

Pysymme tarinan kyydissä, vaikka arvostus kiristää

Nostamme Nixun tavoitehintaa 12,0 euroon (aik. 9,5 EUR) ja toistamme osakkeen lisää-suosituksen. Mielestämme on vielä liian aikaista hypätä pois yhtiön pitkän aikavälin kasvutarinasta, sillä kyberpalvelumarkkinan kysyntäfundamentit voimistuvat edelleen, Nixun asema markkinalla on vahva ja yhtiön strategia vastaa mielestämme hyvin markkinatrendeihin. Nixulle voidaan mielestämme perustella aiempaa korkeampi suhteellinen arvostus, koska 1) yhtiön liiketoimintamallin painopiste on onnistuneesti siirtymässä kohti skaalautuvia jatkuvia palveluita, 2) yhtiöstä on tullut aidosti kansainvälinen toimija ja 3) markkinan kysyntänäkymät ovat erinomaiset.

Hyvät edellytykset jatkaa yrityskauppavetoista arvonluontia

Nixu kertoi viime viikolla selvittävänsä pörssin päälistalle siirtymistä, minkä yhteydessä yhtiö todennäköisesti tulee hankkimaan rahoitusta yrityskauppojen toteutukseen. Nixun yritysostostrategia ja kansainvälistyminen ovat edenneet tähän mennessä arviomme mukaan hyvin onnistuneesti, minkä takia yhtiö haluaa painaa nyt kaasua. Mielestämme Nixulla on hyvät edellytykset jatkaa yrityskauppavetoista arvonluontia, kun aiemmissa yrityskaupoissa toimivaksi todistettua reseptiä voidaan edelleen monistaa. Nixu on ostanut viimeisen puolentoista vuoden aikana neljä hyvin yhtiön kansainvälistymisstrategiaan sopivaa kyberpalveluyhtiötä erittäin maltillisilla arvostuksilla (liikevaihtokertoimet noin 1x). Yhtiön nykyinen tase ei anna liikkumavaraa suurempien järjestelyiden tekemiseen, joten päälistalle siirtyminen ja rahoituksen hankkiminen on loogista.

Markkinan kysyntätilanne kuumenee

Kysyntänäkymät kyberpalvelumarkkinoilla ovat vahvistuneet entisestään yritysten digitalisaatiohuiden, lukuisten julkisuutta saaneiden tietoturtojen ja EU:n tietosuojasetuksen johdosta. Erityisesti ensi vuonna voimaan astuvan EU:n tietosuojasetuksen takia kysyntä käy nyt hyvin kuumana, kun organisaatiot joutuvat varautumaan uuden asetuksen velvoitteisiin. Nixu on hyvin asemoitunut markkinan kasvuun, sillä yhtiö pystyy tarjoamaan kyberturvaa ulkoistettuna kokonaispalveluna, kattaen myös kaikki tietosuojasetuksen kannalta olennaiset osaamisalueet. Yhtiö lähti Suomessa ensimmäisten joukossa panostamaan kyberturvan valvomopalveluihin ja on saavuttanut käsityksemme mukaan tällä alueella erittäin vahvan markkina-aseman. Yhtiön valvomopalvelut tuovat liiketoimintaan skaalautuvuutta ja ne on monistettavissa kansainvälisesti. Nixun liiketoimintamallin painopiste on viimeisen kahden vuoden aikana siirtynyt onnistuneesti kotimaisesta konsulttipalveluyhtiöstä kohti kansainvälistä teknologiayhtiötä, mikä tekee yhtiön sijoitusprofiilista myös houkuttelevamman.

Hyväksyttävä arvostustaso nousut

Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 51 % ja ensi vuonna 25 % yrityskauppojen ja vahvan orgaanisen kasvun vetämänä. Yhtiön kannattavuus paranee, mutta ei ole vielä lähivuosina täydessä potentiaalissaan (EBITDA-% 9-10 %). Nixun osakkeen arvostustaso on korkea (2018e P/E 24x, EV/S 1,8x), mikä rajaa osakkeen lyhyen aikavälin nousupotentiaalia. Arviomme mukaan sijoittajat ovat kuitenkin valmiita hyväksymään yhtiölle jatkossa entistä korkeamman suhteellisen arvostustason johtuen yhtiön markkinanäkymistä, vakuuttavasta kasvun track-recordista, kansainvälistymisestä sekä liiketoimintamallin muutoksesta.

