

Hollannin pieni yrityskauppa istuu hyvin strategiaan

Tarkistamme Nixun tavoitehintaa 8,2 euroon (aik. 7,8 EUR) positiivisten ennustemuutosten myötä, mutta toistamme vähennä-suosituksen neutraalin arvostuksen johdosta. Yhtiön viimeisin yrityskauppa vahvistaa Nixun osaamista yhdellä kasvavalla ratkaisualueella, vahvistaa Hollannin liiketoimintaa ja luo perustaa kansainvälisen laajentumisen jatkumiselle. Lisäksi uusimman rahoitusjärjestelyn myötä yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa yritysostovetoisen kasvustrategian toteutusta. Nixu on löytänyt pienehköistä erikoistuneista kyberturvan palveluyhtiöstä yhtiön strategiaan hyvin istuvia yritysostokohteita, joissa arvostustasot eivät ole karanneet liian korkeiksi.

Maltillisesti hinnoiteltu yrityskauppa

Nixu kertoi eilen ostavansa hollantilaisen digitaalisen identiteetin tukipalveluita maailmanlaajuisesti tarjoavan Expert Solution Support Centerin (ESSC). Yhtiöllä on toimintaa Hollannin lisäksi Yhdysvalloissa, Romaniassa ja Australiassa. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna 3,1 MEUR ja Nixun mukaan se kasvaa voimakkaasti. Nixu maksaa yhtiöstä käteisenä 2,06 MEUR sekä omina osakkeina noin 0,16 MEUR. Kauppahinta vastaa vain noin 0,7x liikevaihtokerrointa, mikä on selvästi alle Nixun oman arvostustason (1,7x). Pidämme yrityskauppaa hyvin maltillisesti hinnoiteltuna ja selvästi omistaja-arvoa luovana, mikäli kaupan integrointi osaksi Nixua onnistuu.

ESSC toimii tukipalveluissa kasvavalla palvelualueella

ESSC on erikoistunut digitaalisen identiteetin ratkaisuihin (IAM, identity and management access). Yhtiö on luonut kilpailuetunsa fokuoimalla korkean palvelutason ylläpitopalveluihin. Liiketoimintamallina kyseessä on pitkiin jatkuihin sopimuksiin perustuva palveluliiketoiminta. IAM-markkinalla on hyvät kasvunäkymät erityisesti EU:n tietosuoja-asetuksen (GDPR) johdosta. Kiristyvän regulaation myötä yksityisyyden turva uusissa digitaalisissa palveluissa korostuu, mihin asiakkaat tarvitsevat valmiita ratkaisuja. Samalla tämä osaaminen tukee Nixun muiden kyberturvapalveluiden liiketoimintaa. Kaupan myötä Nixu saa myös Romaniasta kustannustehokkaan yksikön tukipalveluiden tuottamiseen.

Yrityskaupan vaikutus liikevaihtoon noin 10 %

Kohdeyrityksen kannattavuus on vain lievästi positiivinen, joten sillä on arviomme mukaan hieman Nixun kannattavuutta dilutoiva vaikutus. Nostimme yrityskaupan myötä lähivuosisien liikevaihtoennusteitamme noin 10 %:lla ja oikaistun EPS:n ennusteita noin 5 %:lla. Yhtiö rahoittaa yrityskaupan pääosin velkavivulla ja osakevastikkeen dilutoiva vaikutus on merkityksetön. Nixu kertoi maanantaina tehneensä 8,5 MEUR:n rahoitussopimuksen, mikä antaa Nixulle hyvin liikkumavaraa tehdä lisää yrityskauppoja. Mielestämme hallittu velkavivun käyttö yritysostojen rahoitukseen on järkevää.

Arvostus neutraali

Nixun kasvuinvestoinneista johtuen yhtiön kannattavuus ei saavuta potentiaaliaan vielä 2017-2018, mutta odotamme voimakkaan liikevaihdon kasvun alkavan heijastua myös tuloskasvuun vähitellen. Ennusteillamme yhtiön tämän ja ensi vuoden EV/EBIT -kertoimet ovat 23x ja 15x ja vastaavat P/E-kertoimet 28x ja 19x. Mielestämme arvostus heijastelee realistisella tavalla yhtiön kasvunäkymiä sekä riskejä, jotka kohoavat kansainvälistymisen ja yrityskauppojen myötä. Arvostus heijastelee myös oikeutettua preemiota verrattuna muihin IT-palveluyhtiöihin.

