

# Qt

## Yhtiöraportti

27.3.2023 22:05



**Antti Luuro**  
+358 50 571 4893  
antti.luuro@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Aika on omistajan puolella

Kurssilaskun myötä Qt:n osakkeen arvostus on laskenut jälleen kohtuulliseksi. Osake on laskenut 12 % ilman merkittäviä muutoksia yhtiön näkymissä tai ennusteissamme. Mielestämme osakkeen arvostus (2023-25e oik. EV/EBIT 33x-16x) onkin jälleen houkutteleva huomioiden yhtiölle näkemämme edellytykset jatkaa vahvaa kasvuaan vielä vuosien ajan. Toistamme 72 euron tavoitehinnan ja käännyimme lisää-suositukseen (aik. vähennä).

## Vuosi on käynnistynyt mukavasti

Qt järjesti maanantaina Q1-tulosjulkistuksen hiljaista kautta edeltäneen analytikkopuhelun, jonka sisällöstä ei noussut erityisiä yllätyksiä. Alkuvuoden myynti on ollut odotettua, eivätkä tunnelmat yhtiön asiakaskunnassa ole muuttuneet olennaisesti alkuvuoden aikana. Vuoden 2023 myyntiputki näyttää yhtiön mukaan edelleen hyvältä ja eri maantieteissä toimivat suuret asiakkaat jatkavat tuotekehityshankkeidensa kanssa normaalisti. Laaja asiakasportfolio myös tasaa yhtiön kysynnän kasvua osan sektoreista (esim. autoteollisuus) kohdatessa haasteita.

## Markkina on voimakkaassa kasvussa ja yhtiön laajeneva tuoteportfolio pidentää sen kasvupolkua

Qt on investoinut etenkin sulautettujen järjestelmien ohjelmistokehitysyökalujen markkinaan, joka kasvaa arviomme mukaan vahvasti graafisten käyttöliittymien yleistyessä arkisissa laitteissa. Viime vuosien pula puolijohteista on nähdäksemme ollut osin oire kasvun kiihtymisestä. Yhtiölle tärkeissä sulautetuissa järjestelmissä kilpailukenttä on arviomme mukaan vasta muodostumassa. Qt on toisaalta jo ottanut markkinalta vahvan aseman ja sen kehittäjälisenssitulot on moninkertaistuneet viime vuosina. Kilpailukentässä on yksittäisiä (erit. Flutter) alustavaa suosiota nopeasti keränneitä kilpailijoita, joista voi nousta merkittäviä kilpailevia toimijoita sulautettujen järjestelmien markkinalle. Odotamme Qt:n kuitenkin säilyttävän aseman yhtenä markkinan tärkeimmistä pelureista myös jatkossa. Yhtiön laajeneva tuoteportfolio tuo sille lisäksi tilaa kasvupolun laajentamiseen Qt-ekosysteemin ulkopuolelle (mm. laadunvarmistuksen työkaluilla) ja näemme kasvun ylläpitämiselle hyvät edellytykset useiksi vuosiksi eteenpäin.

## Heikentyvä talousympäristö hillitsee kasvun kulmakertoa, mutta näkymä on mielestämme vakautunut

Tarkistimme ennusteitamme 1-2 % alaspäin lisättyämme piirun lisää varovaisuutta odotuksiimme Q1:n liikevaihdosta ja rekrytoineista. Vuonna 2023 kehittäjälisensseihin nojaava ennusteemme Qt:n liikevaihdon kasvulle (+24 %, vertailukelpoisesti ~25 %) on ohjeistuksen keskivaiheilla. Näemme edelleen riskejä tietyn varovaisuuden jatkumisesta Qt:n asiakkaiden lisenssihankinnoissa, mutta näemme tähän liittyvät ennusteriskit kohtuullisiksi. Kannattavuuden ennustamme pysyvän ohjeistuksen keskivaiheilla (EBITA-% 2023e: 25 %). Ennustamme Qt:n liikevaihdon kasvavan vuosina 2023-2025 noin 25 % vuodessa, saavuttaen 305 MEUR tason ja 30 %:n EBITA-%:n vuonna 2025. Etenkin laajenevalla tuoteportfoliolla näemme kasvun jatkumiselle tilaa myös tästä vuosiksi eteenpäin.

## Arvostus on laskenut houkuttelevaksi, vaikka hinnoitteluympäristön epävarmuustekijöitä löytyykin edelleen

Luotamme tuloskasvun laskevan kireitä lyhyen tähtäimen arvostuskertoimia nopeasti kohtuullisiksi (2023-25e oik. EV/EBIT: 33x-16x). Perusskenaariossamme arvioimme osakkeen tarjoavan riittävän 9 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen vuoteen 2025. Kansainvälisiin verrokkeihin nähden yhtiötä hinnoitellaan syvenevällä alennuksella vuosien 2023-2024 kasvuun ja kannattavuuteen suhteutetuilla liikevaihtokertoimilla. Osake on mielestämme kokonaisuutena jälleen houkuttelevasti hinnoiteltu. Riskit arvostuskertoimien laskuun ovat nykyisessä epävakaiden tuottovaatimusten markkinaympäristössä edelleen olemassa, mutta nykyinen arvostustaso mielestämme kompensoi näitä riittävästi.