Avainluvut

	Liikevaihto	Käyttökate (EBITDA)	EBITDA-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	EPS (oik.)	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E (oik.)	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	18,0	2,1	11,5 %	1,1	0,24	0,09	1,5	13,0	13,6	20,6	1,8 %
2016	21,6	0,8	3,6 %	0,0	0,04	0,00	1,8	49,9	63,7	151,0	0,0 %
2017e	32,6	2,8	8,7 %	1,5	0,30	0,00	2,3	26,5	28,6	37,4	0,0 %
2018e	40,7	4,1	10,0 %	2,5	0,46	0,15	1,8	18,1	18,9	24,2	1,3 %
2019e	46,4	5,8	12,6 %	4,5	0,70	0,22	1,5	12,1	12,4	16,0	2,0 %
Markkina-arvo, MEUR			72	OPO / osake 2017e, EUR			1,61	CAGR EPS, 2016-2019, %			-337 %
Nettovelka 2017e, MEUR			3	P/B 2017e			6,9	CAGR kasvu, 2016-2019, %			29 %
Yritysarvo (EV), MEUR			75	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			29,4 %	ROE 2017e, %			11,0 %
Taseen koko 2017e, MEUR			25	Omavaraisuusaste 2017e, %			42,5 %	ROCE 2017e, %			12,3 %

Analyttikko

Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus

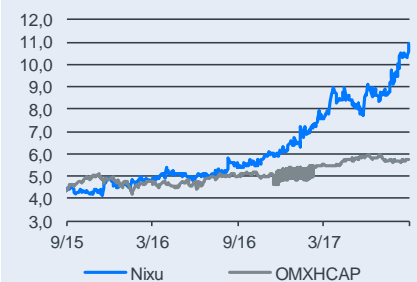
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa **12,00 EUR**

Edellinen: 9,50



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös **11,15 EUR**

12 kk vaihteluväli **5,31-12 EUR**

Potentiaali **7,6 %**

Ohjeistus

”Voimakkaan orgaanisen kasvun ja vuosina 2016 ja 2017 toteutettujen yrityskauppojen johdosta yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan yli 40 % vuoden 2016 tasosta (21,6 MEUR). Jatkamme kasvupanostuksia tilikauden aikana.”

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e		Muutos %	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	32,5	32,6	0 %	40,3	40,7	1 %	45,1	46,4	3 %
Käyttökate	2,8	2,8	1 %	4,0	4,1	1 %	5,7	5,8	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	2,6	1 %	3,9	3,9	1 %	5,6	5,7	2 %
Liikevoitto	1,7	1,7	2 %	2,7	2,7	1 %	4,5	4,6	3 %
Tulos ennen veroja	1,5	1,5	2 %	2,5	2,5	1 %	4,3	4,5	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,29	0,30	1 %	0,46	0,46	1 %	0,68	0,70	2 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,15	0,15	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Innofactor	1,38	49	63	22,3	13,7	12,1	8,7	1,0	0,9	20,1	11,0		0,8
Bouvet	160,00	174	169	12,1	10,8	10,4	9,4	1,0	0,9	16,6	15,2	4,1	4,3
Digia	2,44	64	68	11,1	9,1	9,5	7,9	0,7	0,6	14,2	12,7	3,7	4,1
Enea	76,75	143	134	11,1	9,5	8,7	7,9	2,1	2,2	14,6	12,7	3,1	3,5
HiQ International	60,00	347	335	13,3	12,4	12,6	11,8	1,7	1,6	18,7	17,4	5,5	5,8
Siiifi Solutions	12,37	86	80	13,5	10,0	11,5	8,9	1,2	1,0	18,6	15,8	3,2	3,9
Solteq	1,68	31	53		12,8		7,3	0,8	0,7	21,0		3,6	4,2
Tieto Oyj	25,62	1886	2062	12,8	12,0	9,9	9,4	1,3	1,3	15,5	14,5	5,2	5,4
KnowIT	130,75	259	271	8,8	7,6	8,2	7,3	0,9	0,8	13,2	11,9	3,0	3,0
NCC Group	215,00	675	728	23,7		17,9		2,6		40,9	29,8	1,9	2,2
Vincit	7,36	81	82	14,8	13,3	10,6	9,8	2,1	1,9	19,8	17,6	2,2	2,7
F-Secure	4,27	674	596	49,3	26,0	33,9	20,8	3,2	2,8	60,9	42,1	1,4	2,1
Nixu (Inderes)	11,15	72	75	28,6	18,9	26,5	18,1	2,3	1,8	37,4	24,2	0,0	1,3
Keskisarvo				17,5	12,5	13,2	9,9	1,5	1,3	22,8	18,3	3,3	3,5
Mediaani				13,3	12,0	10,6	8,9	1,2	1,0	18,7	15,2	3,2	3,7
Erotus-% vrt. mediaani				115 %	57 %	150 %	103 %	87 %	89 %	100 %	59 %	-100 %	-64 %

