussa.

Liiketoimintarakenne

Liikevaihdosta noin kaksi kolmasosaa tulee suora- ja OEM-liiketoiminnasta ja kolmasosa jälleenmyyntikanavan kautta. Tuotealueittain jaettuna ohjelmistojen ylläpitopalvelut vastasivat vuonna 2014 liikevaihdosta 32 %, konsultointi 32 %, ohjelmistojen vuokrat 20 % ja ohjelmistolisenssit 15 %.

Jatkuvien tuottojen (ohjelmistojen ylläpitopalvelut ja ohjelmistojen vuokrat) osuus kokonaisliikevaihdosta oli 52 % vuonna 2014.

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.

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

Strategia tähtää kovaan kasvuun

QPR:n nykyinen strategia on saanut alkunsa vuonna 2009 lopulla, jolloin yhtiö päätti panostaa kasvuun erityisesti 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 2014 loppuun mennessä liikevaihto oli kasvanut noin 45 %, joten vuonna 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 konsultoinnin ja prosessianalyysipalveluiden kasvattamisella Suomessa sekä tarjoamalla monistettavia ratkaisupalveluja jälleenmyyjille ohjelmistomyyntiin tueksi. Strategiaan pohjautuva kasvutavoite on vuosina 2015-2017 yltää keskimäärin noin 15 %:n prosentin vuotuisen kannattavaan, orgaaniseen kasvuun.

QPR keskittyy vuosina 2015-2017 neljään eri strategiseen tavoitteeseen:

- Yhtiö laajentaa uusien ohjelmistotuotteiden (QPR EnterpriseArchitect ja QPR ProcessAnalyzer) kansainvälistä jakelukanavaa.
- Suomessa yhtiö jatkaa kokonaisarkkitehtuuri-liiketoiminnan 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 myyntiin vauhdittamiseksi.

Sijoitusprofiili

Kannattavaa kasvua

Sijoittajille QPR profiloituu nopeasti ja kannattavasti kasvavana sekä 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 jossain määrin heikentänyt erityisesti elinkaarensa loppupuolelle siirtyneiden ohjelmistojen lisenssimyyntin hidastuminen. Isoista tuotekehityspanostuksista huolimatta yhtiö on tuottanut jatkuvasti vahvaa kassavirtaa, mikä on mahdollistanut tasaisen hyvän osinkovirran.

Osakkeen likviditeetti on yhtiön pienestä koosta, suhteellisen matalasta markkina-arvosta ja omistuksen keskittymisestä huolimatta kohtalainen. Tästä huolimatta sijoittajien on hyvä huomata, että QPR Softwaren osakekurssi voi vaihdella tuloskehityksen ja -odotusten muutoksien myötä melko voimakkaasti. Siksi raportissa esitetyt arvostuskertoimet ja ennusteet saattavat muuttua nopeasti.

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.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan QPR Softwaren osakkeeseen liittyy useita osakkeen arvonkehitystä potentiaalisesti tukevia arvoajureita. Sijoittajien kannalta keskeisimmät positiiviset arvoajurit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Korkea skaalautuvuus:** QPR:n liiketoimintamalli on ohjelmistotuotteiden osalta vahvasti skaalautuva. Yhtiön kustannusrakenne on lyhyellä tähtäimellä suhteellisen kiinteä, joten ohjelmistomyyntissä saavutettu kasvu siirtyy lähes suoraan tulosriville.
- **Merkittävä orgaaninen kasvupotentiaali:** Organisaatioiden toiminnan kehityksen palveluiden ja ohjelmistojen markkinat kasvavat tällä hetkellä vahvasti heikosta yleisestä talousympäristöstä huolimatta. Näkemyksemme mukaan QPR:n ohjelmistojen ja palveluiden kilpailukyky on kasvanut uudistetun tarjoaman myötä merkittävästi, mikä tarjoaa yhtiölle huomattavaa orgaanista kasvupotentiaalia lähivuosina.
- **Jatkuvat tuotot:** QPR:n liikevaihdosta noin 50 % muodostuu suhteellisen pitkän ja tasaisen kysyntänäkömän omaavista jatkuvista palveluista, joihin yhtiö laskee ohjelmistovuokrat ja ylläpitomaksut. Jatkuvat palvelut tarjoavat lisäksi tasaista ja etupainotteista kassavirtaa.
- **Matala pääoman tarve:** Yhtiön liiketoimintamalli ja kasvu sitoo vain vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat tuotekehityskuluja lukuun ottamatta hyvin pieniä. Tämän ansiosta liiketoimintamallin potentiaali kassavirran tuottamiseen on erinomainen ja yhtiö voi jakaa merkittävän osan tuloksesta osinkoina.
- **Potentiaalinen yritysostokohte:** Pidämme QPR Softwarea potentiaalisena yritysostokohteena, kun toimialan konsolidaatio etenee. Arvioimme yhtiön tuotteiden ja teknologioiden kiinnostavan eritoten isoja ohjelmistotaloja, kun ne laajentavat ja täydentävät portfolioitaan.

Riskit

QPR Software osakkeeseen sisältyy näkemyksemme mukaan myös normaalia korkeampi riskitaso. Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan:

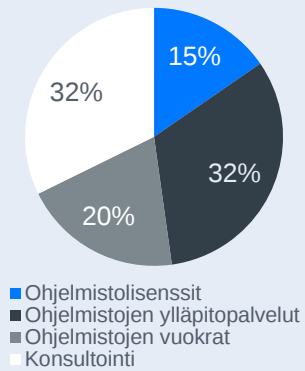
- **Pieni kokoluokka:** QPR on mittakaavaltaan ja resursseiltaan suhteellisen pieni yhtiö. Merkittävät muutokset asiakaskunnassa tai jakeluverkossa voivat siten heikentää selvästi yhtiön tuloskehitystä ja kykyä liiketoiminnan kehittämiseen. Lisäksi yhtiön toiminta on keskittynyt varsin kapealle segmentille ja Suomeen.
- **Jakelukanavan kehittyminen:** Yhtiön ohjelmistomyyntin kehittyminen on riippuvaista yhtiön menestyksestä uusien kansainvälisten jälleenmyyntikumppaneiden hankinnassa. Yhtiön uudet ohjelmistotuotteet vaativat jälleenmyyntikanavalta suhteellisen paljon osaamista, minkä vuoksi yhtiö ei

välttämättä löydä kasvuvauhdin ja markkinaosuuden ylläpitämiseksi riittävää määrää sopivia jälleenmyyjä.

- **Avainhenkilöriskit:** QPR:n henkilöstömäärä on suhteellisen pieni, joten liiketoiminnan kehittyminen on jossain määrin riippuvainen yhtiön avainhenkilöiden sitoutumisesta yhtiöön. Avainhenkilöiden menettäminen tai siirtyminen yhtiön kilpailijaksi voi aiheuttaa asiakas- ja osaamismenetyksiä.
- **Teknologiariskit:** QPR panostaa merkittävän määrän resursseistaan ohjelmistokehitykseen, minkä tuottopotentiaali voi osoittautua kilpailevien tuotteiden tai teknologioiden vuoksi merkittävästi odotettua pienemmäksi. Tällöin yhtiölle voi jäädä kustannuksia aktivoiduista tuotekehitysmenoista ja tuotteen sekä myyntikanavan ylläpidosta ilman riittävää tulovirtaa tuotemyynnistä. QPR on saanut keväällä 2015 patentin suojaamaan keskeistä teknologiaansa, mikä suojaa yhtiötä jatkossa aiempaa paremmin teknologiariskeiltä.

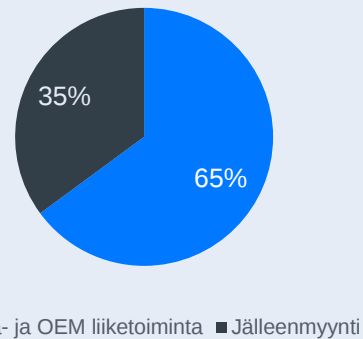
QPR Softwaren liiketoiminta

Liikevaihdon jakauma tuoteryhmittäin, 2014



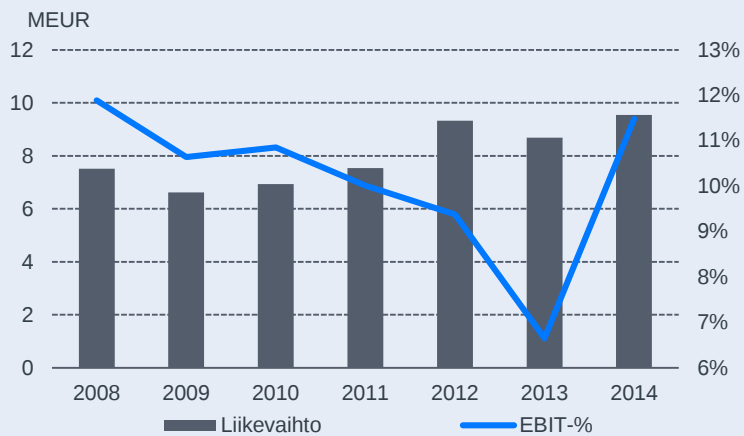
Lähde: QPR Software, Inderes

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin, 2014



Lähde: QPR Software, Inderes

Liikevaihto ja EBIT-%, 2008-2014



Lähde: QPR Software, Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä

QPR:n päämarkkinoita ovat organisaatioiden toiminnan kehityksen ohjelmisto- ja konsultointimarkkinat. Ohjelmistoissa yhtiön markkinat ovat globaalit, mutta konsultointipalveluiden markkinat ovat pääosin Suomessa. QPR:n toimialan kasvunäkymät ovat IT-markkinan keskimääräistä kasvua paremmat ja suhdanneherkkyys kohtuullisen matala. Toimiala on edelleen pirstaloitunut ja vain muutamalla toimijalla on merkittävä markkinaosuus. Odotamme toimialan konsolidaation kiihtyvän vuosikymmenen loppuun mennessä ja näemme QPR:n yhtenä potentiaalisena toimialajärjestelyn kohteena. Pienestä koosta huolimatta näemme QPR:n kilpailuaseman kohtuullisen vahvana, sillä yhtiöllä on vahvaa menetelmä- ja käytännöntason osaamista toiminnan kehityskonsultoinnissa sekä teknologisesti edistyneitä ohjelmistoratkaisuja.

