

# Nixu

## Yhtiöraportti

**3/2017**

inde  
res.

# Etumatalla kasvumarkkinoilla

Nixu on selkeä edelläkävijä houkuttelevalla kasvumarkkinalla. Yhtiön strategia vastaa hyvin kybermarkkinan trendeihin, ja samaan aikaan riskit ovat hallittuja. Yhtiö investoi nyt voimakkaasti liiketoimintamallin skaalautuvuuteen ja kasvuun, mikä kantaa hedelmää pitkällä aikavälillä. Nixun strategian onnistumiseen liittyvät riskit ja mahdollisuudet ovat mielestämme tasapainossa osakkeen nykyisellä arvostuksella. Nostamme tavoitehintamme 7,3 euroon (aik. 7,1 EUR), mutta laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) neutraalin arvostuksen myötä.

## Kyberturvaan erikoistunut palveluyhtiö

Nixulla on erityisesti Suomessa uniikki asema ainoana merkittävänä kyberturvan palveluihin erikoistuneena yhtiönä yli 200 asiantuntijan vahvuudella. Yhtiö alkoi strategiassaan fokuoittaa kyberturvapalveluihin jo 10 vuotta sitten, minkä jälkeen kasvu kyberturvapalveluissa on ollut vahvaa. Yhtiö on myös aloittanut kansainvälistymisen Ruotsin ja Hollannin markkinoille. Nixun laaja-alainen osaaminen, vahva maine ja kyvykyys tarjota kyberturvaa jatkuvana palveluna tuovat yhtiölle etumatkaa kilpailussa. Markkina ja kilpailukenttä kyberturvapalveluille hakevat voimakkaasti muotoaan ja Nixu on mielestämme hyvin asemoitunut ottamaan kasvumahdollisuuksia haltuun.

## Strategiassa panostetaan oikeisiin asioihin

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymä houkuttelee uutta kilpailua. Kasvava kompleksisuus tekee markkinasta kuitenkin vaikean myös suuremmille tulokkaille. Markkinoille pyrkivät uudet toimijat eivät pysty vastaamaan kysynnän siirtymään kohti kyberturvaa ulkoistettuna kokonaispalveluna, joka edellyttää laaja-alaista osaamista. Lisäksi asiantuntijaresurssien myyntiin pohjautuvat liiketoimintamallit tulevat olemaan haavoittuvaisia kilpailun kiristymiselle. Nixu investoi nyt voimakkaasti kasvuun, laaja-alaiseen kyberosaamiseen sekä jatkuvien, skaalautuvien palvelumallien kehitykseen. Investoinnit ovat järkeviä, mutta niiden onnistuminen nähdään vasta tulevina vuosina.

## Kyberturvan kasvunäkymät houkuttelevat

IT-markkinassa meneillään oleva digipalveluiden kehitysbuumi ennakoii vahvaa kysyntää myös kyberturvapalveluille tuleville vuosille. Samaa aikaan kyberuhkien kasvu sekä regulaatio (EU:n tietosuoja-asetus) vauhdittavat markkinan kasvua. Arviomme mukaan Nixulla on hyvät edellytykset kaksinumeroiseen orgaaniseen kasvuun lähivuosina. Yhtiön kannattavuus ei kuitenkaan saavuta lähivuosina potentiaaliaan johtuen kasvuinvestoinneista.

## Arvostusta katsottava nykyisen investointivaiheen ylitse

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. Nixussa on houkutteleva potentiaali, mutta yhtiön omistajat joutuvat kantamaan riskiä nykyisen investointivaiheen onnistumisesta. Osakkeen kohonnut arvostus heijastelee mielestämme realistisella tavalla yhtiön kasvunäkymiä sekä riskejä. Arvostus heijastelee myös oikeutettua preemiota verrattuna perinteisiin IT-palveluyhtiöihin.

## Analytiikko

Mikael Rautanen  
+358 44 025 8908  
mikael.rautanen@nderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