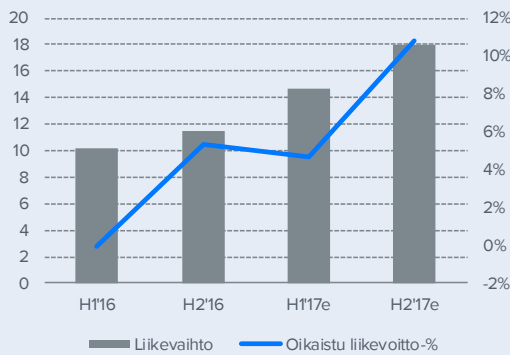
Lähde: Reuters / Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloslaskelma (MEUR)	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1	2017H2e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	13,4	13,5	12,0	17,0	8,8	9,2	18,0	10,1	11,4	21,6	14,6	18,0	32,6	40,7	46,4
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	0,3	0,2	0,5	-	-
Materiaalit ja palvelut	-1,1	-1,2	-0,8	-1,3	-0,7	-0,7	-1,4	-0,8	-0,7	-1,5	-0,8	-1,0	-1,8	-	-
Henkilöstökulut	-8,1	-8,7	-8,4	-10,9	-5,7	-5,6	-11,2	-7,4	-7,6	-15,0	-10,1	-11,4	-21,5	-	-
Liiketoiminnan muut kulut	-2,4	-2,7	-2,5	-2,8	-1,7	-1,8	-3,6	-2,3	-2,6	-4,9	-3,2	-3,7	-6,9	-	-
EBITDA	1,8	0,9	0,6	2,3	0,8	1,2	2,1	0,1	0,7	0,8	0,8	2,0	2,8	4,1	5,8
Poistot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Liikearvopoistot	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,9	-1,2	-1,1
EBIT	1,8	0,8	0,5	1,4	0,4	0,8	1,2	-0,2	0,3	0,1	0,3	1,4	1,7	2,7	4,6
Rahoitustuotot ja -kulut	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	1,8	0,8	0,5	1,3	0,3	0,7	1,1	-0,2	0,2	0,0	0,2	1,4	1,5	2,5	4,5
Tuloverot	-0,6	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-1,1
Vähemmistöosuus	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	0,0
Nettotulos	1,2	0,6	0,3	0,9	0,2	0,5	0,7	-0,3	0,0	-0,2	0,0	1,0	1,0	1,8	3,4
Liikearvopoistot	0,00	0,00	0,00	-0,78	-0,39	-0,39	-0,77	-0,17	-0,32	-0,49	-0,37	-0,53	-0,90	-1,16	-1,13
EBIT (oikaistu)	1,76	0,84	0,47	2,20	0,78	1,18	1,97	0,00	0,61	0,61	0,69	1,95	2,63	3,90	5,72
EPS (oikaistu)				0,28	0,09	0,15	0,24	-0,01	0,05	0,04	0,06	0,24	0,30	0,46	0,70