Analytikko

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



Suositus

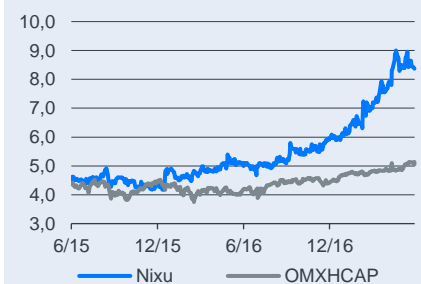
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa **8,20 EUR**

Edellinen: 7,80



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös **8,37 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,51-7,3 EUR**

Potentiaali **-2,0 %**

Ohjeistus

Nixu pyrkii kasvamaan kannattavasti ja toimintamarkkinoitaan nopeammin. Keskipitkän aikavälin tavoitteena on yli 15 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja yli 10 % käyttökateaso. Viime vuonna tehtyjen yrityskauppojen ja voimakkaan orgaanisen kasvun siivittämänä yhtiö tavoittelee tilikaudella 2017 selvästi edellisvuotta nopeampaa liikevaihdon kasvua. Jatkamme kasvupanostuksia myös kuluvalle tilikaudella.

Ohjeistusmuutos: **Ennallaan**

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	30,8	2,6	8,6 %	1,6	0,30	0,00	1,8	20,9	22,6	27,5	0,0 %
2018e	37,2	3,7	9,9 %	2,5	0,43	0,15	1,4	14,5	15,1	19,5	1,8 %
2019e	41,7	5,2	12,6 %	4,2	0,64	0,22	1,2	9,8	10,0	13,1	2,6 %
Markkina-arvo, MEUR			53	OPO / osake 2017e, EUR			1,54	CAGR EPS, 2016-2019, %			-335 %
Nettovelka 2017e, MEUR			2	P/B 2017e			5,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			25 %
Yritysarvo (EV), MEUR			55	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			17,3 %	ROE 2017e, %			13,4 %
Taseen koko 2017e, MEUR			21	Omavaraisuusaste 2017e, %			46,0 %	ROCE 2017e, %			13,4 %

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e		Muutos %	2018e		Muutos %	2019e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	28,9	30,8	6 %	33,6	37,2	11 %	38,3	41,7	9 %
Käyttökate	2,6	2,6	2 %	3,4	3,7	8 %	4,9	5,2	6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	2,4	2 %	3,3	3,5	8 %	4,8	5,1	6 %
Liikevoitto	1,7	1,7	-1 %	2,7	2,7	1 %	4,2	4,3	2 %
Tulos ennen veroja	1,7	1,6	-1 %	2,6	2,5	-2 %	4,2	4,2	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,29	0,30	3 %	0,41	0,43	5 %	0,61	0,64	5 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,00	-100 %	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	1,57	57	71	13,2	13,7	9,0	7,8	0,8	0,8	16,5	13,6		0,9
Affecto	3,64	82	82	8,8	7,6	7,8	6,3	0,6	0,6	13,0	11,6	4,9	5,2
Bouvet	165,00	180	165	11,6	10,2	10,0	8,8	1,0	0,9	17,3	16,1	4,0	4,2
Digia	2,71	56	68	11,3	9,0	1,9	1,7	0,8	0,7	17,0	9,8	3,8	4,2
Enea	70,00	129	113	10,5	9,7	8,7	8,2	2,0	2,1	13,6	12,3	3,4	3,9
HiQ International	58,50	330	305	12,9	12,0	12,3	12,1	1,7	1,6	17,7	16,4	5,7	5,9
Siiili Solutions	10,67	74	65	10,4	8,6	9,3	7,6	1,0	0,8	17,5	15,0	4,2	4,6
Solteq	1,63	29	49	15,3	14,7	9,2	7,3	0,7	0,6	16,3	13,6	3,7	4,3
Tieto Oyj	29,43	2177	2225	14,4	13,4	10,7	10,0	1,4	1,4	17,3	16,7	4,5	4,7
KnowIT	139,00	273	282	8,8	7,8	8,1	7,4	0,8	0,7	15,1	13,6	2,8	2,8
NCC Group	157,50	500	557	17,1	16,2	13,4	11,3	2,0	1,9	25,0	22,1	2,7	2,8
Nixu (Inderes)	8,37	53	55	22,6	15,1	20,9	14,5	1,8	1,4	27,5	19,5	0,0	1,8
Keskiarvo				12,2	11,2	9,1	8,1	1,2	1,1	16,9	14,6	4,0	3,9
Mediaani				11,6	10,2	9,2	7,8	1,0	0,8	17,0	13,6	3,9	4,2
Erotus-% vrt. mediaani				94 %	48 %	127 %	86 %	86 %	79 %	62 %	43 %	-100 %	-57 %