## Suositus

### Lisää

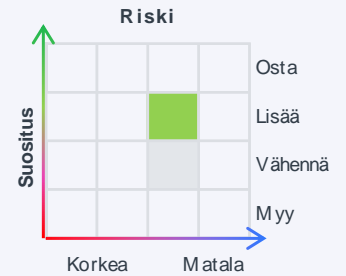
(aik. Vähennä)

**72,00 EUR**

(aik. 72,00 EUR)

### Osakekurssi:

63,36



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	155	192	246	304
<b>kasvu-%</b>	28 %	24 %	28 %	23 %
<b>EBIT oik.</b>	42,2	47,8	68,6	91,2
<b>EBIT-% oik.</b>	27,2 %	24,9 %	27,8 %	30,0 %
<b>Nettotulos</b>	34,3	33,2	49,5	66,4
<b>EPS (oik.)</b>	1,55	1,62	2,25	2,91
<b>P/E (oik.)</b>	27,4	39,2	28,1	21,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	25,9	33,2	22,4	16,1
<b>EV/EBITDA</b>	24,2	31,1	22,0	15,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	7,1	8,2	6,2	4,8

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

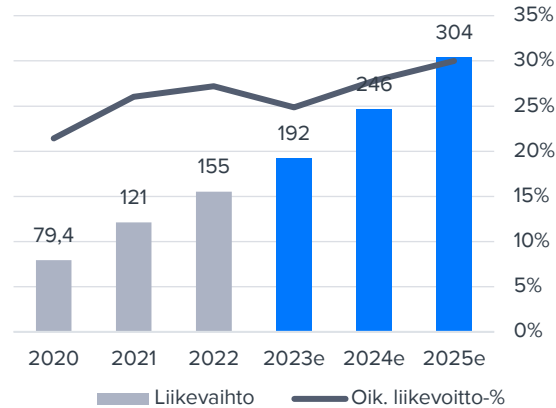
Arvioimme, että koko vuoden 2023 liikevaihto kasvaa vertailukelpoisen valuutoin 20-30 prosenttia edellisvuodesta ja että liikevoittomarginaali (EBITA-%) on 20-30 prosenttia vuonna 2023.

## Osakekurssi



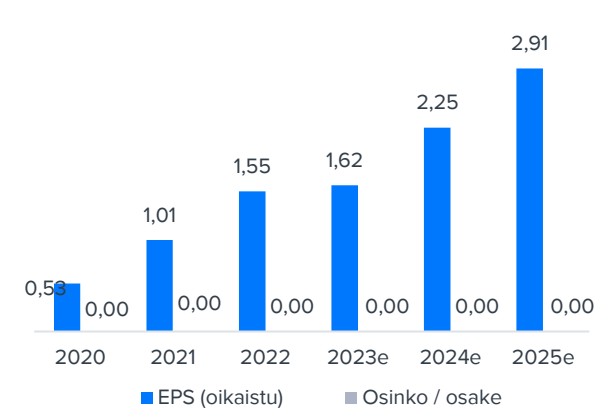
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Ohjelmistoja sisältävien laitteiden lukumäärän raju kasvu ja arvon siirtyminen ohjelmistoihin
- Pääsy volyymituotteita valmistaviin suuriin asiakkuuksiin
- Avoin kilpailukenttä sulautetuissa järjestelmissä
- Kypsä ja kilpailukykyinen tuote ja teknologia
- Voimakas kasvupotentiaali jakelulisenssimyynnin onnistuessa
- Skaalautuvuus tuo houkuttelevan kannattavuuspotentiaalin pitkällä aikavälillä



### Riskitekijät

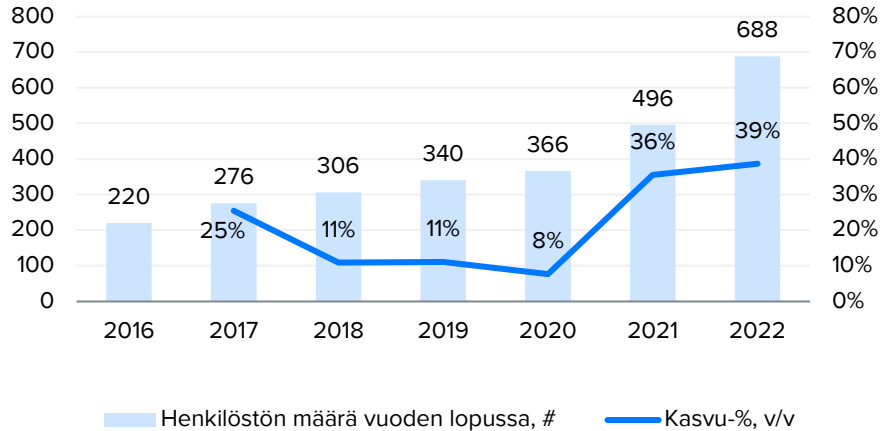
- Vielä rajallinen näkyvyys jakelulisenssien tuottoihin
- Kilpailukykyyn kestävyys teknologioiden kehittyessä nopeasti (mm. Android Auto, Flutter, Unity)
- Qt-kehittäjäyhteisön heikentyminen ja teknologian suosion rapautuminen
- Odotetun kasvuvauhdin muutokset heiluttavat hyväksyttävää arvostusta
- Sektorin arvostustasojen muutokset