Toimiala

Päämarkkinoina organisaatioiden toiminnan kehityksen ohjelmistot ja konsultointi

QPR:n ohjelmistotuotteet ja konsultointipalvelut ovat osa vahvasti 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 prosessimallinnus -markkinan päälle (Business process analysis (BPA)).

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 määritettyä tavoitetta. EA-ohjelmistot ja konsultointipalvelut tukevat EA:n mallintamista, analysointia, kehittämistä ja kommunikointia.

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

EA ja EBPA -markkinan ohjelmistojen loppukäyttäjiä ovat isojen, tyypillisesti yli 500 hengen, organisaatioiden kokonaisarkkitehtuurista vastaavat henkilöt (esim. yhtiön CIO), prosessianalytikot, liiketoiminta-analytikot 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.

Toimialan koko ja arvon jakautuminen

QPR:n johdon tekemän, useaan markkinalähteeseen pohjautuvan arvion mukaan EBPA ohjelmistolisenssien ja ylläpitomaksujen markkina on kooltaan kokonaisuutena noin 750 miljoonaa dollaria. 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 tarjoaa omia konsultointipalveluja lähinnä Suomessa. Suomessa QPR kilpailee johdon karkean arvion mukaan noin 70 miljoonan euron suuruisella organisaatioiden toiminnan kehittämisen konsultointimarkkinalla.

Toimialan suhdanneherkkyys on suhteellisen matala

Pidämme EA- ja EBPA-ohjelmistojen ja konsultointipalvelujen kysynnän suhdanneherkkyttä 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 myös hyvä huomioda että EA- ja EBPA-ohjelmistot ovat käyttöönottokustannuksiltaan ja -mittakaavaltaan varsin pieniä, joten niiden hankintaa ei useinkaan lasketa organisaatioissa kulubudjetteja huomattavasti suhdanneherkempiin investointibudjetteihin.

Toimialan kasvuajurit

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 1) kasvava yritysjärjestelyjen määrä (fuusio, irtautuminen, yritysosto), 2) organisaatioiden kansainvälistyminen, 3) tietojärjestelmien uudistamis- ja

harmonisointitarpeet, 4) yhä kiihtyvään liiketoimintaympäristön muutosnopeuteen sopeutuminen, 5) digitalisaation myötä tapahtuva analysoitavan tiedon määrän räjähdysmäinen kasvu sekä 6) julkisen sektorin rakennemuutokset ja kasvaneet tehostustarpeet.

EBPA-ohjelmistojen ja -palveluiden kysyntää ajaa erityisesti kasvava tarve liiketoimintatiedon ja -prosessien reaaliaikaiseen seurantaan ja hallintaan tietojärjestelmien sisältämän tiedon perusteella. Kypsemmillä, suorituskyvyn mittaamiseen suunnattujen ohjelmistojen markkinoilla kysyntää ohjaa tarve integroituihin ja helppokäyttöisiin palveluihin.

Toimialan kasvuennusteet

Gartner arvioi globaalin IT-markkinan kasvuksi kuluvana vuonna 3,1 % kiinteillä valuuttakursseilla laskettuna. Analyysiyhtiön ennusteen mukaan markkinasegmenteistä kasvaa nopeimmin yritysohjelmistot (5,5 %), johon myös QPR:n edustamat ohjelmistot kuuluvat. Gartner ennakoii globaalissa ennusteessaan myös toimialan konsolidaation kiihtymistä. Gartnerin ennusteen mukaan Suomen IT-kokonaismarkkinat kasvoivat viime vuonna 2,4 %. Vuonna 2015 kasvu hidastuu 2,1 %:in ennen kaikkea ohjelmistomarkkinoiden kasvu hidastumisen vetämänä. Lisäksi IT-palveluiden myynti kasvaa maltillisesti. Nopeimmin kasvavia alueita ohjelmistomarkkinassa ovat erityisesti business intelligence -järjestelmät, sisällön ja dokumenttien hallinta ja tietoturva.

Näkemyksemme mukaan EA- ja EBPA-ohjelmistotuotemarkkinoiden kasvu ylittää selvästi yritysohjelmistojen yleisen markkinakavun 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 vasta kuluvan vuosikymmenen loppupuolella, 3) Gartnerin tutkimuksen perusteella EA-ohjelmistovalmistajien myynnin kasvu on ollut viime vuosina 20-35 % vuodessa ja 4) Gartnerin tekemän globaalin kyselyn mukaan yli 60 % yritysjohtajista kertoo yhtiöidensä seuraavan 5-vuoden investointien painopisteen olevan business analytics -investoinneissa.

Konsultointipalveluiden markkinakavusta ei ole saatavilla tarkkoja ennusteita. QPR:n 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.

Prosessianalyysipalveluiden markkinakavusta ei ole käytettävissä tietoja. Arvioimme kuitenkin QPR ProcessAnalyzer-ohjelmistoon perustuvan automatisoidun prosessianalyysikonsultoinnin markkinan olevan selvässä

kasvussa, vaikkakin markkinan koko on vielä absoluuttisesti pieni.

QPR arvioi kokonaisarkkitehtuuriin perustuvien toiminnankehityspalvelujen ja ohjelmistojen kysynnän kehittyvän myönteisesti niin kotimarkkinoilla Suomessa kuin laajemminkin Euroopassa. Yhtiön tavoitteena on vuosina 2015-2017 yltää keskimäärin noin 15 prosentin vuotuiseseen kannattavaan, orgaaniseen kasvuun.

Toimialan konsolidaatio

Konsolidoituminen vielä alussa

QPR:n toimiala on kokonaisuutena vielä 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 tuote- ja teknologiatarjoaman 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 aktiivinen muun muassa Software AG, joka on laajentanut ja vahvistanut tuoteportfoliotaan useilla yrityskaupoilla viime vuosina. Vuonna 2013 Software AG osti erityisesti IT-portfolioiden ja kokonaisarkkitehtuuriin hallintaan keskittyneen Alfabetin, CEP-ohjelmistoihin keskittyneen Apaman sekä tiedon visualisoitiin ja analytiikkaan erikoistuneen JackBe:n. Yrityskaupoista ei ole saatavilla taloudellisia tietoja.

QPR yritysostokohteena

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. Lisäksi 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 72 % yhtiöstä. Näin ollen riittävän korkealle tarjoukselle voisi olla näkemyksemme mukaan hyvät läpimenon edellytykset.

QPR yritysostajana

Yritysostot eivät ole QPR:n johdon mukaan merkittävä osa yhtiön strategiaa, vaikka yhtiö onkin tehnyt muutaman

yrittösten 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 organisen kasvun kuin yrityskaupan kautta.

Kilpailukenttä

Hajanainen kilpailukenttä

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 sekä liikkeenjohdon konsulttitalot kuten Deloitte ja Accenture. QPR:n markkinaosuus ohjelmistoissa on Suomessa karkeasti arvioiden hieman yli 50 % ja konsultoinnissa 5 %. Suomen ulkopuolella QPR:n markkinaosuus on käsityksemme mukaan vain noin 2 % kokonaismarkkinoista.

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 konsultoinnin osalta mm. SAP:iin erikoistuneiden ja laaja-alaisten liikkeenjohdon konsulttitalojen kanssa. QPR:n kannalta keskeisiä kilpailijoita ohjelmistoissa ovat iGrafx, Software AG, Trous, Casewise.

Isot IT-järjestelmä ja ohjelmistotoimittajat:

- **IBM (NYSE: IBM)** kuuluu maailman johtaviin IT-järjestelmä- ja ohjelmistotoimittajiin. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna 93 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 87 miljardin dollarin liikevaihdolla. Microsoftin Visio-ohjelmisto on EBPA-markkinoiden yleisimmin käytetty ohjelmisto. Ohjelmistoa käytetään erityisesti perustason prosessikuvaamiseen.
- **SAP (SAP:Xetra)** on Euroopan suurin ja maailman neljänneksi suurin ohjelmistovalmistaja. Se on maailman suurin yritysohjelmistojen valmistaja 17,6 miljardin euron liikevaihdolla. SAP on erikoitunut ERP- eli toiminnanohjausjärjestelmiin liittyviin tuotteisiin. Vaikka SAP:n tarjooma 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 liiketoimintaprosessin johtamisen ohjelmisto. Yhtiön liikevaihto oli 858 miljoonaa euroa vuonna 2014. 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 raportoiden markkinatiedon perusteella noin 20 miljoonaa euroa.
- **iGrafx** on EA- ja EBPA-ohjelmistotuotteisiin ja konsultointiin erikoistunut amerikkalainen listaamaton yhtiö. iGrafx on tuotteillaan yksi QPR:n pääkilpailijoista useilla markkinoilla. Yhtiöllä on asiakkaitaan merkittävä osa USA:n isoimmista yhtiöistä. Yhtiön liikevaihto on Gartnerin raportoiden 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 raportoiden markkinatiedon perusteella noin 50 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. Yhtiö on liikevaihdoltaan QPR:n kokoluokkaa.
- **TIBCO Software** on liiketoimintatiedon käsittelyyn erikoistunut amerikkalainen ohjelmisto- ja konsultointitalo. Yhtiön tuotteita käytetään liiketoimintatiedon mittaamiseen, analysointiin, käsittelyyn ja hallintaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 noin 920 miljoonaa dollaria, mutta se on QPR:lle relevanteilla markkinoilla melko pieni tekijä. Pääomarahasto Vista Equity Partners osti TIBCO:n osakekannan joulukuussa 2014. Kauppahinta oli 4,3 miljardia dollaria mikä vastasi EV/EBITDA-kerrointa 18x.
- **Trous** on yhdysvaltalainen listaamaton EA-ohjelmistoihin ja -konsultointiin erikoistunut yhtiö. Yhtiön tuotteet kilpailevat erityisesti QPR:n EnterpriseArchitect-ohjelmiston kanssa. Yhtiö on liikevaihdoltaan QPR:n kokoluokkaa.

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.

Kilpailutekijät

Kilpailuetuna vahva erikoisosaaminen

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.

