

Strategia etenee vauhdilla

Käännyimme Nixun osakkeessa takaisin lisää-suositukseen (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehintaamme 9,5 euroon (aik. 8,2 EUR). Yhtiön strategia on tänä vuonna edennyt odotuksiamme ripeämmin, markkinoiden kasvunäkymät ovat vahvistuneet entisestään ja Nixun arvostus on yhtiön kasvunopeuden ja viimeisimpien yrityskauppojen valossa kohtalainen (2019e P/E 14x). Vahvojen fundamenttien ja yhtiön houkuttelevan pitkän aikavälin tarinan valossa näemme osakkeessa positiivisia ajureita, vaikka lyhyen tähtäimen tulostuksen valossa arvostus näyttää korkealta.

Orgaaninen kasvu on kiihtynyt

Nixun H1-kasvu ja tulos osuivat täysin ennusteisiimme. Yhtiö ylsi alkuvuonna vahvaan 44 %:n kasvuun, mistä orgaanisen kasvun osuus oli erinomainen 25 %. Kyberturva-markkinan veto tuntuu olevan erittäin vahva ja Nixun kilpailukyky kokonaisvaltaisena kyberturvapalveluiden toimittajana on vahva. Myös kannattavuus (EBITDA-% 5,5 %) parantui heikosta vertailukaudesta, vaikka yhtiön fokus on yhä kasvussa ja kasvupanostukset painavat tulosta. Lähivuosien tulostenusteemme nousivat noin 10 %:lla H1-tuloksen ja viimeisimmän Bitsec-yrityskaupan pohjalta. Odotamme yhtiön kasvavan tänä vuonna 50 % ja ensi vuonna 24 % käyttökate-%:n ollessa 9-10 % tasolla.

Nixun kasvunäkymät vahvat

IT-markkinassa meneillään oleva digipalveluiden kehitysbuumi ennakoii vahvaa kysyntää myös kyberturvapalveluille ja EU:n uusi tietosuoja-asetus on alkanut näkyä voimistuvana kysyntänä kyberpalveluille. Siten odotamme Nixun pystyvän ylläpitämään vahvaa kaksinumeroista orgaanista kasvua lähivuodet. Markkina ja kilpailukenttä kyberturvapalveluille hakevat voimakkaasti muotoaan ja Nixu on mielestämme hyvin asemoitunut ottamaan kasvumahdollisuuksia haltuun. Erityisesti yhtiön CDC-valvomopalveluissa näemme kiinnostavaa skaalautuvaa potentiaalia. Samaan aikaan kasvava kompleksisuus tekee markkinasta vaikeamman uusille tulokkaille.

Kansainvälistyminen ja strategia edennyt ripeästi, mutta riskit nousseet

Nixu on tehnyt viimeisen 1,5 vuoden aikana 4 yrityskauppaa ulkomailla ja yhtiön ripeä eteneminen kansainvälistymisessä on ollut vakuuttavaa. Tähän mennessä yhtiön kaikki yrityskaupat vaikuttavat maltillisesti hinnoitelluilta ja Nixun strategiaan hyvin yhteensopivilta. Nixu tuntuu löytäneen toimivan kasvureseptin pienten kyberpalvelutalojen konsolidoinnista. Muistutamme kuitenkin, että näiden kauppojen integrointi on suurelta osin vielä edessä, mikä nostaa osakkeen riskitasoa. Myös yrityskauppojen rahoitukseen käytetty velkavipu (H1'17 gearing 31 %) nostaa riskitasoa. Lisäksi yhtiöllä on ollut käsityksemme mukaan haasteita Hollannin toimintojen ylösajossa kannattavaksi. Riskit ovat siis nousseet, mutta yhtiön kurinalaisen strategian toteutuksen ja hyvän kysyntätilanteen johdosta olemme luottavaisia tulevaisuuteen.