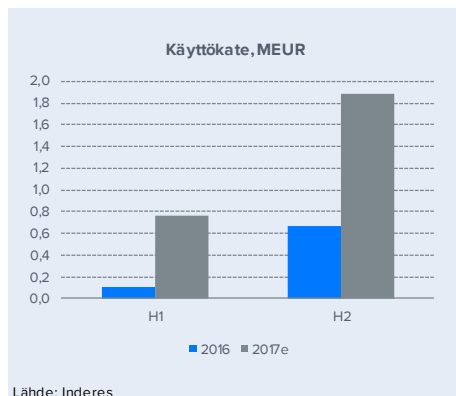
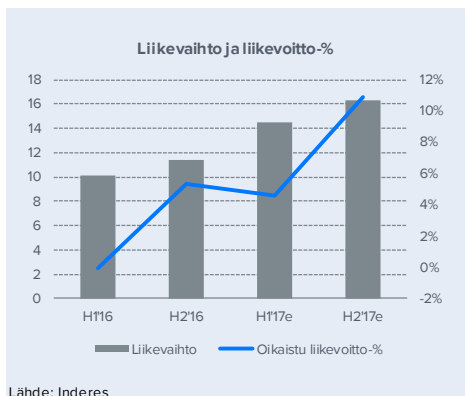
Lähde: Reuters / Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloslaskelma (MEUR)	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1e	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	14,5	16,3	30,8	37,2	41,7
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	0,2	0,2	0,4	-	-
Materiaalit ja palvelut	-1,1	-1,2	-0,8	-1,3	-0,7	-0,7	-1,4	-0,8	-0,7	-1,5	-0,9	-1,0	-1,9	-	-
Henkilöstökulut	-8,1	-8,7	-8,4	-10,9	-5,7	-5,6	-11,2	-7,4	-7,6	-15,0	-9,8	-10,4	-20,2	-	-
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	-3,3	-6,4	-	-
EBITDA	1,8	0,9	0,6	2,3	0,8	1,2	2,1	0,1	0,7	0,8	0,8	1,9	2,6	3,7	5,2
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	-0,3	-0,4	-0,7	-0,9	-0,8
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	4,3
Rahoitustuotot ja -kulut	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-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	0,3	1,3	1,6	2,5	4,2
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	-0,4	-0,6	-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	0,2	1,0	1,2	1,9	3,2
Liikearvopoistot	0,00	0,00	0,00	-0,78	-0,39	-0,39	-0,77	-0,17	-0,32	-0,49	-0,32	-0,40	-0,72	-0,85	-0,83
EBIT (oikaistu)	1,76	0,84	0,47	2,20	0,78	1,18	1,97	0,00	0,61	0,66	1,78	2,44	3,54	5,13	
EPS (oikaistu)				0,28	0,09	0,15	0,24	-0,01	0,05	0,04	0,08	0,22	0,30	0,43	0,64

Avainluvut	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1e	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 %	42,8 %	42,5 %	42,6 %	21,0 %	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 %	12 %	8,6 %	9,9 %	12,6 %
EBIT-%	13 %	6 %	4 %	8 %	4 %	9 %	7 %	-2 %	3 %	1 %	2 %	8 %	5,6 %	7,2 %	10,3 %
EBIT-%oikaistu	13 %	6 %	4 %	13 %	9 %	13 %	11 %	0 %	5 %	3 %	5 %	11 %	7,9 %	9,5 %	12,3 %
Henkilöstökulut-%	-61 %	-65 %	-70 %	-64 %	-64 %	-61 %	-62 %	-72 %	-67 %	-69 %	-68 %	-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	240	288	264	-	-
Henkilöstökulut per henkilö TEUR	-76,5	-71,1	-71,0	-75,6	-35,8	-34,9	-70,7	-41,4	-34,4	-75,1	-41,0	-36,0	-76,5	-	-