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

Hyvänä osoitus QPR:n teknologisesta osaamisesta on myös USA:n patenttiviranomaisen yhtiön kehittämälle organisaatioiden tietojärjestelmistä saatavaa tapahtumatietoa hyödyntävälle teknologialle myöntämä patentti. Pidämme patentin saamista hyvin positiivisena uutisena QPR:n keskipitkän ja pitkän aikavälin tuloskasvu- ja arvonnousupotentiaalin kannalta, sillä 1) se lisää QPR:n edistyskellisen ProcessAnalyzer-ohjelmiston teknologista uskottavuutta ja myyntipotentiaalia, 2) parantaa mahdollisuuksia QPR:n ohjelmistojen ja palvelujen myymiseen osana globaalien ohjelmistotoimittajien laajalle levinneitä standardoituja ohjelmistotalustoja sekä 3) kasvattaa QPR:n kiinnostavuutta ja arvoa yritysostokohteena.

Kilpailuetua syö yhtiön pieni koko

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.

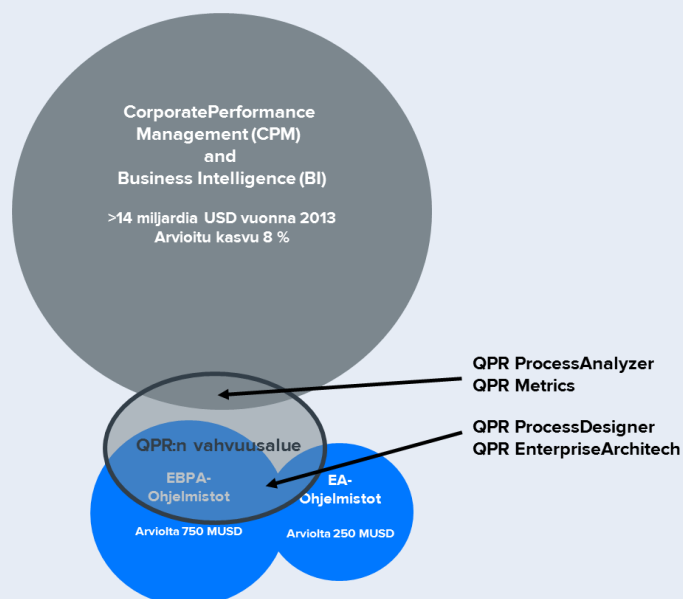
Heikko kansainvälinen tunnettuus tekee jakelukanavan kehittämisestä hidasta ja nostaa jakelukanavan kustannuksia. Vahva jakelukumppaniverkosto on alalla tärkeä erityisesti siitä syystä, että asiakkaiden kynnys vaihtaa ohjelmistoa on korkea ja siten ensimmäisenä

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 ja noteerauksia muun muassa Gartnerilta.

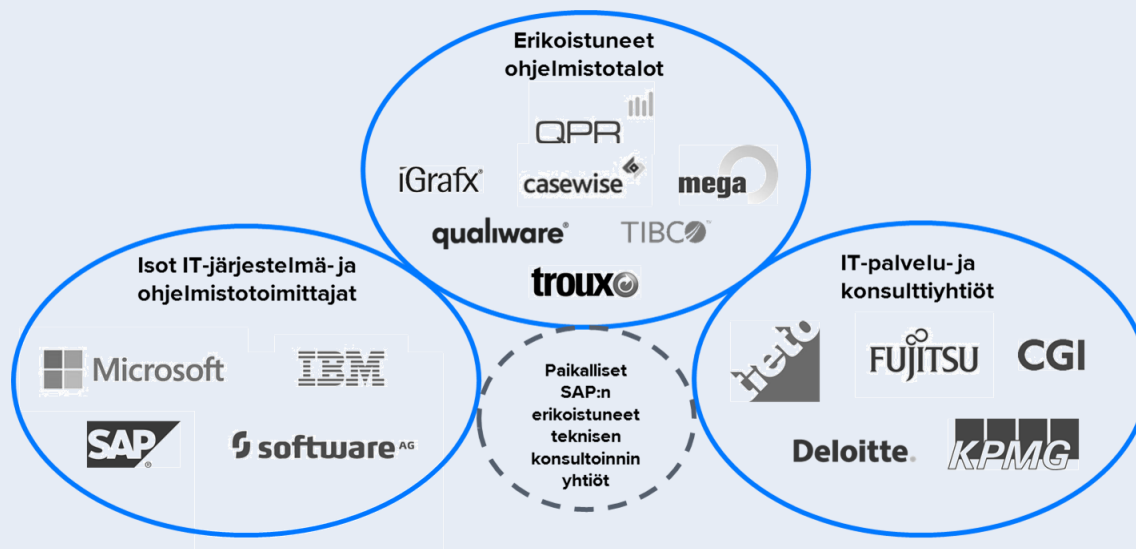
QPR:n kilpailukenttä

QPR:n asemoituminen ohjelmistomarkkinoilla



Lähde: Inderes, QPR Softwaren johdon arviot

QPR:n kilpailukenttä



Lähde: Inderes

Liiketoimintamalli, tuotteet ja palvelut

QPR:n liiketoimintamalli on hyvin skaalautuva, sillä noin 2/3-osaa yhtiön liikevaihdosta muodostuu standardoitujen ohjelmistoratkaisujen mynnistä. Loput noin 1/3 QPR:n liikevaihdosta muodostuu organisaatioiden toiminnan kehityskonsultoinnista. Lisäksi noin 50 % yhtiön liikevaihdosta on ylläpito- ja ohjelmistovuokrista muodostuvaa jatkuvaa liikevaihtoa, mikä tekee ohjelmistoliiketoiminnasta kohtuullisen hyvin ennustettavan ja vakaan. QPR:n tuote- ja palveluportfolio on uudistunut merkittävästi viimeisen viiden vuoden aikana ja merkittävä osa yhtiön kasvusta ja liikevaihdosta muodostuu nykyään uusista tuotteista ja palveluista. Näemme erityisesti patentoituun teknologiaan perustuvassa QPR ProcessAnalyzer-ohjelmistossa ja siihen perustuvissa datalähtöisen prosessianalyysin palveluissa vahvaa kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä.

Liiketoimintamalli

Standardoituja ohjelmistotuotteita ja erikoistuneita konsultointipalveluja

QPR:n liiketoimintamalli koostuu yhdistelmästä yhtiön oman tuotekehitystyön tuloksena syntyneistä standardoituja ohjelmistotuotteita (noin 2/3 liikevaihdosta) ja samoille osaamisalueille pääasiassa pohjautuvia konsultointipalveluja (1/3 liikevaihdosta).

QPR:n liiketoimintamallin skaalautuvuus on kokonaisuutena katsoen hyvä, sillä ohjelmistomyyntin kasvu ei heijastu lyhyellä aikavälillä juurikaan kulurakenteeseen ja konsultointipalvelut sisältävät asiakaskohtaisesta räätälöinnistä huolimatta suhteellisen paljon monistettavia elementtejä. Liiketoiminnan skaalautuvuuden heijastumista kannattavuuteen heikentää kuitenkin jossain määrin aktivoitujen tuotekehitysmenot, uuden sukupolven tuotteiden kehitysmenot ja konsultoinnin osuuden kasvaminen liikevaihdosta.

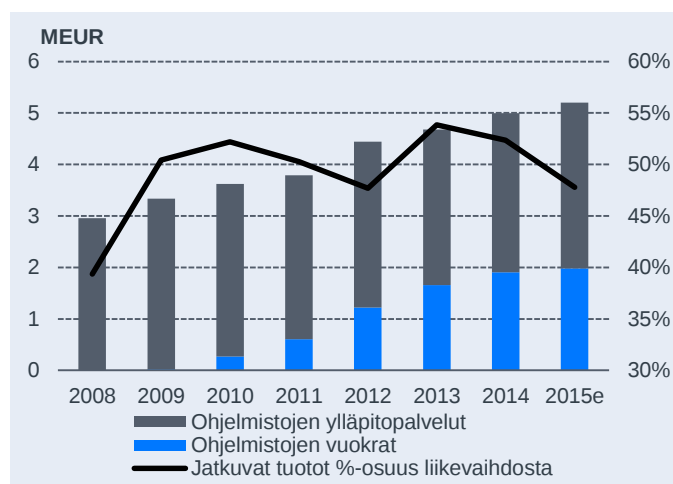
Ohjelmistovuokraus ja ylläpitopalvelut tuovat jatkuvuutta liikevaihtoon

QPR myy ohjelmistoja lisenssipohjaisesti ja jatkuvina ohjelmistovuokrasopimuksina. Yhtiö on kasvattanut viime vuosien aikana ohjelmistojen myynnissä selvästi ohjelmistovuokrauksen osuutta. Ohjelmistovuokramallin kautta myydyin ohjelmiston myynti ylittää lisenssimyyntistä saatavan tulovirran tyypillisesti neljäntenä vuonna, joten ne ovat periaatteessa pitkällä aikavälillä tulovirtapotentiaaliltaan lisenssimyyntiä houkuttelevampia. Yhtiö painottaa kuitenkin tällä hetkellä ohjelmistoissa erityisesti jakelukanavan osalta lisenssipohjaista myyntiä, sillä johdon arvion mukaan QPR:n hinnoitteluvoima ja näkyvyys kokonaistuottoihin ovat siten parempia.

QPR:n liikevaihdosta noin 50 % muodostuu tällä hetkellä jatkuvista palveluista, joihin yhtiö laskee ohjelmistovuokrat ja ylläpitomaksut. Jatkuvien palvelujen osuus liikevaihdosta on kasvanut merkittävästi viime vuosina, kun 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.

Jatkuvien tuottojen kehitys



Lähde: Inderes

Kansainvälinen myynti hoidetaan jälleenmyyntikumppaneiden kautta

Yhtiö myy ohjelmistotuotteitaan Suomessa pääosin oman myyntikanavan kautta. QPR on lisäksi sopinut Suomessa viimeisten vuosien aikana useita yhteistyösopimuksia, joiden kautta IT-palvelutalot ja -konsultit, kuten Tieto ja CGI, voivat käyttää QPR:n ohjelmistoja osana omia palveluitaan.

Ulkomailla yhtiön ohjelmistojen jakelu tapahtuu valtaosin jälleenmyyntipartnereiden kautta. QPR:lla on tällä hetkellä noin 70 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 useimmiten varsin hitaasti.

Konsultointipalvelut tuovat kausiluonteisuutta liikevaihtoon

QPR:n liikevaihto ja liikevoitto ovat jossain määrin kausiluonteisia johtuen eritoten konsultoinnin merkittävästä osuudesta liikevaihdosta (noin kolmannes). Konsultoinnissa vuoden ensimmäinen kvartaali on tyypillisesti hieman hiljaisempi ja erityisesti kesälomakaudella laskutettavat tunnit ovat hyvin alhaiset.