Houkutteleva kasvutarina

Nixun kasvuinvestoinneista johtuen yhtiön kannattavuus ei saavuta potentiaaliaan vielä 2017-2018. Ennusteillamme vuosien 2017-2018 P/E-luvut ovat 30x ja 19x. Arvostus heijastelee yhtiön kasvunäkymiä, mutta yhtiön voimakkaan liikevaihdon kasvun sekä sitä seuraavan tuloskasvun valossa kertoimet painuvat maltilliselle tasolle (2019 P/E 13x). Osakkeen arvostus edellyttää yhtiön vahvan kasvun jatkumista. Arvostus heijastelee mielestämme oikeutettua preemiota verrattuna muihin IT-palveluyhtiöihin, mikä perustuu Nixun markkinoiden vahvoin kasvunäkymiin sekä Nixun liiketoimintamallin jatkuvuuteen ja skaalautuvuuteen yhtiön strategian onnistuessa.

Analyttikko

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



Suositus

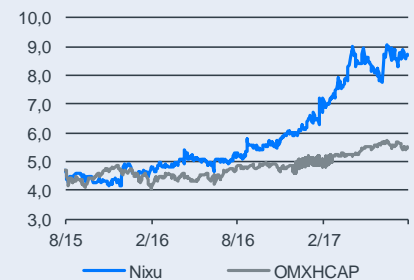
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta **9,50 EUR**

Edellinen: 8,20



Lähde: Bloomberg

Edellinen päätös **8,88 EUR**

12 kk vaihteluväli **5,04-9,7 EUR**

Potentiaali **9,0 %**

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



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	32,5	2,8	8,7 %	1,5	0,29	0,00	1,9	21,4	23,2	29,9	0,0 %
2018e	40,3	4,0	10,0 %	2,5	0,46	0,15	1,4	14,4	15,1	19,3	1,7 %
2019e	45,1	5,7	12,7 %	4,3	0,68	0,22	1,2	9,7	10,0	12,9	2,5 %
Markkina-arvo, MEUR			57	OPO / osake 2017e, EUR			1,60	CAGR EPS, 2016-2019, %			-335 %
Nettovelka 2017e, MEUR			3	P/B 2017e			5,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %			28 %
Yritysarvo (EV), MEUR			60	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			29,7 %	ROE 2017e, %			10,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			25	Omavaraisuusaste 2017e, %			42,4 %	ROCE 2017e, %			12,0 %

Odotusten mukainen hyvä H1

Vahvaa kasvua

Nixun H1 oli lähes täsmälleen ennusteidemme mukainen. Yhtiö on erittäin vahvassa kasvussa vahvan orgaanisen kasvun sekä yrityskauppojen ansiosta. Myös kannattavuus parantui, vaikka yhtiön fokus on yhä kasvussa ja kasvupanostukset painavat tulosta.

Nixun ensimmäisen puoliskon liikevaihto kasvoi 44 % ja oli 14,6 MEUR, kun ennusteemme oli 14,5 MEUR. Liikevaihdon orgaaninen kasvu oli vahva 25 % ja loput kasvusta perustui yhtiön tekemiin pieniin yrityskauppoihin. Kasvua H1-lukuihin tuovat Europoint- (Ruotsi, maaliskuu 2016), Safeside- (Ruotsi, lokakuu 2016) ja ESSC (Hollanti, toukokuu 2017) -yrityskaupat. Lisäksi yhtiö kertoi kesäkuun lopussa Bitsec-yrityskaupasta Ruotsissa, mikä ei näkynyt vielä H1-luvuissa. Kansainvälisen liikevaihdon osuus myynnistä on noussut 35 %:iin ja osuus tulee edelleen kasvamaan. Yhtiö kommentoi saaneensa merkittäviä asiakkaita CDC-valvomopalvelulle alkuvuoden aikana, mikä oli positiivista. Yhtiö ei vielä kerro ylösajovaiheessa olevan CDC-liiketoiminnan tarkempia lukuja. Panostuksilla tähän

liiketoimintaan on ollut yhtiön kannattavuutta heikentävä vaikutus, mutta ylösajon jälkeen on siinä potentiaalia normaalia konsultointiliiketoimintaa vahvempaan kannattavuuteen arvioimme mukaan.