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	63,4	63,4	63,4
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,5
Markkina-arvo	1608	1608	1613
Yritysarvo (EV)	1587	1534	1466
P/E (oik.)	39,2	28,1	21,8
P/E	48,4	32,5	24,3
P/Kassavirta	38,9	29,9	22,4
P/B	13,4	9,5	6,8
P/S	8,4	6,5	5,3
EV/Liikevaihto	8,2	6,2	4,8
EV/EBITDA (oik.)	31,1	22,0	15,8
EV/EBIT (oik.)	33,2	22,4	16,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

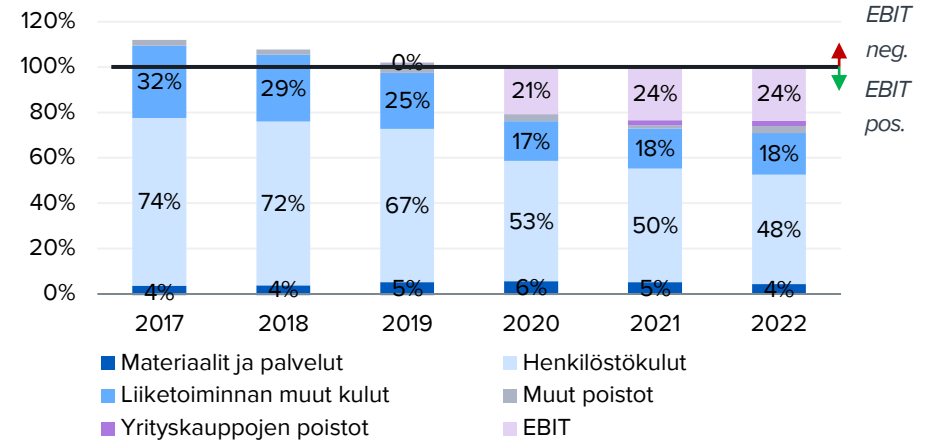
Lähde: Inderes

# Liiketoiminnan avainnumeroiden kehitys vuonna 2022

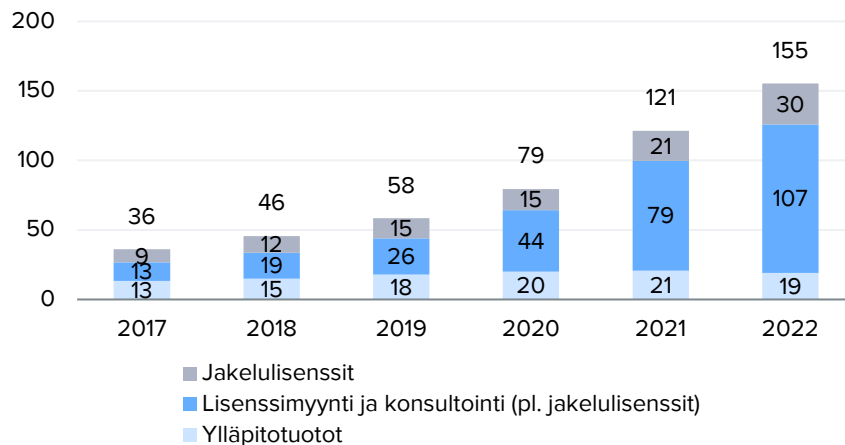
Henkilöstön määrä kauden lopussa,  
2016-2022



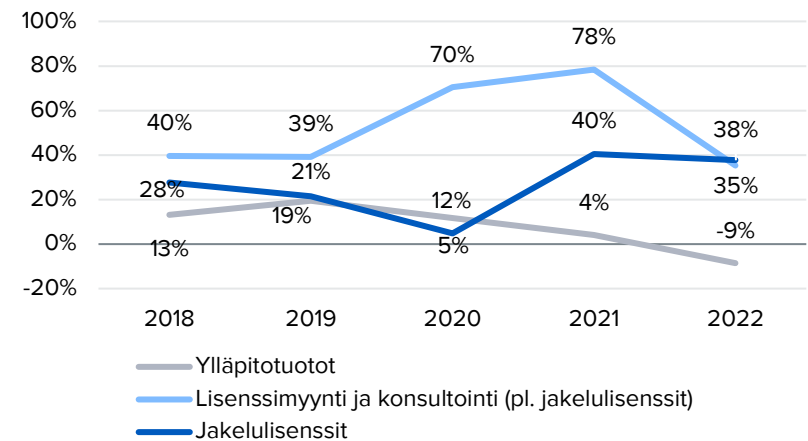
Operatiivinen kustannusrakenne,  
2016-2022, % liikevaihdosta



Liikevaihdon jakauma tyypeittäin,  
2017-2022, % liikevaihdosta



Liikevaihdon kasvu tyypeittäin,  
2017-2022, % kasvua edellisvuoden liikevaihdosta