Ohjelmistomyyntin kausivaihtelu on pienentynyt selvästi kasvaneen ohjelmistovuokrauksen osuuden myötä, mutta myös ohjelmistojen myynnissä kauppohen määrää painottuu jossain määrin loppuvuoteen. Lisäksi lisenssimyyntien ajoitukset saattavat aiheuttaa merkittäviä liikevaihdon heilahteluja kvartaalien välillä.

Kausiluonteisuus heijastuu myös yhtiön kassavirtoihin siten, että tyypillisesti vuoden alku ja loppu on kassavirroissa vahva erityisesti ohjelmistovuokrien laskutusryklin vuoksi.

Tuotteet ja palvelut

Tuoteportfoliota uudistettiin voimakkaasti vuosina 2009-2012

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.

Ohjelmistotuotteet

- **QPR EnterpriseArchitect** tarjoaa organisaatiolle yhtenäisen ohjelmistoympäristön kokonaisarkkitehtuuriin ketterään hallintaan ja toiminnan kehittämiseen. Se kattaa liiketoimintamallit ja kyvykkyudet sekä toimintaprosessit, tiedon, sovellukset sekä teknologian. Ohjelmisto mahdollistaa joustavan lähestymisen ja tukee niin valmiita viitekehityksiä ja standardeja kuin organisaatioiden räätälöityjä malleja. Ohjelmisto on lanseerattu vuonna 2011 ja se on

laajennus QPR ProcessDesigner-tuotteesta.

Käsityksemme mukaan ohjelmiston myynti on lähtenyt liikkeelle hyvin erityisesti Suomessa ja sen myynti on ollut voimakkaassa kasvussa.

- **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 prosessipolkeamien 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. Näemme tämän patentoituun teknologiaan perustuvan ohjelmiston erittäin kilpailukykyisenä ja arvioimme ohjelmistolla olevan vahvaa kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä.
- **QPR ProcessDesigner** tarjoaa organisaatiolle tehokkaan ratkaisun prosessien kuvaamiseen, analysointiin, viestimiseen ja kehittämiseen. Ohjelmisto on ollut kehitysversioineen 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** tarjoaa organisaatiolle nopeasti käyttöön otettavan ja joustavan verkkopohjaisen ympäristön suorituskyvyn johtamiseen. Ohjelmiston avulla saadaan luotua koko organisaation kattava tulosjohtamisen järjestelmä suorituskykykymittaristo ja tuloskortteineen. Ohjelmisto on ollut kehitysversioineen markkinoilla jo 1990-luvun lopusta asti ja sen markkinat ovat kypsässä vaiheessa, joten emme odota ohjelmiston myyntiin enää jatkossa voimakasta kasvua. Tuote on kuitenkin 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.

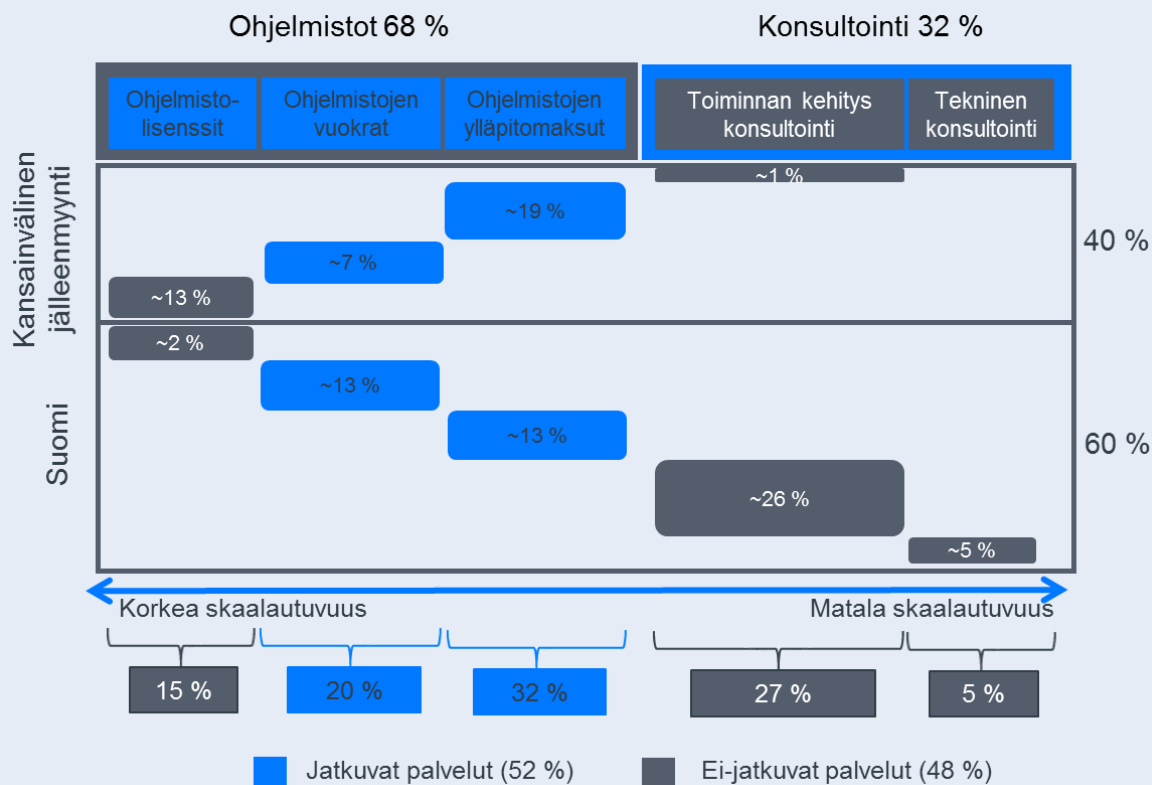
Konsultointi- ja ratkaisupalvelut

- **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 kokonaismyyntistä on merkittävä ja kasvussa.

- **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 oli muutaman vuoden ajan laskussa, mutta johdon mukaan kysyntä on nyt tasaantunut. Teknisen konsultoinnin osuus konsultointipalveluiden kokonaismyynnistä on alle viidennes.
- **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. Näiden palveluiden osuus QPR:n liikevaihdosta on ollut toistaiseksi kohtuullisen pieni, mutta yhtiön johdon mukaan kysyntä palveluille on tällä hetkellä voimakkaassa kasvussa.

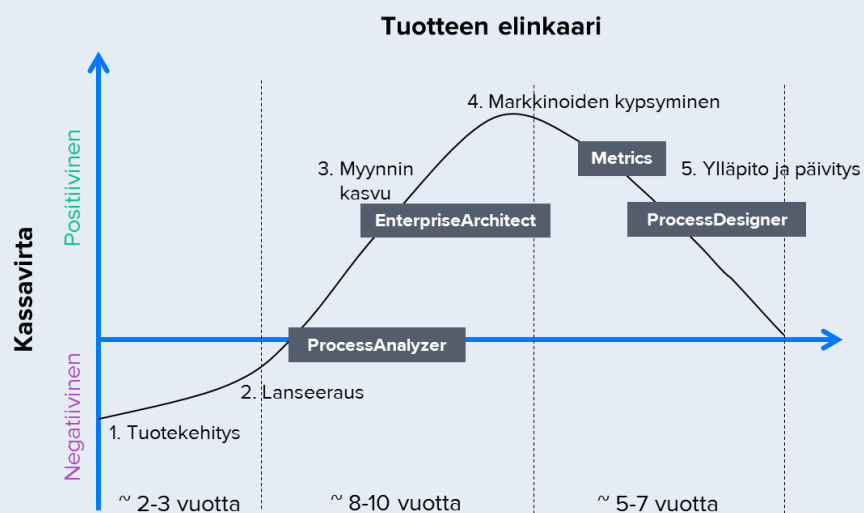
QPR:n liiketoimintamalli ja tuotteet

QPR:n liiketoimintamalli ja arvioitu liikevaihdon jakauma vuonna 2014



Lähde: Inderes

QPR:n ohjelmistojen arvioitu asemoituminen tuote-elinkaarella



Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

QPR:n tulokset kehitys on vaihdellut vuosien 2009-2014 aikana kohtuullisen paljon tuoteportfolion ja markkinoiden muutoksista johtuen, mutta yhtiön suhteellinen kannattavuus on ollut melko vakaata. Yhtiön tulokset kehitys kääntyi eritoten uusien ohjelmistojen myynnin kasvun myötä jälleen vahvaan kasvuun vuonna 2014 ja QPR:n tavoitteena on kasvattaa liikevaihto keskimäärin 15 % vuosien 2015-2017 aikana. QPR:n liiketoimintamalli tai kasvu ei sido merkittävästi pääomia, joten yhtiön rahoitusasema sekä kassavirta ovat olleet hyvin vahvoja ja mahdollistaneet korkeista tuotekehityspanostuksista huolimatta hyvän osinkovirran. Yhtiön kulurakenne on lyhyellä tähtäimellä hyvin kiinteä, minkä vuoksi tulokset kehitys on varsin herkkä liikevaihdon muutoksille.

Historiallinen kehitys

Taloudellinen kehitys

QPR:n tulokset kehitys on vaihdellut vuosien 2009-2014 aikana kohtuullisen paljon liikevaihdon muutosten mukana, mutta yhtiön suhteellinen kannattavuus on ollut melko vakaata. Erityisesti vuonna 2013 sekä kasvu että kannattavuus heikkenivät lisenssimyynnin voimakkaan laskun myötä selvästi, mutta yhtiö palasi jälleen kannattavan kasvun uralle vuonna 2014. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosina 2010-2014 keskimäärin noin 8 % ja liikevoittomarginaali on ollut noin 10 %:n tasolla.

Vuodet 2009-2010: Tasainen kannattavuus liikevaihdon heilunnasta huolimatta

Vuosien 2009-2010 liikevaihdon kehitystä heikensivät heikko taloustilanne ja siirtymä ohjelmistojen lisenssimyynnistä pidemmälle aikavälille tuotot jakaviin ohjelmistovuokraussopimuksiin. Kasvuun vaikutti positiivisesti erityisesti palveluiden myynnin kasvu Suomessa.

Vuonna 2009 QPR:n liikevaihto laski lähinnä heikon yleisen talouskehityksen myötä 12 %, mutta liikevaihto kääntyi jälleen 5 %:n nousuun vuonna 2010. Yhtiön kannattavuus pysyi ajanjaksolla suhteellisen tasaisena liikevaihdon vaihteluista huolimatta ja liikevoittomarginaali oli 10,6-10,8 %.