Käyttökate H1:ltä oli 0,8 MEUR osuen ennusteeseemme (H1'16: 0,1 MEUR). Kannattavuus oli vaatimaton (EBITDA-% 5,5 %), mikä johtuu yhtiön strategian mukaisista kasvupanostuksista. Vahvan kasvun myötä kannattavuudessa on kuitenkin ennakoimaamme pientä parannusta nähtävissä. Nixu poistaa liikearvoa taseestaan FAS-kirjanpidon mukaisesti, minkä takia suosittelemme seuraamaan yhtiössä käyttökateä sekä laskemaamme liikearvopoistoista oikaistua liikevoittoa ja oikaistua osakekohtaista tulosta.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'16	H1'17	H1'17e	H1'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	10,1	14,6	14,5				1 %	32,5
Käyttökate	0,1	0,8	0,8				5 %	2,8
Liikevoitto	-0,2	0,3	0,3				-3 %	1,7
Tulos ennen veroja	-0,2	0,2	0,3				-44 %	1,5
EPS (oikaistu)	-0,01	0,06	0,08				-29 %	0,29
Osinko/osake								0,00
Liikevaihdon kasvu-%	14,6 %	44,2 %	42,8 %				1,4 %-yks.	50,4 %
Käyttökate-%	1,1 %	5,5 %	5,3 %				0,2 %-yks.	8,7 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennusteet nousivat

Nostimme yhtiön hyvän H1-raportin sekä Bitsec-yrityskaupan pohjalta hieman lähivuosien ennusteitamme. Yhtiön kasvupanostusten takia arvioimme tämän ja ensi vuoden kannattavuuden jäävän vielä alle yhtiön potentiaalin (EBITDA-% 8-9 %), mutta yhtiön liikevaihdon kasvun olevan vahvaa johtuen yrityskaupoista sekä hyvästä orgaanisesta kasvusta. Yhtiö näyttäisi alkuvuoden perusteella yltävän nyt selvästi aiempia odotuksiamme vahvempaan orgaaniseen kasvuun. Vuonna 2019 odotamme kasvun tasaantuvan 12 %:iin ja EBITDA-%:n nousevan 12,7 %:iin, mikä heijastelee kypsempää vaihetta yhtiön strategiassa.

Bitsec-yrityskauppa mukana ennusteissa

Ennusteidemme nousuun vaikutti yhtiön kesäkuun lopulla toteuttama Bitsec-yrityskauppa. Bitsec-kaupan myötä Nixu on saavuttanut Ruotsin markkinalla merkittävän aseman. Bitsecin hankinta on Nixulle yhtiön kolmas yritysosto Ruotsin

fragmentoituneella kyberturvamarkkinalla. Kaupan myötä yhtiö saa erityisesti vahvaa tietomurtojen tutkintaan liittyvää osaamista, mikä on keskeisessä roolissa CDC-valvomopalveluissa. Siten Bitsec-kauppa tukee Nixun CDC-valvomopalveluiden jalkauttamista Ruotsin markkinalle. Bitsec-kaupan EV/liikevaihto-kerroin oli noin 1x tasolla ollen linjassa Nixun kahden aiemman Ruotsissa suoritettun yrityskaupan kanssa (Europoint Networking ja Safeside Solutions). Pidämme kaupan hinnoittelua hyvin maltillisena ja omistaja-arvoa luovana. Bitsecin vuoden 2016 liikevaihto oli noin 2,5 MEUR ja Nixun mukaan se kasvaa kannattavasti.