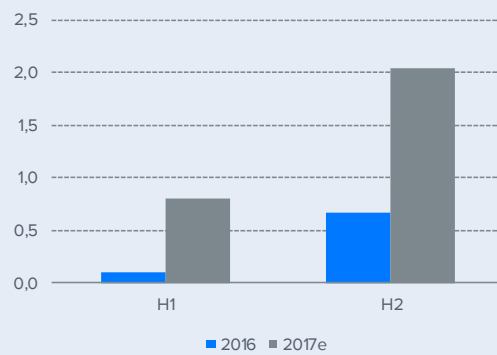
Avainluvut	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1	2017H2e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu y-o-y-%	24,7 %	0,4 %	-10,9 %	41,5 %	7,6 %	4,8 %	6,2 %	14,6 %	24,8 %	19,8 %	44,2 %	57,0 %	51,0 %	25,0 %	14,0 %
Materiaalit ja palvelut-%	-8 %	-9 %	-6 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-6 %	-7 %	-6 %	-6 %	-6 %	-	-
EBITDA-%	14 %	7 %	5 %	13 %	9 %	14 %	11,5 %	1 %	6 %	3,6 %	5 %	11 %	8,7 %	10,0 %	12,6 %
EBIT-%	13 %	6 %	4 %	8 %	4 %	9 %	7 %	-2 %	3 %	1 %	2 %	8 %	5,3 %	6,7 %	9,9 %
EBIT-%oikaistu	13 %	6 %	4 %	13 %	9 %	13 %	11 %	0 %	5 %	3 %	5 %	11 %	8,1 %	9,6 %	12,3 %
Henkilöstökulut-%	-61 %	-65 %	-70 %	-64 %	-64 %	-61 %	-62 %	-72 %	-67 %	-69 %	-69 %	-63 %	-66 %	-	-
Poistot-%	-1 %	0 %	-1 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %	-1 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %	-1 %	-	-
Liiketoiminnan muut kulut-%	-18 %	-20 %	-21 %	-17 %	-20 %	-20 %	-20 %	-22 %	-23 %	-23 %	-22 %	-21 %	-21 %	-	-
Henkilöstö kaud. lopussa / keskim.	106	123	118	144	159	159	159	178	222	200	301	314	308	-	-
Henkilöstökulut per henkilö TEUR	-76,5	-71,1	-71,0	-75,6	-35,8	-34,9	-70,7	-41,4	-34,4	-75,1	-33,4	-36,3	-69,8	-	-

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Käyttökate, MEUR

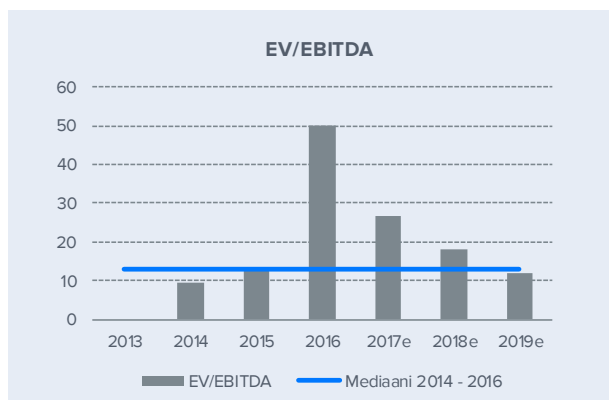
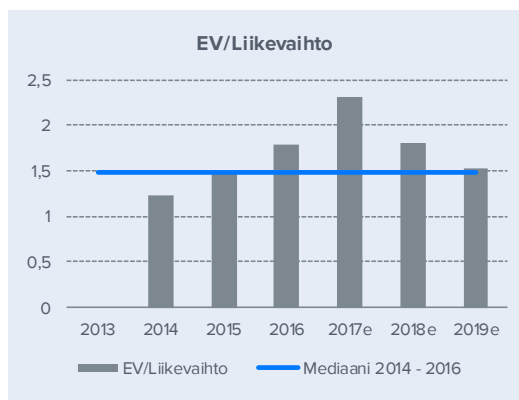
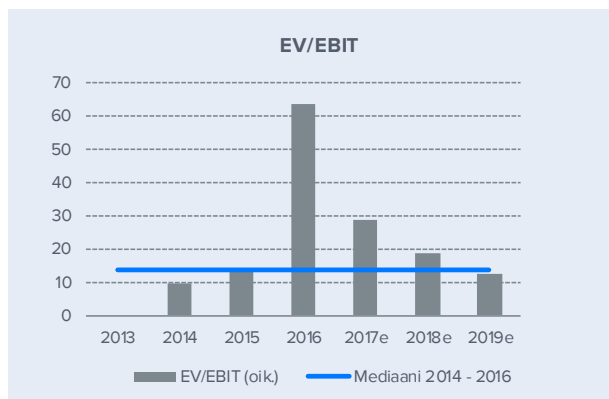
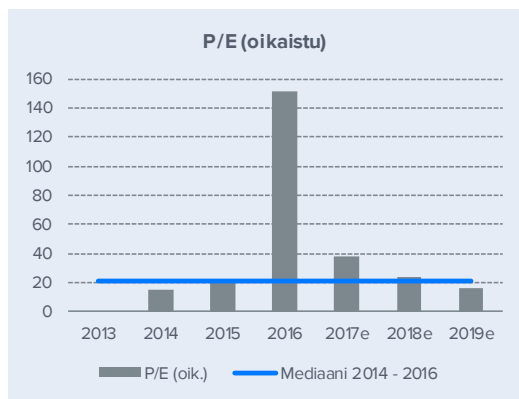


Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		4,21	4,91	6,05	11,15	11,15	11,15
Markkina-arvo		26	30	39	72	72	72
Yritysarvo (EV)		21	27	39	75	73	71
P/E (oik.)		15,2	20,6	151,0	37,4	24,2	16,0
P/E		28,2	43,7	neg.	69,7	39,5	21,3
P/Kassavirta		-41,3	-29,3	-10,1	-18,8	33,8	19,8
P/B		3,3	3,8	4,6	6,9	5,9	4,9
P/S		1,5	1,7	1,8	2,2	1,8	1,6
EV/Liikevaihto		1,2	1,5	1,8	2,3	1,8	1,5
EV/EBITDA		9,3	13,0	49,9	26,5	18,1	12,1
EV/EBIT (oik.)		9,5	13,6	63,7	28,6	18,9	12,4
Osinko/tulos (%)		53,6 %	80,1%	0,0 %	0,0 %	53,1%	42,1%
Osinkotuotto-%		1,9 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	2,0 %

Lähde: Inderes

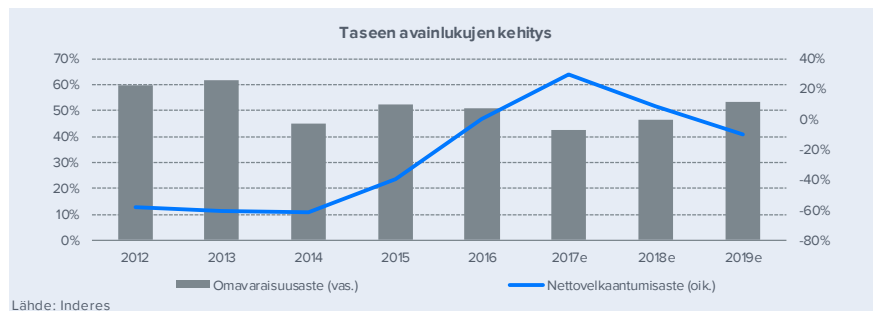


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	4	3	7	11	10
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	4	3	6	11	9
Käyttöomaisuus	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	13	12	10	14	17
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	5	5	7	10	13
Likvidit varat	9	7	3	4	4
Taseen loppusumma	17	15	17	25	26

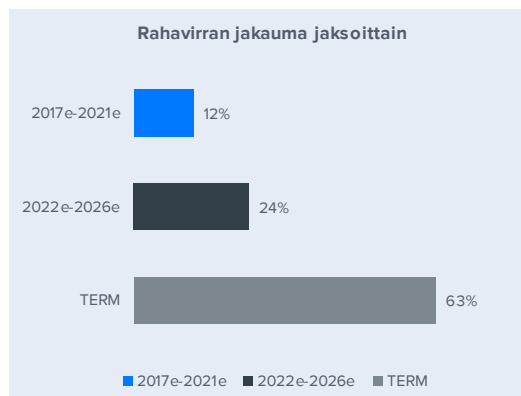
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	8	8	8	10	12
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	2	2	2	3	5
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	5	5	7	8	8
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	3	3	2	5	4
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	3	3	2	5	4
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	6	4	6	9	10
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	1	2	1
Lyhytaikaiset korottomat velat	6	4	5	7	9
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	17	15	17	25	26



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,1	1,7	2,7	4,6	6,2	6,7	7,1	7,6	7,9	7,5	7,7	
+ Kokonaispoistot	0,7	1,1	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	
- Maksetut verot	-0,3	-0,5	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	-0,9	-1,1	-1,0	-1,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	0,2	1,5	2,3	3,8	4,9	6,0	6,4	6,6	6,9	6,5	6,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,1	-5,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,8	-3,9	2,1	3,7	4,8	5,8	6,2	6,4	6,6	6,1	5,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,8	-3,9	2,1	3,7	4,8	5,8	6,2	6,4	6,6	6,1	5,9	96,7
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,8	1,9	3,1	3,7	4,2	4,1	3,9	3,7	3,2	2,8	46,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		73,4	77,2	75,3	72,2	68,5	64,3	60,2	56,4	52,6	49,4	46,6
Velaton arvo DCF		73,4										
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		2,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		73,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,31										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	17,0	18,0	21,6	32,6	40,7
EBITDA	2,3	2,1	0,8	2,8	4,1
EBITDA-marginaali (%)	13,3	11,5	3,6	8,7	10,0
EBIT	1,4	1,2	0,1	1,7	2,7
Voitto ennen veroja	1,3	1,1	0,0	1,5	2,5
Nettovoitto	0,9	0,7	-0,2	1,0	1,8
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,8	-0,5	-0,9	-1,2