Vuodet 2011-2012: Vahvaa myynnin kasvua ohjelmistovuokrauksessa

Vuosina 2011-2012 yhtiön liikevaihto kasvoi 9 % ja 24 %. Vuoden 2011 liikevaihdon kasvu johtui lähinnä Nobultec-yritysostosta, joka nosti yhtiön konsultointipalveluiden osuuden liikevaihdesta 26 %:iin. Vuonna 2012 liikevaihto kasvoi orgaanisesti 15 %. Orgaaniseen kasvuun vaikutti erityisen positiivisesti ohjelmistojen vuokrauksen noin 100 %:n kasvu.

Vuoden 2011 liikevoitto oli edellisvuoden tasolla kasvaneesta liikevaihdesta huolimatta. Tämä johtui lähinnä henkilöstökulujen kasvusta sekä lisääntyneistä tuotekehityspanostuksista uuden QPR ProcessAnalyzer -

ohjelmistotuotteen kehitykseen. Vuonna 2012 liikevoitto kasvoi 16 %, mikä kuitenkin alitti selvästi liikevaihdon kasvun. Liikevoittomarginaalin heikentymisen aiheutti 25 %:a kasvaneet kulut, mikä johtui pääosin Nobultecin ja tuotekehityksen myötä kasvaneista poistoista ja panostuksista kasvuliiketoimintojen henkilöstöresursseihin.

Vuosi 2013: Muuttunut kilpailuasetelma heikensi liikevaihtoa

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 tuotevaihtoehtojilla erityisesti suorituskyvyn johtamisen ohjelmistoissa. Lisäksi liikevaihtoa heikensi valuuttakurssien epäsuotuisan kehityksen vaikutukset ohjelmistojen ylläpitopalveluiden myyntiin.

Heikentyneen liikevaihdon ja melko kiinteänä säilyneen kulurakenteen myötä yhtiön liikevoitto laski 34 % vertailukaudesta ja oli 6,7 % liikevaihdesta.

Vuosi 2014: Uusien tuotteiden ja palvelujen kasvu alkoi kiihtymään

Vuonna 2014 QPR:n liikevaihto ja tulos kääntyivät jälleen selvään kasvuun. Yhtiön liikevaihto kasvoi 9,8 % 9,5 miljoonaan euroon ja liikevoitto parani 89 % 1,1 miljoonaan euroon. Vahvaa tuloskasvua selittää ohjelmistojen lisenssimyynnin kääntymisen 42 %:n kasvuun eritoten uusien ohjelmistojen kansainvälisen myynnin vetämänä. Myös ohjelmistojen vuokrauksen myynti kasvoi 15 %. Lisäksi yhtiön konsultointipalveluiden kasvu alkoi kiihtymään vuoden loppua kohden, mikä paransi konsulttiliiketoiminnan tuottavuutta.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiön tavoitteena on vuosina 2015-2017 yltää keskimäärin noin 15 %:n vuotuisen kannattavaan, orgaaniseen kasvuun.

Yhtiön hallituksen vuonna 2011 hyväksymän osinkopolitiikan mukaan yhtiökokoukselle esitetään osinkona jaettavaksi noin 30-50 % vuosittaisesta liiketoiminnan

rahavirrasta. Osinkoehdotusta valmistellessaan hallitus ottaa huomioon yhtiön taloudellisen aseman, kannattavuuden sekä liiketoimintanäkymät.

Pidämme yhtiön kasvutavoitetta ennusteidemme ja toteutuneiden kasvulukemien valossa realistisena. Myös osingonjakotavoite on perusteltu, sillä yhtiön kasvu ja liiketoimintamalli sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja näkemyksemme mukaan yhtiöllä on siten mahdollisuus jakaa merkittävä osa vuosittaisesta kassavirrasta ulos osinkoina.

Tase- ja rahoitusasema

QPR:n liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen suurin yksittäinen erä oli vuoden 2014 lopun tilanteella katsottuna myynti- ja muut saamiset, joiden osuus varoista on hieman yli 50 %. Myyntisaamiset ovat laskutussyklisiä johtuen korkeat vuoden lopussa. Yhtiöllä on lisäksi suhteellisen suuri aineettomien hyödykkeiden omaisuuserä, joka koostuu pääasiassa yhtiön aktivoimista tuotekehitysmenoista. Tuotekehitysmenoja oli aktivoituna taseeseen vuoden 2014 lopussa noin 1,4 miljoonaa euroa, mikä vastaa noin 16 % taseesta.

Yhtiön rahoitusaseman on hyvin vakaa ja nettovelkaantumisaste oli 45 % negatiivinen vuoden 2014 lopussa. Yhtiöllä ei ole tällä hetkellä lainkaan korollista velkaa ja sen rahavarat ovat noin 1,4 miljoonaa euroa, eli 0,12 euroa osakkeelta. QPR:n omavaraisuusaste oli vuoden 2014 lopussa 44 % ja oma pääoma 3,2 miljoonaa euroa. Yhtiön oman pääoman tuotto oli vuonna 2014 29,3 %.

QPR:n liiketoiminnan rahavirta on ollut viime vuosina hyvin vahvalla tasolla. Keskimäärin yhtiön investointien jälkeinen operatiivinen rahavirta on ollut viimeisellä kolmella tilikaudella 9 % liikevaihdosta. Arvioimme mukaan yhtiön vahva tase ja liiketoiminnan rahavirta mahdollistavat hyvän osinkotuoton lisäksi myös tarvittaessa normaalia suurempien tuotekehityspanostusten ja investointien sekä pienekköjen yritysostojen tekemisen.

Yhtiöllä on taseessa 0,5 miljoonan euron edestä liikearvoa, mikä on syntynyt vuonna 2011 tehdyn konsultointipalveluihin erikoistuneen Nobultec Oy:n yritysoston kautta. Liikearvo vastaa noin 16 %:a yhtiön omasta pääomasta, joten sen epätodennäköinen täydellinenkään alaskirjaus ei aiheuttaisi näkemyksemme mukaan merkittävää riskiä yhtiön rahoitusasemaan tai osingonmaksukykyyn.

Kulurakenne

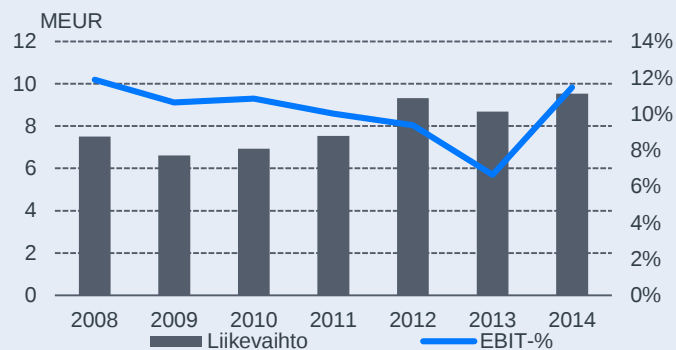
QPR:n kuluista yli 60 % on henkilöstökuluja. Toiseksi merkittävin kuluerä, noin 13 %, on liiketoiminnan muut kulut, joihin sisältyy mm. toimitilakulut, kone- ja kalustokulut, luottotappiovaraukset ja ulkopuoliset palvelut. QPR:n poistot ovat tällä hetkellä noin 8 % liikevaihdosta. Merkittävä osa poistoista on aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistoja. Materiaali- ja palvelukulut, jotka sisältävät pääasiassa jälleenmyyntiverkoston komissioita ja lokalisointikuluja, 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 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 27 henkilöä, mikä vastaa noin kolmasosaa yhtiön henkilöstöstä. Yhtiön arvion mukaan tuotekehitysmenojen osuus liikevaihdosta tulee säilymään tulevaisuudessa suunnilleen nykyisellä tasolla.

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.

Taloudellinen tilanne

Liikevaihto ja EBIT-%, 2008-2014



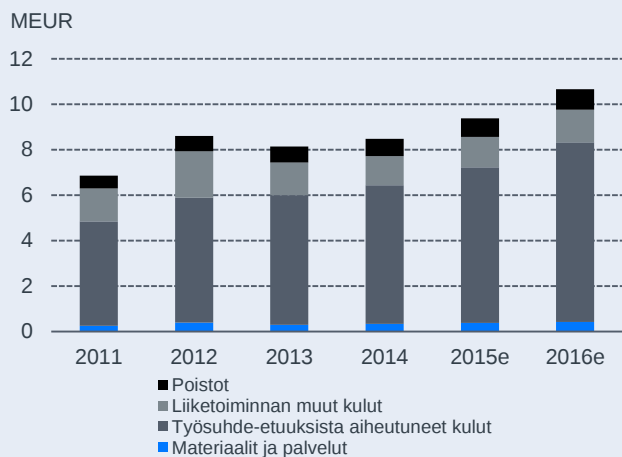
Lähde: Inderes

Lyhennetty tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	Vastattavaa (MEUR)	2014
Pysyvät vastaavat	2,7	Oma pääoma	3,2
Liikearvo	0,5	Osakepääoma	1,4
Aineettomat oikeudet	1,8	Kertyneet voittovarot	2,5
Käyttöomaisuus	0,3	Omat osakkeet	-0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	Muu oma pääoma	-0,2
Vaihtuvat vastaavat	6,2	Pitkäaikaiset velat	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	Lyhytaikaiset velat	5,6
Myyntisaamiset	4,8	Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0,0
Likvidit varat	1,3	Lyhytaikaiset korottomat velat	5,6
Taseen loppusumma	8,9	Taseen loppusumma	8,9
Omapääomaisuusaste-%	36 %	Osakkeiden lukumäärä, MKPL	12,0
Nettovelkaisuusaste-%	-42 %	Oma pääoma per osake, EUR	0,27
Liikearvo/oma pääoma	16 %		

Lähde: Inderes

Kulurakenteen kehitys



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvostus

Arviomme mukaan QPR:n liikevaihdon kasvu kiihtyy lähivuosina yhtiön tavoittelemalle 15 %:n tasolle. Odotamme kasvun painottuvan edelleen hyvin skaalautuvaan ohjelmistomyyntiin, vaikkakin ennustamme myös rajallisemman skaalautuvuuden konsultointipalvelujen kasvun kiihtyvän viime vuosiin nähden. Näemme skaalautuvuuden kautta myös kannattavuudessa edelleen nousupotentiaalia nykytasolta ja ennustamme yhtiölle 25-35 %:n tuloskasvua lähivuosina. Tulospohjaisten kerrointen (2015e EV/EBITDA 8x ja P/E 17x) sekä vertailuyhtiöiden arvostuksen perusteella katsottuna emme näe osakkeessa lyhyellä tähtäimellä selkeää nousu- tai laskupotentiaalia.