Viimeisimpien yrityskauppojen myötä Nixun korollinen nettovelka on noussut 2,9 MEUR:oon ja gearing-% 31 %:iin. Velkaantuneisuus on vielä kohtalaisella tasolla. Yhtiöllä on sen mukaan keväällä tehdyn rahoitussopimuksen jälkeen pääomia vielä yhden saman suuruusluokan yritysoston toteuttamisen strategiaan sopivan kohteen löytyessä.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e		Muutos %	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	30,8	32,5	5 %	37,2	40,3	8 %	41,7	45,1	8 %
Käyttökate	2,6	2,8	6 %	3,7	4,0	9 %	5,2	5,7	9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	2,6	6 %	3,5	3,9	9 %	5,1	5,6	9 %
Liikevoitto	1,7	1,7	-1 %	2,7	2,7	1 %	4,3	4,5	4 %
Tulos ennen veroja	1,6	1,5	-10 %	2,5	2,5	-1 %	4,2	4,3	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,30	0,29	-3 %	0,43	0,46	6 %	0,64	0,68	7 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,15	0,15	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Näkemyks kääntynyt odotettua nopeamman kasvun myötä

Nixun tietoisten kasvupanostusten takia yhtiön kannattavuus ei ole sen potentiaalissa ja tämän ja ensi vuoden arvostus näyttää korkealta. Ennusteillamme tämän ja ensi vuoden EV/EBITDA-luvut ovat korkeat 21x ja 14x ja myös EV/Liikevaihto-kertoimet (1,9x ja 1,5x) ovat selvästi perinteisiä IT-konsulttiyhtiöitä korkeammat. Mielestämme yhtiön kasvunopeus ja -näkömät kuitenkin oikeuttavat arvostuksen. Verrattuna perinteiseen IT-konsulttiyhtiöön Nixun liiketoimintamalli tarjoaa parempaa jatkuvuutta, skaalautuvuutta ja pitoa asiakkaaseen. Yhtiön markkinoiden kasvuajurit ovat pitkällä aikavälillä kestäviä ja ne kantavat myös läpi talouden heikompien syklien.

Peilaamme Nixun arvostusta vuoteen 2019, jolloin yhtiö on ennusteessamme saavuttanut kypsemmän vaiheen. Ennusteillamme P/E-luku painuu tällöin 13x tasolle ja EV/EBITDA-kerroin 10x tasolle. Tavoitehintamme vastaa 14x P/E-lukua ja 11x EV/EBITDA -lukua vuoden 2019 ennusteilla. Yhtiön strategian toteutus on kahden viimeisimmän yrityskaupan myötä ollut selvästi odotuksiamme nopeampaa ja orgaaninen kasvu vahvaa. Palaamme siten osakkeessa positiiviselle puolelle, vaikka aiemmin arvioimme arvostuksen nousseen liian korkeaksi.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Innofactor	1,40	51	64	22,3	13,7	12,1	8,7	1,0	0,9	20,8	11,4		0,7
Affecto	3,65	81	82	10,9	8,2	9,5	7,4	0,6	0,6	16,5	11,3	5,1	5,6
Bouvet	161,00	176	163	11,6	10,2	10,0	8,8	1,0	0,9	16,9	15,7	4,1	4,3
Digia	2,66	71	75	11,1	9,1	9,5	7,9	0,7	0,6	19,1	14,0	3,3	3,7
Enea	74,50	139	130	10,7	9,8	8,5	7,3	2,0	2,1	14,1	12,3	3,2	3,7
HiQ International	56,50	332	318	12,6	11,7	12,0	11,5	1,6	1,5	17,6	16,1	5,8	6,1
Silli Solutions	12,38	85	79	13,7	10,2	11,9	9,0	1,2	1,0	18,9	15,5	3,2	3,9
Solteq	1,69	31	54	21,2	12,5	11,6	7,1	0,8	0,7	21,1	14,1	3,6	4,1
Tieto Oyj	26,67	1977	2152	13,3	12,5	10,2	9,7	1,4	1,3	16,3	15,2	4,9	5,1
KnowIT	125,75	256	267	9,5	8,3	8,9	7,9	0,9	0,8	12,9	11,7	3,1	3,1
NCC Group	200,25	601	650	22,1	0,7	16,7	0,5	2,5		36,2	26,8	2,1	2,3
Vincit	7,41	81	83	14,9	13,4	10,7	9,8	2,3	2,0	20,0	17,7	2,2	2,7
Nixu (Inderes)	8,80	57	60	23,2	15,1	21,4	14,4	1,9	1,4	29,9	19,3	0,0	1,7
Keskiarvo				14,5	10,0	11,0	8,0	1,3	1,1	19,2	15,2	3,7	3,8
Mediaani				13,0	10,2	10,5	8,3	1,1	0,9	18,2	14,7	3,3	3,8
Erotus-% vrt. mediaani				78 %	48 %	105 %	73 %	71 %	61 %	64 %	31 %	-100 %	-55 %