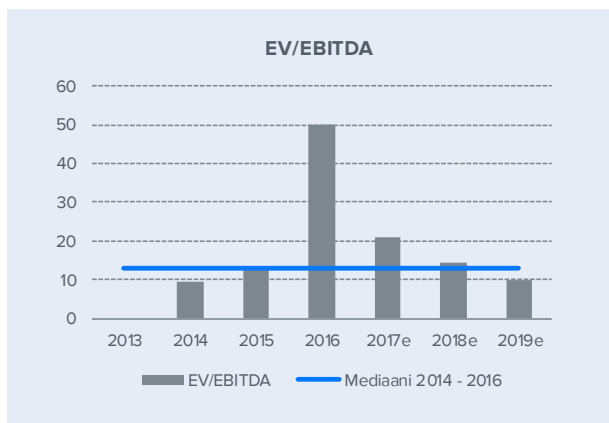
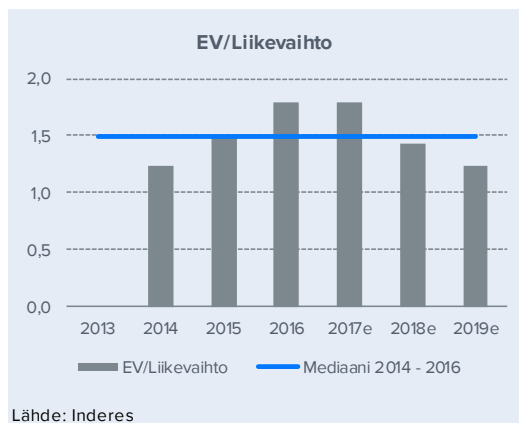
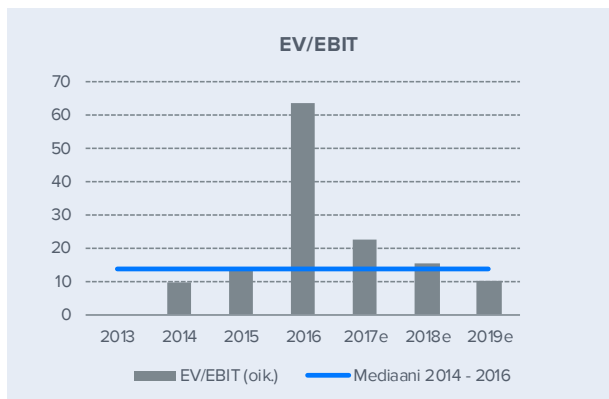
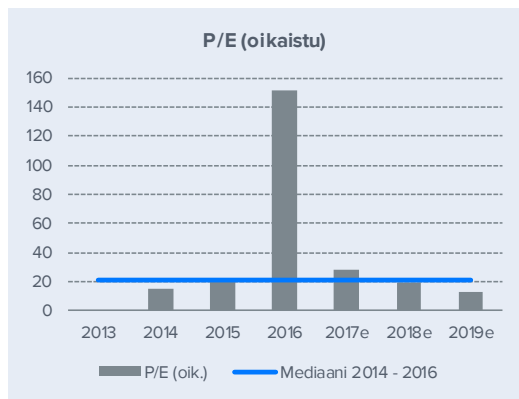
*Pro-forma luvut



Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		4,21	4,91	6,05	8,37	8,37	8,37
Markkina-arvo		26	30	39	53	53	53
Yritysarvo (EV)		21	27	39	55	53	51
P/E (oik.)		15,2	20,6	151,0	27,5	19,5	13,1
P/E		28,2	43,7	neg.	43,7	28,3	16,5
P/Kassavirta		-41,3	-29,3	-10,1	-29,7	29,5	16,9
P/B		3,3	3,8	4,6	5,4	4,6	3,8
P/S		1,5	1,7	1,8	1,7	1,4	1,3
EV/Liikevaihto		1,2	1,5	1,8	1,8	1,4	1,2
EV/EBITDA		9,3	13,0	49,9	20,9	14,5	9,8
EV/EBIT (oik.)		9,5	13,6	63,7	22,6	15,1	10,0
Osinko/tulos (%)		53,6 %	80,1%	0,0 %	0,0 %	50,7 %	43,4 %
Osinkotuotto-%		1,9 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	1,8 %	2,6 %