Ennusteet

Tässä osiossa esittämämme ennusteet pohjautuvat mallinnuksiimme yhtiön liikevaihdon ja kulurakenteen kehittymisestä. Alla esitetyt ennusteet toimivat myös arvonmäärittelyn pohjalla. Käymme ensin läpi yhtiön lyhyen tähtäimen ennusteet ja tämän jälkeen pitkän aikavälin ennusteet. Sijoittajien on hyvä huomioida, että QPR:n lisenssimyynnin ennustettavuus on vuosineljänneksellä heikko, kun taas jatkuvat palvelut ja konsultointi tuovat vakautta yläriiville.

Odotamme vahvaa tuloskasvua vuodelle 2015

QPR ohjeistaa vuoden 2015 liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan verrattuna vuoteen 2014. Lisäksi yhtiön mukaan QPR:n edelleen vahvistunut asema kotimarkkinoilla tarjoaa hyvät edellytykset jatkaa orgaanista ja kannattavaa kasvua. Kansainvälisillä markkinoilla yhtiön tavoitteena on kasvattaa kuluvaan vuonna merkittävästi innovatiivisten ohjelmistotuotteidensa myyntiä.

Vuoden 2015 ennusteemme ovat suunnilleen linjassa yhtiön 15 %:n liikevaihdon kasvutavoitteeseen nähden. Odotamme QPR:n liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna 10,9 miljoonaa euroon, eli 14 % vuoteen 2014 verrattuna. Kasvuennusteemme ajureina on 1) noin 10 jakelijalla (10-15 %:lla) vuosittain laajentuvan kv-jakelukanavan luoma lisenssi- ja ohjelmistovuokrauksen myynnin kasvu, 2) ohjelmistokannan laajentumisen myötä kasvava ylläpito- ja vuokrauspalveluiden myynti, sekä 3) konsultointipalveluiden vahvistuva kasvu.

Arviomme kasvun olevan kuluvaan vuonna selvästi vahvinta ohjelmistojen lisenssimyynnissä, jonka liikevaihdon odotamme nousevan erityisesti EnterpriseArchitect-ohjelmiston myynnin kasvun myötä 49 %. Ennustamme konsultoinnin liikevaihtoon 13 %:n kasvua. Odotamme selvästi positiivista kasvua erityisesti toiminnankehitys konsultointipalveluissa, mutta ennustamme myös teknisen konsultoinnin myynnin kasvu olevan kohtuullisen vahvaa. Ohjelmistovuokrien ja ohjelmistojen ylläpitopalveluiden liikevaihtoon odotamme yhteensä vain 4,2 %:n kasvua, sillä yhtiö menetti viime vuonna merkittävän ylläpitoasiakkuuden

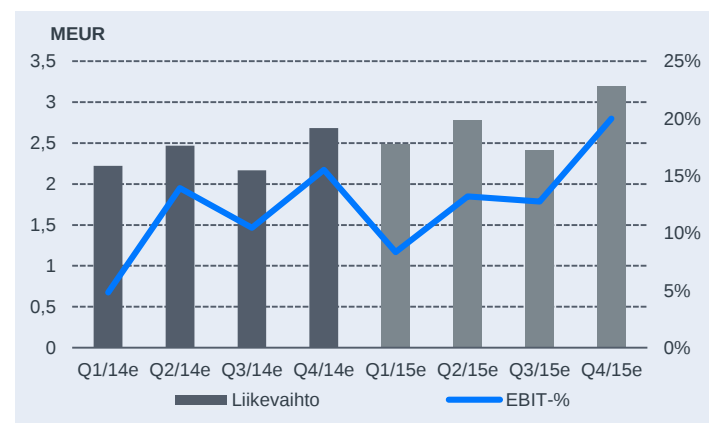
ja alensi suuren ohjelmistovuokrasopimuksen hintaa kuluvaan vuoden alusta alkaen.

Kasvuennusteemme painottuu viime vuoden tapaan loppuvuoteen, jolloin odotamme konsultoinnin kasvun ja lisenssimyynnin olevan kausiluonteisuuden takia vahvimmillaan.

Ennustamme vuoden 2015 liikevoiton nousevan 39 % vuodesta 2014 ja olevan 1,5 miljoonaa euroa, eli 14 % liikevaihdosta. Käyttökatemarginaalin odotamme paranevan 2 prosenttiyksikköä 21,5 %:iin. Arviomme, että yhtiö kykenee pitämään kulujen kasvun selvästi liikevaihdon kasvua pienempänä ja kulujen kasvavan noin 11 % viime vuodesta. Liikevoittoa tukee myös ennustamamme ohjelmistoihin painottuva kasvun jatkuminen, sillä arviomme konsultoinnin kannattavuustason olevan ohjelmistoja alhaisempi.

Nettotuloksen arviomme olevan 1,22 miljoonaa euroa, eli 11 % liikevaihdosta. Osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 37 % 0,10 euroon ja osinko 0,07 euroon osakkeelta. Osinkotuotto on ennusteellamme 4 %.

Ennusteet vuosineljänneksellä



Lähde: Inderes

Keskipitkän aikavälin ennusteet

Arviomme QPR Softwaren yltävän vuosina 2016-2019 yli 5 %:n liikevaihdon kasvuun uusien ohjelmistotuotteiden

kansainvälisen jakelukanavan laajentumisen ja konsultointipalveluiden kasvun vetämänä. Ennustamme jakson lopulla QPR:n liikevaihdon olevan 15,3 miljoonaa euroa, missä on kasvua yli 50 % vuoden 2014 liikevaihtoon nähden.

Vaikka periaatteessa QPR:n liiketoimintamalli on ohjelmistomyyntiin suhteen hyvin skaalautuva, ennustamme toistaiseksi varovaisesti, että yhtiön kiinteät kulut kasvavat vuosina 2016-2019 suunnilleen liikevaihdon tahdissa ja siksi kannattavuus jää liikevoittomarginaalilla mitattuna keskipitkällä aikavälillä 14-15 %:n välille.

Osakekohtainen tulos kasvaa ennustejakson lopulla 0,143 euroon, eli keskimäärin 4,5 % vuodessa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2018 eteenpäin arvioimme varovaisuuden periaatteen mukaisesti QPR:n jatkavan keskipitkän aikavälin kasvuennustettamme selvästi hitaampaa, noin 2-5 %:n orgaanista kasvua. Liikevoittomarginaalin odotamme tasaantuvan pitkällä aikavälillä 12 %:n tasolle.

Ennustemuutokset

MEUR/EUR	2015e Vanha	2015e Uusi	Muutos %	2016e Vanha	2016e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	10,8	10,9	0 %	12,2	12,5	2 %
EBIT	1,5	1,5	0 %	1,9	1,9	0 %
PTP	1,5	1,5	0 %	1,9	1,9	0 %
EPS	0,10	0,10	0 %	0,13	0,13	0 %
Osinko	0,07	0,07	0 %	0,09	0,09	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet, 2013-2017

(MEUR)	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15e	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	8,7	2,2	2,5	2,2	2,7	9,5	2,5	2,8	2,4	3,2	10,9	12,5	14,0
Ohjelmistolisenssit	1,0	0,3	0,4	0,3	0,5	1,5	0,4	0,5	0,4	0,8	2,2	2,9	3,4
Ohjelmistojen ylläpitopalvelut	3,0	0,8	0,8	0,8	0,8	3,1	0,8	0,8	0,8	0,8	3,2	3,4	3,5
Ohjelmistojen vuokrat	1,7	0,4	0,5	0,5	0,5	1,9	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	2,3	2,6
Konsultointi	3,0	0,7	0,8	0,6	0,9	3,1	0,8	0,9	0,7	1,1	3,5	4,0	4,5
Liiketoiminnan muut tuotot	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
Materiaalit ja palvelut	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,5
Bruttokate	8,4	2,2	2,4	2,1	2,6	9,2	2,4	2,7	2,3	3,1	10,5	12,1	13,5
Työsuhde-etuuksista aiheutuvat kulut	-5,7	-1,5	-1,6	-1,4	-1,6	-6,1	-1,7	-1,8	-1,5	-1,9	-6,9	-7,9	-8,8
Liiketoiminnan muut kulut	-1,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-1,3	-1,4	-1,6
EBITDA	1,3	0,3	0,5	0,4	0,6	1,9	0,4	0,6	0,5	0,9	2,3	2,8	3,1
Poistot	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-1,1
EBIT	0,6	0,1	0,3	0,2	0,4	1,1	0,2	0,4	0,3	0,6	1,5	1,9	2,0
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	0,6	0,1	0,3	0,2	0,4	1,1	0,2	0,4	0,3	0,6	1,5	1,9	2,0
Verot	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4
Nettotulos	0,5	0,1	0,3	0,2	0,3	0,9	0,2	0,3	0,2	0,5	1,2	1,5	1,6
EPS (oikaistu)	0,04	0,01	0,02	0,01	0,03	0,07	0,01	0,02	0,02	0,04	0,10	0,13	0,14