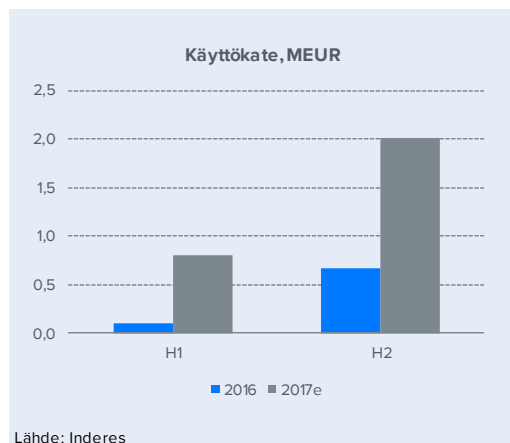
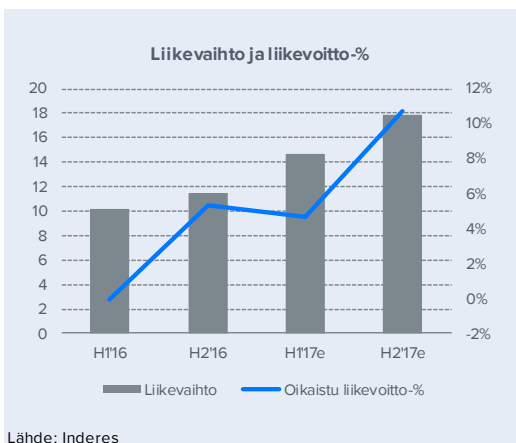
Lähde: Reuters / Inderes

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	17,8	32,5	40,3	45,1
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	-3,6	-6,8	-	-
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	4,0	5,7
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	4,5
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	1,3	1,5	2,5	4,3
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	-1,0
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	3,3
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	1,91	2,60	3,86	5,59
EPS (oikaistu)				0,28	0,09	0,15	0,24	-0,01	0,05	0,04	0,06	0,23	0,29	0,46	0,68

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 %	56,0 %	50,4 %	24,0 %	12,0 %
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 %	12,7 %
EBIT-%	13 %	6 %	4 %	8 %	4 %	9 %	7 %	-2 %	3 %	1 %	2 %	8 %	5,2 %	6,7 %	9,9 %
EBIT-% oikaistu	13 %	6 %	4 %	13 %	9 %	13 %	11 %	0 %	5 %	3 %	5 %	11 %	8,0 %	9,6 %	12,4 %
Henkilöstökulut -%	-61 %	-65 %	-70 %	-64 %	-64 %	-61 %	-62 %	-72 %	-67 %	-69 %	-69 %	-64 %	-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 %	-20 %	-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	-	-