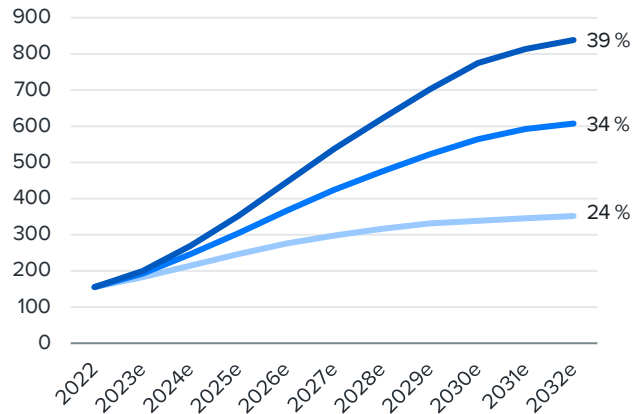
# Tarkistimme Q1:n liikevaihdon ja rekrytointien odotuksia lievästi alaspäin

<b>Ennustemuutokset</b>	<b>2023e</b>	<b>2023</b>	<b>Muutos</b>	<b>2024e</b>	<b>2024e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2025e</b>	<b>2025e</b>	<b>Muutos</b>
<b>MEUR / EUR</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>	<b>Vanha</b>	<b>Uusi</b>	<b>%</b>
<b>Liikevaihto</b>	194	192	-1%	248	246	-1%	305	304	-1%
<b>Käyttökate</b>	51,9	51,0	-2 %	70,8	69,8	-1%	93,8	92,5	-1%
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	48,6	47,8	-2 %	69,6	68,6	-1%	92,4	91,2	-1%
<b>Liikevoitto</b>	40,6	39,8	-2 %	61,5	60,5	-2 %	84,4	83,1	-1%
<b>Tulos ennen veroja</b>	39,5	38,7	-2 %	61,4	60,4	-2 %	84,2	83,0	-1%
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	1,64	1,62	-2 %	2,29	2,25	-1%	2,95	2,91	-1%
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

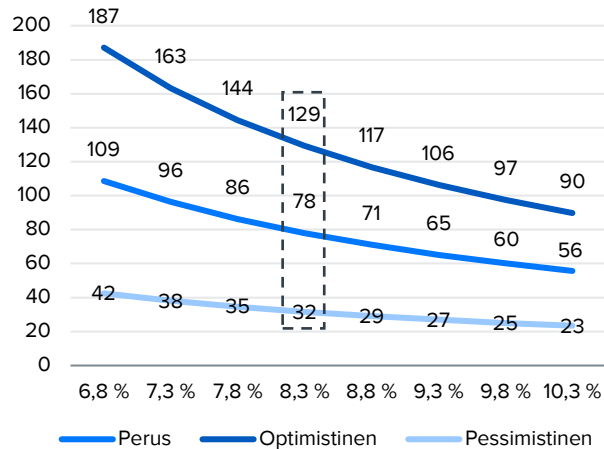
# Arvostus graafeina

Skenaarioiden liikevaihdot ja terminaalikannattavuus,  
MEUR ja EBIT-%



Lähde: Inderes

DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle,  
euroa per osake, WACC-%



Lähde: Inderes

Arvostusten skenaariot vuoteen 2025

Vuonna 2025	Pes.	Perus	Opt.
<b>Muuttuja liikevaihto MEUR</b>	247	304	352
<b>Muuttuja liikevoitto MEUR</b>	47	83	114
<b>x kerroin liikevaihto</b>	4	6	8
<b>x kerroin liikevoitto</b>	20	23	26
<b>= EV (EV/liikevaihto)</b>	986	1823	2814
<b>= EV (EV/liikevoitto)</b>	944	1912	2960
<b>Keskiarvo (EV)</b>	965	1868	2887
<b>+Nettokassa+osingot</b>	103	147	191
<b>=Markkina-arvo</b>	1068	2014	3077
<b>Osakekurssi 2025 (sis osingot)</b>	43,1	81,3	124,2
<b>Tuotto</b>	-32 %	28 %	96 %
<b>Vuotuinen tuotto (~3v)</b>	-13 %	9 %	28 %

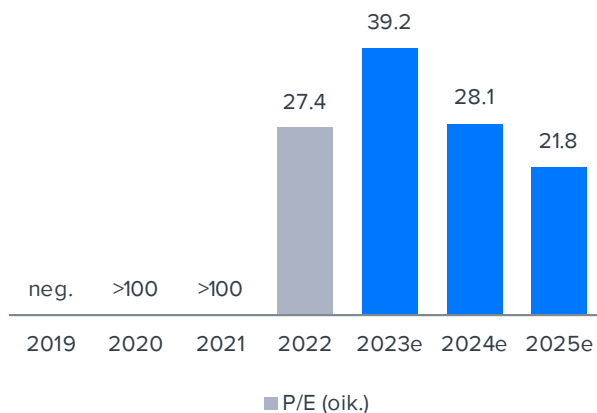
Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