Tunnusluvut	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15e	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,8 %	6,7 %	5,7 %	10,5 %	16,2 %	9,8 %	12,2 %	12,5 %	11,6 %	19,1 %	14,1 %	15,1 %	11,6 %
Ohjelmistolisenssit	-42,4 %	51,5 %	11,1 %	70,6 %	54,2 %	42,1 %	45,0 %	45,0 %	40,0 %	60,0 %	49,3 %	30,0 %	20,0 %
Ohjelmistojen ylläpitopalvelut	-6,3 %	-0,9 %	4,1 %	2,1 %	4,0 %	2,3 %	4,0 %	3,0 %	5,0 %	5,0 %	4,2 %	5,0 %	3,0 %
Ohjelmistojen vuokrat	35,6 %	13,8 %	17,8 %	13,2 %	14,9 %	14,9 %	2,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	15,0 %	15,0 %
Konsultointi	-3,3 %	-0,7 %	-1,3 %	2,9 %	12,4 %	3,4 %	12,8 %	12,2 %	12,1 %	15,8 %	13,4 %	15,0 %	10,9 %
Bruttokate-%	97,0 %	96,9 %	96,7 %	97,0 %	96,5 %	96,7 %	97,0 %	96,4 %	96,9 %	96,7 %	96,7 %	96,7 %	96,6 %
EBITDA-%	14,8 %	13,7 %	21,2 %	19,2 %	22,9 %	19,5 %	16,4 %	20,4 %	21,1 %	26,9 %	21,5 %	22,2 %	22,2 %
EBIT-%	6,6 %	4,9 %	14,0 %	10,5 %	15,5 %	11,5 %	8,3 %	13,2 %	12,7 %	20,0 %	14,0 %	15,0 %	14,6 %
Tulos ennen veroja-%	6,4 %	4,6 %	13,5 %	10,2 %	15,2 %	11,2 %	8,3 %	13,2 %	12,7 %	20,0 %	14,0 %	15,0 %	14,6 %
Nettotulos-%	6,0 %	4,2 %	11,7 %	7,7 %	12,7 %	9,3 %	6,7 %	10,6 %	10,2 %	16,0 %	11,2 %	12,0 %	11,6 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostuksen yhteenveto

Tarkastelemme QPR:n arvostusta ohjelmisto- ja asiantuntijaliiketoiminnan yhdistelmänä. Tämän johdosta osakkeelle voidaan ohjelmistoliiketoiminnan korkean skaalautuvuuden kautta hyväksyä puhdasta IT-palveluyhtiötä korkeammat arvostuskertoimet. QPR:n arvostusta tukee myös yhtiön toimialan keskimääristä IT-markkinaa selvästi korkeampi kasvupotentiaali, merkittävä jatkuvien tuottojen osuus ja kohtuullisen matala suhdanneherkkyys. Vastaavasti yhtiön arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan yhtiön pienestä koosta johtuva korkeampi riskitaso sekä ennustamme liikevaihdon kasvuvauhdin ylläpitoon vielä liittyvä epävarmuus.

Arviomme mukaan QPR:n liikevaihdon kasvu kiihtyy lähivuosina yhtiön tavoittelemalle 15 %:n tasolle. Odotamme kasvun painottuvan edelleen hyvin skaalautuvaan ohjelmistomyyntiin, vaikkakin ennustamme myös rajallisemman skaalautuvuuden konsultointipalvelujen kasvun kiihtyvän viime vuosiin nähden. Näemme skaalautuvuuden kautta myös kannattavuudessa edelleen nousupotentiaalia nykytasolta ja ennustamme yhtiölle 25-35 %:n tuloskasvua lähivuosina. QPR:n osakekurssi on kuitenkin noussut 12 kuukauden aikana yli 80 % ja tulospohjaisten kerrointen (EV/EBITDA, P/E) sekä vertailuyhtiöiden arvostuskertoimien kautta katsottuna emme näe osakkeessa lyhyellä tähtäimellä nousupotentiaalia. Nostamme QPR:n osakkeen tavoitehintaa pitkän aikavälin tuloskasvunäkymien parantumisen myötä 1,65 euroon (aik. 1,55 euroa), mutta laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. osta).

Pitkäjänteisen sijoittajan kannattaa mielestämme yhä olla mukana tarinassa, sillä näemme yhtiön ja toimialan kasvunäkymät hyvinä ja korkean tulospohjaisen arvostuksen vastapainona on vielä suhteellisen hyvä 4 %:n osinkotuotto. Lisäksi pidämme QPR Softwarea pitkällä aikavälillä myös erittäin potentiaalisena ostokohteena toimialan konsolidoituessa ja isojen ohjelmistotalojen laajentaessa teknologia-alustojaan. Yhtiön nykyinen noin 18,6 miljoonan euron yritysarvo (EV/S 1,7x ja EV/EBITDA 8x) olisi yrityskauppatilanteessa matala, ottaen huomioon sen että markkinalla on maksettu teknologiakaupoissa 3-6x EV/S-kertoimia. Selkeä teknologiapreemio yrityskauppatilanteessa edellyttää kuitenkin eritoten yhtiön patenteilla suojatun ProcessAnalyser-ohjelmiston ja -ratkaisujen läpimurtoa.

Osakkeen kannalta keskeisimmät riskit ovat mielestämme elinkaarensa loppuvaihetta lähestyvien tuotteiden liikevaihdon kasvun hytyminen vuoden 2013 tapaan sekä jakelukanavan laajentumisen hidastuminen. Riskejä pienentää se, että uusien tuotteiden ja palvelujen osuus liikevaihdosta on jo "vanhojen" tuotealueiden myyntiä selvästi suurempi ja uusien tuotteiden myyntiin

keskittyneiden jakelijoiden määrä on kasvanut selvästi parin viime vuoden aikana.

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme QPR:n osaketta ensisijaisesti tulokseen pohjautuvien arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole aineettomien hyödykkeiden ja myyntisaatavien ohella merkittäviä omaisuuseriä. Suosimme hyvän vertailukelpoisuuden vuoksi erityisesti EV/EBITDA-kerrointa.

Ennusteidemme pohjalta QPR:n arvostuskertoimet vaikuttavat kohtuullisilta, mutta osakkeen aliarvostus on purkautunut vuoden alun jälkeen nähdyn jyrkän kurssinousun myötä. Osakkeen EV/EBITDA-kerroin on vuoden 2015 ennusteellamme mitattuna 7,9x. Vuoden 2016 kerroin laskee 6,4x tasolle. Vastaavat P/E-kertoimet ovat 17,0x ja 13,8x. Ennusteillamme osakkeen osinkotuotto on kuluvalta vuodelta 4,0 % ja ensi vuodelta 5,2 %.

Osakkeen riskiprofiili on eritoten yhtiön pienen koon ja suhteellisen heikon likviditeetin kautta keskimääristä korkeampi, mutta tätä kompensoi merkittävä jatkuvien tuottojen osuus, joka mahdollistaa vahvan ja näkyvyydeltään hyvän kassavirran ja osinkotuoton. Muistutamme kuitenkin, että arvostuskertoimet ovat hyvin herkkiä eritoten ohjelmistomyyntin kasvuennusteille.

QPR:n arvostuskertoimet

Arvostus	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
P/Sales	1,3	1,3	1,9	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	7,6	5,8	7,9	6,4	5,7	5,1
P/E	21,5	13,6	17,0	13,8	12,7	11,8
P/B	3,5	3,8	5,0	4,3	3,8	3,5
Osingonjakosuhte-%	93 %	67 %	69 %	72 %	74 %	75 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,0 %	4,0 %	5,2 %	5,8 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Tulospohjaisten kerrointen herkkyysanalyysi

Olemme tehneet yksinkertaistetun herkkyysanalyysin osakkeen potentiaalın selvittämiseksi eri kasvu- ja kannattavuustasoilla (taulukko sivu 25). Analyseissa pidämme muut muuttujat ennallaan, mutta vaihdamme joko 2015-2017 keskimääristä liikevaihdon kasvu- tai EBIT-% -ennusteita portaittain. Herkkyysmalli laskee tämän perusteella yhtiön osakekohtaisen tuloksen. Oletamme herkkyysmalleissa, että markkina hyväksyy osakkeelle ei-operatiivinen nettokassa huomioiden P/E-kertoimen 14x. Malli vertaa tämän perusteella saadun osakkeen hinnan muutospotentiaalia nykyiseen 1,73 euron kurssitasoon.

Herkkyysanalyysi tukee näkemystämme, että osakkeen arvostukseen on ladattu lyhyellä tähtäimellä jo melko kovat kasvuodotukset, mutta odotuksiamme kovempi kasvu eritoten ohjelmistoissa tarjoaisi vielä nousuvaraa osakkeeseen. Esimerkiksi jos QPR saavuttaisi seuraavan kolmen vuoden aikaperiodilla keskimäärin 15 %:n liikevaihdon kasvun ja tämä kasvu painottuisi ohjelmistoihin,

voisi liikevoittomarginaali nousta 15 %:iin ja osakkeeseen jäisi nykykurssilla vielä 18 % nousuvaraa. Toisaalta jos liikevaihdon kasvu jää keskimäärin 10 %:iin, painottuu konsultointiin ja liikevoittomarginaali jää 11 %:in, voisi osakkeessa olla 25 % laskuvaraa nykytasolta.

Herkkyysanalyysin tulkinnessa kannattaa huomioida, että malli ei huomio osinkotuottoa, joka voi olla QPR:n tapauksessa noin 4-5 % vuodessa.

Vertailuryhmä

Käytämme QPR:n vertailuyhtiöinä lähinnä pohjoismaisia ohjelmisto- ja IT-palveluyhtiötä, joiden tuotteet ja palvelut on suunnattu lähinnä yrityksille. Lisäksi olemme valinneet vertailuryhmään QPR:n toimialalla toimivia kansainvälisiä pörssilistattuja yhtiöitä. Mielestämme vertailuryhmän tulosajurit ovat kokonaisuutena katsoen melko yhteneväisiä QPR:n liiketoimintojen kanssa, joten vertailuryhmäarvostus antaa hyvän mittatikun osakkeen arvostustasolle.

Vertailuryhmän perusteella katsottuna QPR:n osake on hinnoiteltu ennusteillamme varsin lähelle vertailuryhmän arvostustasoa. P/E-kertoimilla katsottuna osake on hinnoiteltu 7-13 % keskiarvoa korkeammalle, mitä selittää osiltaan QPR:n vertailuryhmään nähden korkea nettokassa. Tuotekehityskulujen aktivoinnit ja nettovelan huomioivalla EV/EBIT-kertoimella katsottuna QPR:n osake on hinnoiteltu linjaan vertailuryhmän kanssa.

voidaan kuitenkin hahmotella yhtiön pitkän aikavälin kasvuodotuksiin liittyvää arvonnousupotentiaalia. Rahavirtapohjainen arvonnäytymismallimme mukainen osakkeen arvo on 1,94 euroa, joka on selvästi tavoitehintamme yläpuolella.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvan kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,2 %:n tasolle. Odotamme liikevoittomarginaalin olevan pitkällä aikavälillä 12 % liikevaihdesta. Mallissa terminaalijakson painoarvo diskontattujen kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 50 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman kustannus on myös velattomuudesta johtuen 8,8 %. Pääoman kustannuksessa käyttämämme riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,8 %, likviditeettipreemio 1,0 % ja beta 1,0. Pääoman kustannus on laskenut edelliseen laajaan raporttiin verrattu 1 %-yksiköllä, mikä selittyy käyttämämme pitkän aikavälin riskittömän koron laskulla 4 %:sta 3 %:iin. 1 %-yksikköä korkeammalla WACC:lla DCF:n arvo laskee 1,70 euroon.