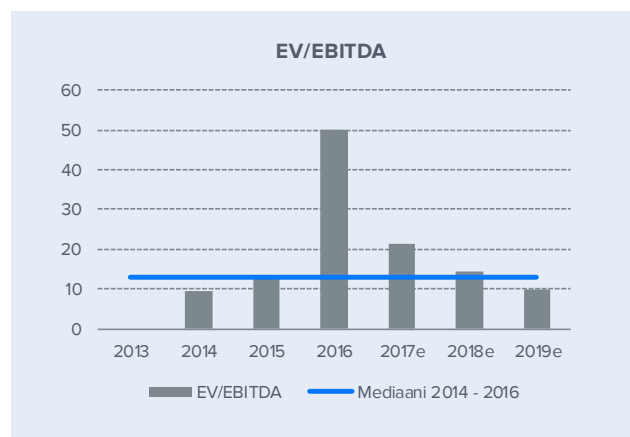
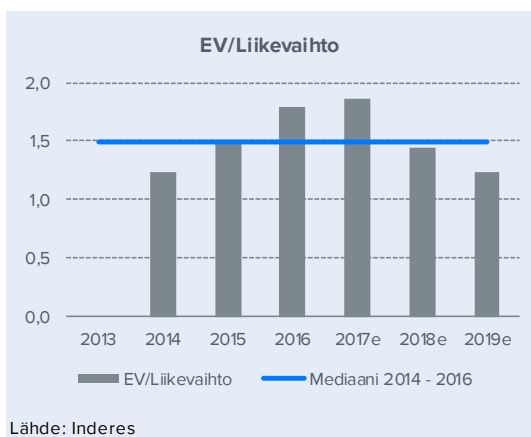
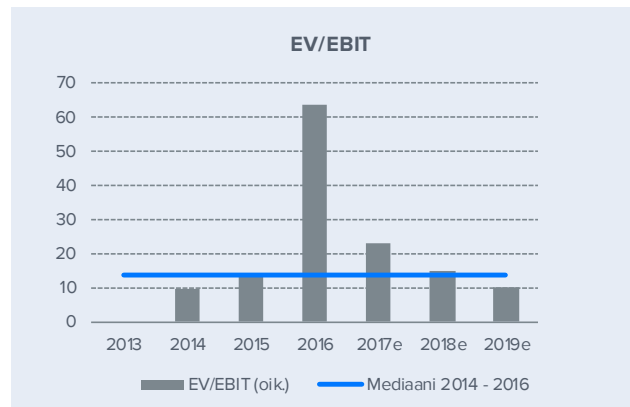
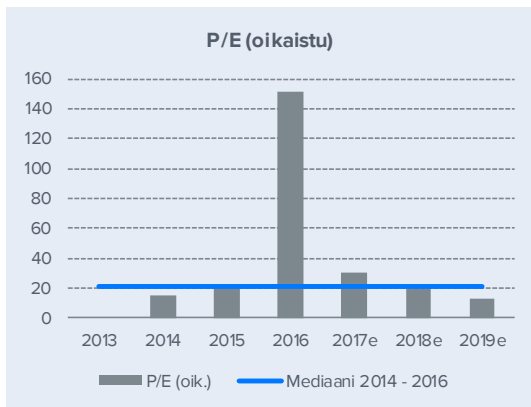
*Pro-forma luvut



Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		4,21	4,91	6,05	8,80	8,80	8,80
Markkina-arvo		26	30	39	57	57	57
Yritysarvo (EV)		21	27	39	60	58	56
P/E (oik.)		15,2	20,6	151,0	29,9	19,3	12,9
P/E		28,2	43,7	neg.	56,4	31,6	17,4
P/Kassavirta		-41,3	-29,3	-10,1	-14,7	26,6	15,7
P/B		3,3	3,8	4,6	5,5	4,7	3,9
P/S		1,5	1,7	1,8	1,8	1,4	1,3
EV/Liikevaihto		1,2	1,5	1,8	1,9	1,4	1,2
EV/EBITDA		9,3	13,0	49,9	21,4	14,4	9,7
EV/EBIT (oik.)		9,5	13,6	63,7	23,2	15,1	10,0
Osinko/tulos (%)		53,6 %	80,1 %	0,0 %	0,0 %	53,9 %	43,5 %
Osinkotuotto-%		1,9 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,5 %