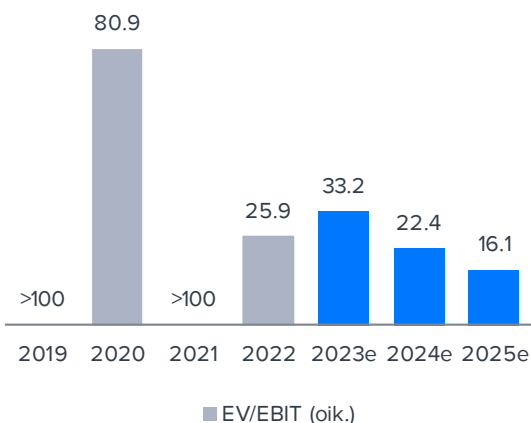
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	21,0	57,6	133,6	42,5	63,4	63,4	63,4	63,4
Osakemäärä, milj. kpl	23,7	24,2	24,7	25,2	25,4	25,4	25,5	25,5
Markkina-arvo	497	1395	3311	1076	1608	1608	1613	1613
Yritysarvo (EV)	489	1376	3311	1095	1587	1534	1466	1378
P/E (oik.)	neg.	>100	>100	27,4	39,2	28,1	21,8	18,9
P/E	neg.	>100	>100	31,2	48,4	32,5	24,3	18,9
P/Kassavirta	neg.	>100	neg.	neg.	38,9	29,9	22,4	18,2
P/B	29,3	46,7	64,2	12,4	13,4	9,5	6,8	5,0
P/S	8,5	17,6	27,3	6,9	8,4	6,5	5,3	4,4
EV/Liikevaihto	8,4	17,3	27,3	7,1	8,2	6,2	4,8	3,8
EV/EBITDA (oik.)	>100	70,7	>100	24,2	31,1	22,0	15,8	11,6
EV/EBIT (oik.)	>100	80,9	>100	25,9	33,2	22,4	16,1	12,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

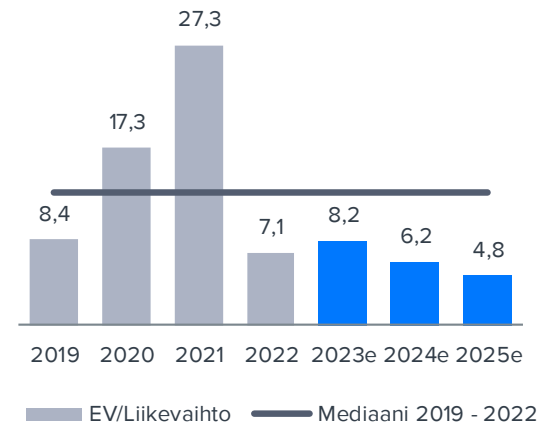
P/E (oik.)



EV/EBIT (oik.)