Vertailuryhmä

	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV/S
	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e
Affecto	8,2	7,0	5,8	5,2	6,3	5,5	0,6
Axway Software	12,2	10,8	8,8	7,7	9,6	8,5	1,4
Digia	17,0	10,6	9,2	9,0	13,3	8,7	0,9
Enea AB	19,9	17,9	11,9	10,8	13,8	12,4	3,2
HIQ International AB	15,8	14,2	10,7	9,7	11,4	10,2	1,4
Innofactor *	14,1	11,1	7,9	7,0	10,7	8,8	0,9
Know IT AB	12,0	9,4	7,7	6,7	9,8	7,6	0,6
Micro Focus International	14,9	13,1	12,1	8,0	16,4	10,4	5,2
Microstrategy	26,6	22,6	12,6	10,9	16,3	12,9	2,8
Opentext	15,0	14,0	11,7	10,9	15,1	14,1	4,1
Software AG	13,7	13,1	9,4	9,1	10,9	10,5	2,7
Solteq *	12,5	11,3	6,5	5,8	9,7	8,5	0,7
Tieto *	12,9	12,4	8,6	7,2	12,7	9,9	1,0
Mediaani	14,1	12,4	9,2	8,0	11,4	9,9	1,4
Keskiarvo	15,0	12,9	9,5	8,3	12,0	9,9	2,0
QPR Software *	17,0	13,8	7,9	6,4	12,2	9,6	1,7
Erotus mediaaniin	20 %	11 %	-14 %	-20 %	7 %	-3 %	24 %

*Inderes ennuste

Lähde: Inderes

DCF-analyysi

Annamme arvonnäytymyksessä rahavirtamallia (DCF) suuremman painoarvon arvostuskertoimiin pohjautuvalle arvonnäytymykselle, koska rahavirtamalli on konservatiivisista oletuksista huolimatta varsin herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallilla

Ennusteet ja arvostus

Keskipitkän aikavälin ennuste

	2013	2014	2015e	2016e	2017e – 2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-7%	10%	14%	15%	5-12%
Materiaalit ja palvelut, %-lv:stä	↙	↘	↘	↘	↘
Kiinteät kulut, %-lv:stä	↙	↘	↘	↘	↙
Poistot, %-lv:stä	↙	↘	↘	↘	↙
EBIT-%	6,6%	11,5%	14%	15%	13-15%
EPS-kasvu-%	-20%	72%	37%	24 %	CAGR ~ 5 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimien herkkyyshanalyysi

Osakekohtainen tulos (EPS)						Hinta P/E-kertoimella 14x						Kurssipotentiaali osakekurssilla 1,73 €								
keskimääräinen lv:n kasvu-% 2015-2017						keskimääräinen lv:n kasvu-% 2015-2017						keskimääräinen lv:n kasvu-% 2015-2017								
Liikevoittomarginaali-%	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	Liikevoittomarginaali-%	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	Liikevoittomarginaali-%	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %			
	7 %	0,04	0,05	0,06	0,07		0,08	7 %	0,62	0,72	0,83		0,95	1,08	7 %	-64 %	-58 %	-52 %	-45 %	-38 %
	9 %	0,06	0,07	0,08	0,09		0,10	9 %	0,80	0,93	1,07		1,22	1,39	9 %	-54 %	-46 %	-38 %	-29 %	-20 %
	11 %	0,07	0,08	0,09	0,11		0,12	11 %	0,98	1,14	1,31		1,49	1,69	11 %	-43 %	-34 %	-25 %	-14 %	-2 %
	13 %	0,08	0,10	0,11	0,13		0,14	13 %	1,16	1,34	1,54		1,76	2,00	13 %	-33 %	-22 %	-11 %	2 %	16 %
	15 %	0,10	0,11	0,13	0,15		0,17	15 %	1,34	1,55	1,78		2,03	2,31	15 %	-23 %	-11 %	3 %	18 %	34 %
	17 %	0,11	0,13	0,14	0,16		0,19	17 %	1,52	1,75	2,02		2,30	2,62	17 %	-12 %	1 %	17 %	33 %	51 %
	19 %	0,12	0,14	0,16	0,18		0,21	19 %	1,69	1,96	2,25		2,58	2,93	19 %	-2 %	13 %	30 %	49 %	69 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	8,7	9,5	10,9	12,5	14,0	15,3
Kulut	-7,4	-7,7	-8,5	-9,7	-10,9	-12,0
Käyttökate	1,3	1,9	2,3	2,8	3,1	3,4
Poistot	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITA	0,6	0,4	0,8	1,1	1,1	1,1
Aineettomien hyödykkeiden arvonalennukset	0,0	-0,7	-0,8	-0,8	-1,0	-1,1
Liikevoitto	0,6	1,1	1,5	1,9	2,0	2,2
Liikevoiton kert. erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kert. e.	0,6	1,1	1,5	1,9	2,0	2,2
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyrityksistä	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	0,6	1,1	1,5	1,9	2,0	2,2
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,5	0,9	1,2	1,5	1,6	1,8
Nettotulos ilman kert. e.	0,5	0,9	1,2	1,5	1,6	1,8
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,5	0,9	1,6	1,5	1,6	1,8

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	2,4	2,5	2,7	3,1	3,5	3,8	4,2
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aineettomat oikeudet	1,6	1,8	1,8	2,1	2,4	2,7	3,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,6	6,0	6,2	7,0	8,1	9,0	9,9
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	3,1	4,6	4,8	5,4	6,3	7,0	7,7
Likvidit varat	1,4	1,4	1,3	1,5	1,8	2,0	2,1
Taseen loppusumma	6,9	8,5	8,9	10,6	12,4	13,8	15,2

Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Oma pääoma	3,0	3,2	3,2	4,2	4,8	5,4	6,0
Osakepääoma	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kertyneet voittovarot	2,0	2,5	2,5	3,5	4,1	4,7	5,2
Omat osakkeet	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,7	5,3	5,6	6,4	7,5	8,4	9,2
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,5	5,3	5,6	6,4	7,5	8,4	9,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	6,9	8,5	8,9	10,6	12,4	13,8	15,2

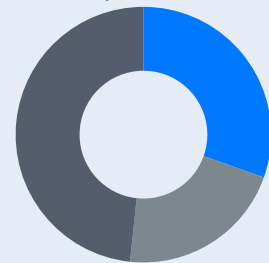
DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	1,1	1,5	1,9	2,0	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	
+ Kokonaispoistot	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	
- Maksetut verot	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-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 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	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operat. kassavirta	1,8	2,2	2,7	2,8	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	
Vapaa oper. kassavirta	0,8	1,0	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	
+/- Muut	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,8	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	26,6
Disk. vapaa kassavirta		1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	11,8
Disk. kum. vap. kassav.		21,9	20,6	19,4	18,3	17,1	16,1	15,1	14,2	13,3	12,5	11,8
Velaton arvo DCF		21,9										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		1,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		23,2										
Oman pääoman arvo DCF / osake		1,94										

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	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Rahavirran jakauma eri vuosille



■ 2014e-2018e ■ 2019e-2023e ■ TERM

Tiivistelmä

QPR Software tiivistelmä

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	9,3	8,7	9,5	10,9	12,5	14,0
EBITDA	1,6	1,3	1,9	2,3	2,8	3,1
EBITDA-marginaali (%)	16,7 %	14,8 %	19,5 %	21,5 %	22,4 %	22,2 %
EBIT	0,9	0,6	1,1	1,5	1,9	2,0
EBIT-marginaali (%)	9,4 %	6,7 %	11,5 %	14,0 %	15,0 %	14,6 %
Voitto ennen veroja	0,7	0,8	0,6	1,1	1,5	1,9
Nettovoitto	0,5	0,7	0,5	0,9	1,6	1,5

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Taseen loppusumma	6,9	8,5	8,9	10,6	12,4	13,8
Oma pääoma	3,0	3,2	3,2	4,2	4,8	5,4
Liikearvo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Korolliset nettovelat	-1,1	-1,1	-1,4	-1,3	-1,5	-1,8

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA	1,6	1,3	1,9	2,3	2,8	3,1
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1
Operatiivinen kassavirta	1,9	1,6	1,8	2,2	2,7	2,8
Vapaa kassavirta	1,3	0,6	0,8	1,3	1,4	1,4

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	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EPS	0,05	0,04	0,07	0,10	0,13	0,14
EPS oikaistu	0,05	0,05	0,04	0,07	0,10	0,13
Operat. kassavirta per osake	0,15	0,15	0,13	0,15	0,18	0,23
Tasearvo per osake	0,48	0,24	0,27	0,27	0,35	0,40
Osinko per osake	0,04	0,04	0,04	0,05	0,07	0,09
Voitonjakosuhte, %	74 %	74 %	93 %	67 %	69 %	72 %
Osinkotuotto, %	4,0 %	4,0 %	4,3 %	5,0 %	4,0 %	5,2 %

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
P/E	18,3	21,5	13,6	17,0	13,8	12,7
P/B	4,1	3,5	3,8	5,0	4,3	3,8
P/FCF	9,3	17,5	14,7	15,5	14,8	14,4
P/S	1,3	1,3	1,3	1,9	1,7	1,5
EV/S	1,2	1,1	1,1	1,7	1,4	1,3
EV/EBITDA	7,2	7,6	5,8	7,9	6,4	5,7
EV/EBIT	12,8	16,8	9,8	12,2	9,6	8,7

Suurimmat omistajat

Suurimmat omistajat	% osakkeista
Ulkomarkkinat Oy	13,3 %
Pelkonen Jouko Antero	12,4 %
Leskinen Vesa-Pekka	10,7 %
AC Invest OY	10,0 %
Junkkonen Kari Juhani	4,1 %

SUOSITUSHISTORIA, VIIMEISET 12 KUUKAUTTA

Päivämäärä	Suositus	Tavoitehinta	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
9.2.2014	Osta	1,55	1,35
17.4.2015	Vähennä	1,65	1,73

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 kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen

suosituskin 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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät 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:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen 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 laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**