Lähde: Inderes



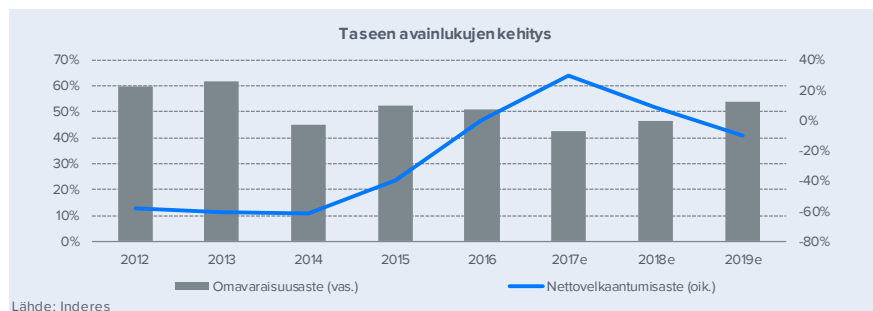
Lähde: Inderes

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	12
Likvidit varat	9	7	3	4	4
Taseen loppusumma	17	15	17	25	26

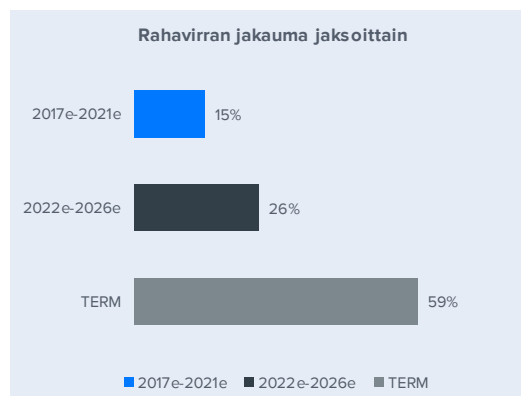
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	8	8	8	10	12
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	2	2	2	3	4
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	5	5	7	8	8
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	3	3	2	5	4
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	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	4,5	6,0	6,4	6,8	7,2	6,9	5,9	6,0	
+ 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	-1,0	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2	
- 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 rahoitusuotoista	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	-0,8	-1,0	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,2	1,5	2,3	3,8	4,8	5,8	6,1	6,3	6,1	5,1	5,3	
+ 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	-0,2	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,8	-3,9	2,1	3,6	4,7	5,6	5,9	6,1	5,9	5,0	4,6	
+/- 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	3,6	4,7	5,6	5,9	6,1	5,9	5,0	4,6	74,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,8	1,9	3,0	3,6	4,0	3,9	3,7	3,3	2,6	2,2	35,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	60,0	63,8	61,9	58,9	55,3	51,3	47,4	43,7	40,4	37,9	35,7	
Velaton arvo DCF	60,0											
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		2,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	60,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	9,24											

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	32,5	40,3
EBITDA	2,3	2,1	0,8	2,8	4,0
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	24,5	26,2
Oma pääoma	7,8	7,9	8,4	10,4	12,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	4,0	3,5	2,7	6,7	5,1

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	2,3	2,1	0,8	2,8	4,0
Nettokäyttöpääoman muutos	1,9	-2,4	-0,3	-0,8	-1,0
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	0,29	0,46
Operat. kassavirta per osake	0,61	-0,11	0,04	0,22	0,35
Tasearvo per osake	1,27	1,30	1,36	1,60	1,88
Osinko per osake	0,08	0,09	0,00	0,00	0,15
Voitonjako, %	54	80	0	0	54
Osinkotuotto, %	1,9	1,8	0,0	0,0	1,7

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	28,2	43,7	neg.	56,4	31,6
P/B	3,3	3,8	4,6	5,5	4,7
P/Liikevaihto	1,5	1,7	1,8	1,8	1,4
P/CF	6,9	neg.	159,4	39,2	25,3
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	1,9	1,4
EV/EBITDA	9,3	13,0	49,9	21,4	14,4
EV/EBIT	14,7	22,5	333,4	35,4	21,5

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

Suositus historia

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 €

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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy 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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>