EV/Liikevaihto

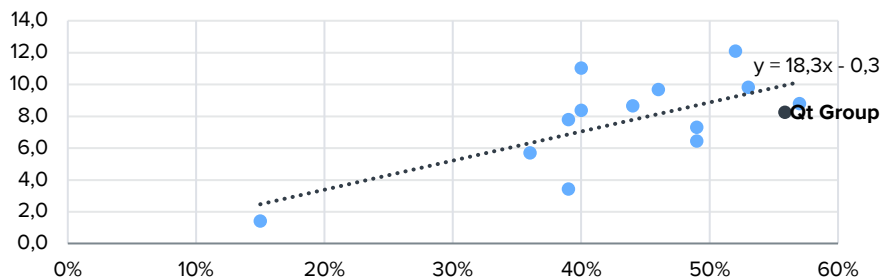


# Verrokkiryhmän arvostus

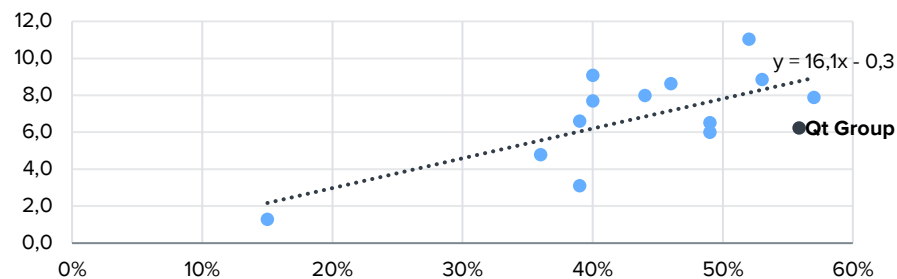
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBITDA		EV/EBIT		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40 2024e
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	
Adobe Inc	159 493	157 613	18,1	16,4	19,6	17,6	8,8	7,9	10 %	12 %	45 %	45 %	57 %
Ansys Inc	25 545	25 674	26,7	24,9	29,0	26,3	12,1	11,0	13 %	10 %	42 %	42 %	52 %
Atlassian Corporation PLC	36 518	35 893	58,6	48,3	64,7	50,6	11,0	9,1	27 %	22 %	17 %	18 %	40 %
Autodesk Inc	39 956	40 151	22,7	21,8	24,2	22,5	8,7	8,0	14 %	8 %	36 %	36 %	44 %
Dassault Systemes SE	49 590	50 403	23,3	21,0	27,6	25,1	8,4	7,7	7 %	9 %	30 %	31 %	40 %
IAR Systems Group AB	152	145	9,0	7,6	14,0	11,1	3,4	3,1	13 %	11 %	24 %	28 %	39 %
Materialise NV	421	361	13,3	9,0	331,5	31,7	1,4	1,3	12 %	11 %	0 %	4 %	15 %
Microsoft Corp	1940 515	1907 245	20,6	17,9	24,1	21,1	9,8	8,9	5 %	11 %	41 %	42 %	53 %
Oracle Corp	220 772	298 352	12,6	11,5	15,4	14,1	6,4	6,0	18 %	7 %	42 %	42 %	49 %
PTC Inc	13 373	14 268	18,3	16,0	20,2	17,4	7,3	6,5	9 %	12 %	36 %	37 %	49 %
Synopsys Inc	53 287	52 139	26,5	22,9	29,4	25,5	9,7	8,6	14 %	12 %	33 %	34 %	46 %
Unity	10 000	11 253	49,6	21,9	76,1	27,6	5,7	4,8	55 %	19 %	7 %	17 %	36 %
Vitec Software Group AB (publ)	1676	1758	20,6	16,9	39,4	31,7	7,8	6,6	31 %	18 %	20 %	21 %	39 %
<b>Qt (Inderes)</b>	<b>1608</b>	<b>1587</b>	<b>31,1</b>	<b>22,0</b>	<b>33,2</b>	<b>22,4</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>24 %</b>	<b>28 %</b>	<b>25 %</b>	<b>28 %</b>	<b>56 %</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>24,6</b>	<b>19,7</b>	<b>55,0</b>	<b>24,8</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>18 %</b>	<b>12 %</b>	<b>29 %</b>	<b>31 %</b>	<b>43 %</b>
<b>Mediaani</b>			<b>20,6</b>	<b>17,9</b>	<b>27,6</b>	<b>25,1</b>	<b>8,4</b>	<b>7,7</b>	<b>13 %</b>	<b>11 %</b>	<b>33 %</b>	<b>34 %</b>	<b>44 %</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>			<b>51 %</b>	<b>23 %</b>	<b>20 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>84 %</b>	<b>155 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>27 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokkiryhmän EV/S-kerroin (2023e) suhteessa liikevaihdon kasvu-% ja EBIT-% summaan (2024e)



Verrokkiryhmän EV/S-kerroin (2024e) suhteessa liikevaihdon kasvu-% ja EBIT-% summaan (2024e)





# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>121</b>	<b>31,6</b>	<b>37,1</b>	<b>35,3</b>	<b>51,3</b>	<b>155</b>	<b>38,9</b>	<b>47,9</b>	<b>42,8</b>	<b>62,9</b>	<b>192</b>	<b>246</b>	<b>304</b>	<b>366</b>
Lisenssimyynti ja konsultointi	100	27,1	31,6	30,8	46,9	136	34,6	43,6	38,5	58,6	175	230	288	351
Ylläpitotuotot	20,8	4,5	5,5	4,5	4,4	19,0	4,3	4,3	4,3	4,2	17,1	16,2	15,6	15,0