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	17,3	15,1	16,6	24,6	26,4
Oma pääoma	7,8	7,9	8,4	10,4	12,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	4,0	3,5	2,7	6,7	5,2

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	2,3	2,1	0,8	2,8	4,1
Nettokäyttöpääoman muutos	1,9	-2,4	-0,3	-0,9	-1,1
Operatiivinen kassavirta	3,7	-0,7	0,2	1,5	2,3
Vapaa kassavirta	-0,6	-1,0	-3,8	-3,9	2,1

Yhtiökuvaus
Nixu on vuonna 1988 perustettu kyberturvallisuuspalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Nixun keskeisenä kilpailuetuna on erikoistuminen kyberturvallisuuspalveluihin, vahva brändi ja asema Suomessa sekä kattava palveluvalikoima kyberturvallisuuspalveluissa. Nixu-konserni työllistää lähes 200 asiantuntijaa.
Nixu on yhtiön johdon käsityksen mukaan suurin pohjoismainen kyberturvallisuuspalveluiden tarjoaja kyberturvallisuusasiantuntijoiden lukumäärällä mitattuna. Lisäksi yhtiö tarjoaa laaja-alaisimmin eri palveluita organisaatioiden kyberturvallisuustarpeisiin.
Asiakassegmentit Nixu jaottelee tietohallintoon, digitaaliseen liiketoimintaan ja teolliseen internetiin. Palveluitaan Nixu toimittaa neljällä eri toimitusmallilla: toteutusprojektit, neuvonantopalvelut, jatkuvat palvelut ja lisenssimyynti.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,15	0,11	-0,04	0,16	0,28
EPS oikaistu	0,28	0,24	0,04	0,30	0,46
Operat. kassavirta per osak	0,61	-0,11	0,04	0,23	0,35
Tasearvo per osake	1,27	1,30	1,36	1,61	1,89
Osinko per osake	0,08	0,09	0,00	0,00	0,15
Voitonjako, %	54	80	0	0	53
Osinkotuotto, %	1,9	1,8	0,0	0,0	1,3

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	28,2	43,7	neg.	69,7	39,5
P/B	3,3	3,8	4,6	6,9	5,9
P/Liikevaihto	1,5	1,7	1,8	2,2	1,8
P/CF	6,9	neg.	159,4	49,1	32,1
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	2,3	1,8
EV/EBITDA	9,3	13,0	49,9	26,5	18,1
EV/EBIT	14,7	22,5	333,4	43,5	26,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
GYLFE BO PETER	11,1 %
KESKINÄINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ VARMA	4,0 %
SIJOITUSRAHASTO TAALERITEHDAS MIKRO MARK	3,9 %
TENENDUM OY	3,8 %
KESKINÄINEN ELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ ILMARINEN	2,8 %

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.12.2014	Lisää	4,50 €	4,17 €
27.2.2015	Osta	4,90 €	4,18 €
20.4.2015	Lisää	5,10 €	4,65 €
17.8.2015	Lisää	5,10 €	4,70 €
15.10.2015	Lisää	5,00 €	4,42 €
17.12.2015	Lisää	5,00 €	4,49 €
18.2.2016	Lisää	5,40 €	4,78 €
13.4.2016	Lisää	5,40 €	4,95 €
17.8.2016	Lisää	5,60 €	5,23 €
11.10.2016	Lisää	5,80 €	5,40 €
10.11.2016	Lisää	6,20 €	5,48 €
17.2.2017	Lisää	7,10 €	6,74 €
9.3.2017	Vähennä	7,30 €	7,20 €
13.4.2017	Vähennä	7,80 €	8,32 €
31.5.2017	Vähennä	8,20 €	8,37 €
18.8.2017	Lisää	9,50 €	8,88 €
2.10.2017	Lisää	12,00 €	11,15 €

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä.

Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

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