Lähde: Inderes



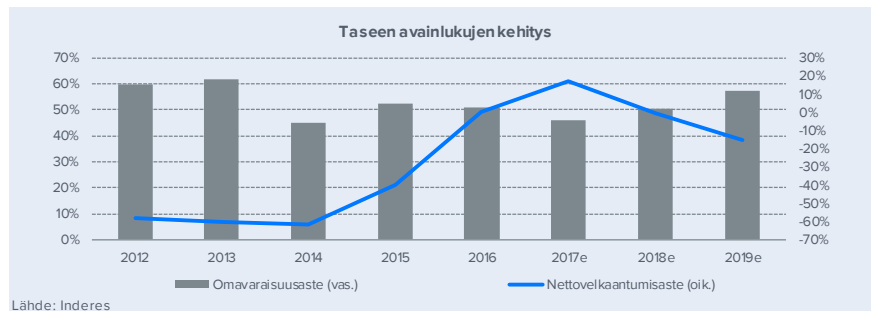
Lähde: Inderes

Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	4	3	7	8	7
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	4	3	6	8	7
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	13	16
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	3	4
Taseen loppusumma	17	15	17	21	23

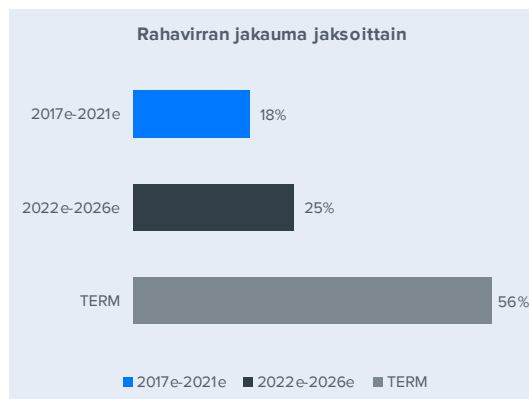
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	8	8	8	10	12
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	2	2	2	3	5
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	5	5	7	7	7
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	3	3	2	4	3
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	3	3	2	4	3
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	6	4	6	8	9
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	1	1	1
Lyhytaikaiset korottomat velat	6	4	5	7	8
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	17	15	17	21	23



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,1	1,7	2,7	4,3	5,6	5,8	6,1	6,3	6,0	4,9	5,0	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	
- Maksut verot	-0,3	-0,4	-0,6	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	
- 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 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	-1,6	-1,1	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,2	0,6	1,9	3,3	4,7	5,2	5,4	5,5	5,2	4,2	4,4	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-4,1	-2,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,8	-1,8	1,8	3,2	4,6	5,0	5,2	5,3	5,0	4,0	3,8	
+/- 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	-1,8	1,8	3,2	4,6	5,0	5,2	5,3	5,0	4,0	3,8	62,1
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,7	1,6	2,6	3,5	3,5	3,4	3,2	2,7	2,0	1,8	29,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		51,5	53,2	51,6	49,1	45,6	42,1	38,8	35,6	32,9	30,9	29,1
Velaton arvo DCF		51,5										
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		2,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		51,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,06										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Risikön 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	30,8	37,2
EBITDA	2,3	2,1	0,8	2,6	3,7
EBITDA-marginaali (%)	13,3	11,5	3,6	8,6	9,9
EBIT	1,4	1,2	0,1	1,7	2,7
Voitto ennen veroja	1,3	1,1	0,0	1,6	2,5
Nettovoitto	0,9	0,7	-0,2	1,2	1,9
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,8	-0,5	-0,7	-0,9

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	17,3	15,1	16,6	21,4	23,3
Oma pääoma	7,8	7,9	8,4	9,8	11,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	4,0	3,5	2,7	4,8	3,7

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

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	0,19	0,30
EPS oikaistu	0,28	0,24	0,04	0,30	0,43
Operat. kassavirta per osake	0,61	-0,11	0,04	0,09	0,30
Tasearvo per osake	1,27	1,30	1,36	1,54	1,83
Osinko per osake	0,08	0,09	0,00	0,00	0,15
Voitonjako, %	54	80	0	0	51
Osinkotuotto, %	1,9	1,8	0,0	0,0	1,8

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	28,2	43,7	neg.	43,7	28,3
P/B	3,3	3,8	4,6	5,4	4,6
P/Liikevaihto	1,5	1,7	1,8	1,7	1,4
P/CF	6,9	neg.	159,4	94,6	27,8
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	1,8	1,4
EV/EBITDA	9,3	13,0	49,9	20,9	14,5
EV/EBIT	14,7	22,5	333,4	32,0	19,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
GYLFE BO PETER	11,7 %
ERKOISSIJOITUSRAHASTO VISIO ALLOCATOR	4,7 %
KESKINÄINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ VARMA	4,3 %
TAALERITEHDAS MIKRO MARKKA	4,1 %
TENENDUM OY	4,1 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

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 €

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/>