<b>Käyttökate</b>	<b>33,3</b>	<b>6,3</b>	<b>10,7</b>	<b>8,7</b>	<b>19,6</b>	<b>45,3</b>	<b>6,3</b>	<b>12,7</b>	<b>9,0</b>	<b>23,0</b>	<b>51,0</b>	<b>69,8</b>	<b>92,5</b>	<b>119</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,5	-1,6	-1,7	-2,3	-2,8	-8,4	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-11,2	-9,3	-9,4	-9,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>31,5</b>	<b>5,6</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>18,8</b>	<b>42,2</b>	<b>5,5</b>	<b>11,9</b>	<b>8,2</b>	<b>22,2</b>	<b>47,8</b>	<b>68,6</b>	<b>91,2</b>	<b>110</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>28,8</b>	<b>4,7</b>	<b>9,1</b>	<b>6,3</b>	<b>16,8</b>	<b>36,9</b>	<b>3,5</b>	<b>9,9</b>	<b>6,2</b>	<b>20,2</b>	<b>39,8</b>	<b>60,5</b>	<b>83,1</b>	<b>110</b>
Nettorahoituskulut	0,5	0,3	1,5	1,1	-2,1	0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,1	-0,1	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>29,3</b>	<b>4,9</b>	<b>10,5</b>	<b>7,5</b>	<b>14,7</b>	<b>37,6</b>	<b>3,2</b>	<b>9,6</b>	<b>6,0</b>	<b>19,9</b>	<b>38,7</b>	<b>60,4</b>	<b>83,0</b>	<b>109</b>
Verot	-6,9	-1,1	-0,3	-0,6	-1,4	-3,3	-0,3	-1,2	-0,8	-3,2	-5,5	-10,9	-16,6	-24,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>22,4</b>	<b>3,8</b>	<b>10,2</b>	<b>6,9</b>	<b>13,3</b>	<b>34,3</b>	<b>2,9</b>	<b>8,5</b>	<b>5,1</b>	<b>16,7</b>	<b>33,2</b>	<b>49,5</b>	<b>66,4</b>	<b>85,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,01</b>	<b>0,18</b>	<b>0,43</b>	<b>0,32</b>	<b>0,61</b>	<b>1,55</b>	<b>0,19</b>	<b>0,41</b>	<b>0,28</b>	<b>0,73</b>	<b>1,62</b>	<b>2,25</b>	<b>2,91</b>	<b>3,35</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,91</b>	<b>0,15</b>	<b>0,41</b>	<b>0,28</b>	<b>0,53</b>	<b>1,36</b>	<b>0,11</b>	<b>0,33</b>	<b>0,20</b>	<b>0,66</b>	<b>1,31</b>	<b>1,95</b>	<b>2,61</b>	<b>3,35</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	52,5 %	35,1 %	9,3 %	31,3 %	38,9 %	28,2 %	23,3 %	29,1 %	21,2 %	22,4 %	23,9 %	28,1 %	23,3 %	20,3 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	85 %	16 %	-13 %	28 %	108 %	34 %	-1 %	19 %	4 %	18 %	13 %	43 %	33 %	20 %
<b>Käyttökate-%</b>	27,5 %	20,0 %	28,9 %	24,5 %	38,1 %	29,1 %	16,2 %	26,6 %	21,1 %	36,6 %	26,5 %	28,3 %	30,4 %	32,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	26,0 %	17,7 %	26,9 %	22,3 %	36,6 %	27,2 %	14,2 %	24,9 %	19,2 %	35,3 %	24,9 %	27,8 %	30,0 %	29,9 %
<b>Nettotulos-%</b>	18,5 %	12,2 %	27,5 %	19,7 %	26,0 %	22,1 %	7,5 %	17,7 %	12,0 %	26,6 %	17,3 %	20,1 %	21,9 %	23,3 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>56,6</b>	<b>112</b>	<b>101</b>	<b>92,7</b>	<b>84,7</b>
Liikearvo	25,4	43,4	43,4	43,4	43,4
Aineettomat hyödykkeet	26,5	55,4	47,9	39,8	31,8
Käyttöomaisuus	3,0	5,4	2,9	2,9	3,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	6,6	6,6	6,6	6,6
Laskennalliset verosaamiset	1,4	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>60,6</b>	<b>66,6</b>	<b>94,3</b>	<b>167</b>	<b>258</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	43,2	57,8	71,2	89,9	109
Likvidit varat	17,4	8,8	23,1	76,7	149
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>117</b>	<b>178</b>	<b>195</b>	<b>259</b>	<b>343</b>

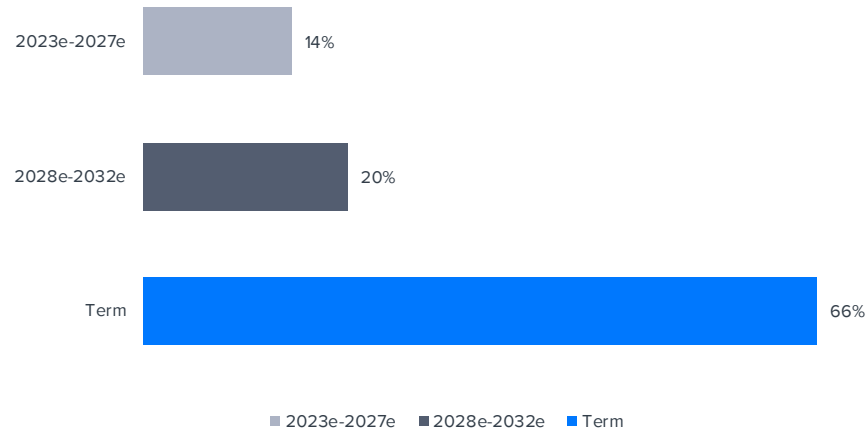
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>51,6</b>	<b>86,7</b>	<b>120</b>	<b>169</b>	<b>236</b>
Osakepääoma	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kertyneet voittovarot	33,3	41,4	74,7	124	191
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,7	44,8	44,8	44,8	44,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>13,5</b>	<b>54,9</b>	<b>29,8</b>	<b>29,8</b>	<b>29,8</b>
Laskennalliset verovelat	7,5	16,2	16,2	16,2	16,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	26,1	1,0	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,8	12,6	12,6	12,6	12,6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>52,1</b>	<b>36,4</b>	<b>45,3</b>	<b>60,1</b>	<b>77,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	15,9	2,0	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	36,3	34,4	44,3	59,1	76,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>117</b>	<b>178</b>	<b>195</b>	<b>259</b>	<b>343</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	28,2 %	23,9 %	28,1%	23,3 %	20,3 %	16,0 %	12,0 %	10,0 %	8,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	23,7 %	20,7 %	24,6 %	27,4 %	29,9 %	34,0 %	36,0 %	35,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %	34,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>36,9</b>	<b>39,8</b>	<b>60,5</b>	<b>83,1</b>	<b>110</b>	<b>144</b>	<b>171</b>	<b>183</b>	<b>192</b>	<b>201</b>	<b>207</b>	
+ Kokonaispoistot	8,4	11,2	9,3	9,4	9,5	9,6	6,4	6,1	3,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	6,0	-4,7	-10,9	-16,6	-24,0	-31,7	-37,6	-40,2	-42,2	-44,3	-45,4	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-16,4	-3,6	-3,9	-2,6	-5,0	-4,0	-5,1	-4,8	-4,2	-2,8	-1,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>34,9</b>	<b>42,6</b>	<b>55,0</b>	<b>73,3</b>	<b>89,9</b>	<b>118</b>	<b>135</b>	<b>144</b>	<b>149</b>	<b>156</b>	<b>162</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-63,8	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-21,3</b>	<b>41,4</b>	<b>53,8</b>	<b>71,9</b>	<b>88,5</b>	<b>116</b>	<b>133</b>	<b>142</b>	<b>147</b>	<b>154</b>	<b>159</b>	
+/- Muut	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-13,2	41,4	53,8	71,9	88,5	116	133	142	147	154	159	
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>38,9</b>	<b>46,7</b>	<b>57,7</b>	<b>65,6</b>	<b>79,8</b>	<b>84,2</b>	<b>83,1</b>	<b>79,2</b>	<b>76,9</b>	<b>73,5</b>	<b>1308</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1994	1955	1908	1850	1785	1705	1621	1538	1459	1382	1308
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1994</b>										
- Korolliset velat		-28,2										
+ Rahavarat		8,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1974</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>77,8</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,33
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,3 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	79,4	121,1	155,3	192,4	246,4	EPS (raportoitu)	0,53	0,91	1,36	1,31	1,95
Käyttökate	19,5	33,3	45,3	51,0	69,8	EPS (oikaistu)	0,53	1,01	1,55	1,62	2,25
Liikevoitto	17,0	28,8	36,9	39,8	60,5	Operat. kassavirta / osake	0,49	1,01	1,39	1,68	2,17
Voitto ennen veroja	16,4	29,3	37,6	38,7	60,4	Vapaa kassavirta / osake	0,49	-0,64	-0,53	1,63	2,12
Nettovoitto	12,8	22,4	34,3	33,2	49,5	Omapääoma / osake	1,23	2,09	3,45	4,72	6,68
Kertaluontoiset erät	0,0	-2,7	-5,4	-8,0	-8,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	61,4	117,2	178,1	195,0	259,4	Liikevaihdon kasvu-%	36 %	52 %	28 %	24 %	28 %
Oma pääoma	29,9	51,6	86,7	119,9	169,5	Käyttökateen kasvu-%	597 %	71 %	36 %	13 %	37 %
Liikearvo	6,6	25,4	43,4	43,4	43,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	7701 %	85 %	34 %	13 %	43 %
Nettovelat	-19,4	-0,3	19,3	-21,1	-74,7	EPS oik. kasvu-%	-3657 %	91 %	53 %	4 %	39 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	24,5 %	27,5 %	29,1 %	26,5 %	28,3 %
Käyttökate	19,5	33,3	45,3	51,0	69,8	Oik. Liikevoitto-%	21,4 %	26,0 %	27,2 %	24,9 %	27,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,7	-8,0	-16,4	-3,6	-3,9	Liikevoitto-%	21,4 %	23,8 %	23,7 %	20,7 %	24,6 %
Operatiivinen kassavirta	12,0	24,9	34,9	42,6	55,0	ROE-%	54,8 %	55,0 %	49,6 %	32,1 %	34,2 %
Investoinnit	-0,7	-46,0	-63,8	-1,2	-1,3	ROI-%	63,5 %	57,0 %	40,2 %	33,6 %	41,3 %
Vapaa kassavirta	11,9	-15,9	-13,2	41,4	53,8	Omavaraisuusaste	63,2 %	49,7 %	48,7 %	61,5 %	65,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-64,9 %	-0,7 %	22,3 %	-17,6 %	-44,1 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	17,3	27,3	7,1	8,2	6,2						
EV/EBITDA (oik.)	70,7	>100	24,2	31,1	22,0						
EV/EBIT (oik.)	80,9	>100	25,9	33,2	22,4						
P/E (oik.)	>100	>100	27,4	39,2	28,1						
P/B	46,7	64,2	12,4	13,4	9,5						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämättä 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 käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Inderesin analyytikko Antti Luiron ja hänen lähipiirinsä yhteenlaskettu omistus on 6.2.2023 saadun ilmoituksen mukaan yli 50 000 euroa kohdeyhtiössä Qt Group.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/04/2021	Lisää	105,00 €	96,10 €
04/06/2021	Vähennä	105,00 €	103,80 €
14/07/2021	Lisää	105,00 €	96,50 €
09/08/2021	Lisää	160,00 €	149,40 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
29/10/2021	Vähennä	160,00 €	155,20 €
23/12/2021	Lisää	145,00 €	134,00 €
28/01/2022	Osta	120,00 €	102,20 €
18/02/2022	Osta	120,00 €	103,80 €
29/04/2022	Osta	110,00 €	91,20 €
02/08/2022	Osta	80,00 €	60,00 €
05/08/2022	Osta	80,00 €	59,94 €
06/10/2022	Osta	55,00 €	38,81 €
28/10/2022	Osta	55,00 €	42,44 €
17/02/2023	Vähennä	72,00 €	71,74 €
28/03/2023	Lisää	72,00 €	63,36 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**