Edellinen: Lisää



### 7,30 EUR

Edellinen: 7,10 euroa

**Osakekurssi: 7,20 EUR**

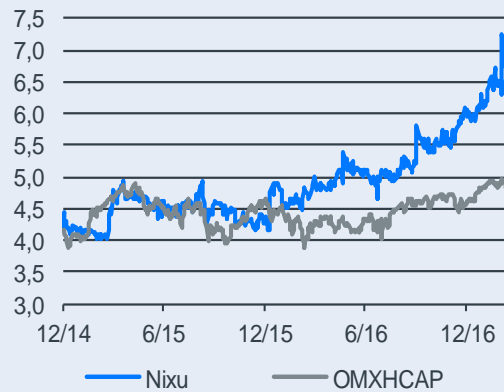
**Potentiaali: 1 %**

## Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	21,6	28,0	32,6	37,2
- kasvu-%	20 %	30 %	17 %	14 %
EBITDA	0,8	2,3	3,3	4,8
- EBITDA-%	3,6 %	8,2 %	10,3 %	12,9 %
EBIT (oikaistu)	0,6	2,1	3,2	4,7
- EBIT-%	2,8 %	7,4 %	9,8 %	12,6 %
Tulos ennen veroja	0,0	1,4	2,5	4,0
Nettotulos	-0,2	1,0	1,9	3,2
EPS (oikaistu)	0,04	0,26	0,40	0,59
P/E (oik.)	151,0	27,6	18,1	12,2
EV/EBIT (oik.)	63,7	21,8	13,9	9,0
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,4	1,1

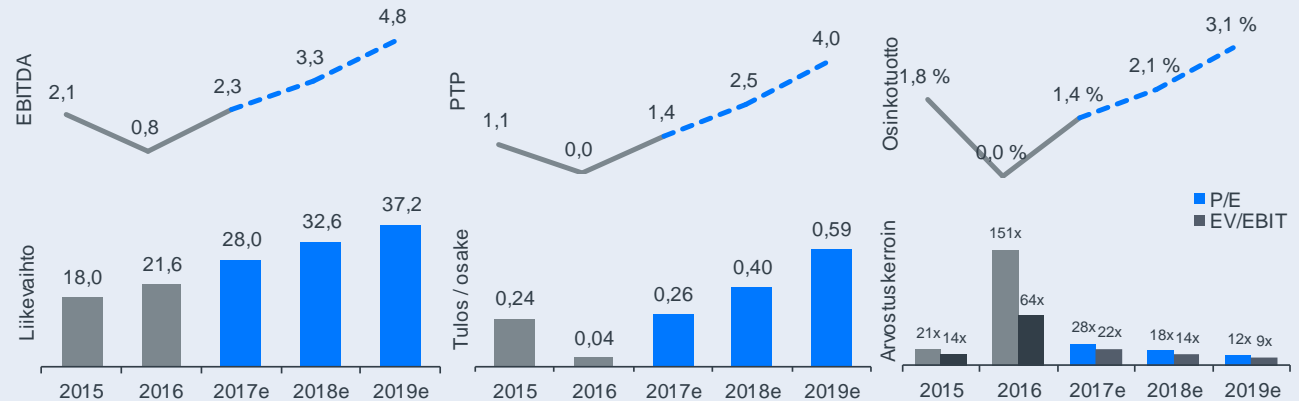
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys



Lähde: Bloomberg

## Avainluvut



Markkina-arvo	Yritysarvo	Nettovelkaisuusaste	Omarvaraisuusaste
46	45	-4,0 %	52,4 %
MEUR	MEUR		

P/B 2017e	ROE 2017e, %
4,8	11,4 %



### Arvoajurit

- Uniikki markkina-asema houkuttelevalla markkinalla
- Uudet palvelumallit tuovat asiakaspitoa ja skaalautuvuutta
- Toimialan konsolidaatio ja kasvunäkymä ajaa arvostustasoa ylös



### Riskitekijät

- Kilpailun lisääntyminen kuumalla markkinalla
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Uusiin palvelumalleihin kohdistuvien investointien onnistuminen



### Arvostus

- Arvostus kohtalainen, jos yhtiötä katsoo nykyisen investointivaiheen ylitse
- Premio suhteessa IT-konsulttitaloihin täysin perusteltu
- Sektorin toteutuneisiin yrityskauppoihin nähden arvostus halpa
- Nykykurssi hinnoittelee realistisia kasvuodotuksia

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</b>	<b>s. 5-11</b>
<b>Toimiala</b>	<b>s. 11-14</b>
<b>Kilpailu</b>	<b>s. 15-19</b>
<b>Strategia ja kilpailuedut</b>	<b>s. 20-23</b>
<b>Taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 24-25</b>
<b>Ennusteet ja arvostus</b>	<b>s. 26-32</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 33-35</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 36</b>

# Nixu lyhyesti

Nixu on Pohjoismaiden suurin kyberturvapalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys

**1988**

PERUSTAMISVUOSI

**28%**

Vuosikasvu kyberturva-  
palveluissa 2006-2016

**222 asiantuntijaa**

SUURIN TIIMI POHJOISMAIDEN  
KYBERTURVAPALVELUISSA

**22 MEUR** (+20 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

**46 MEUR**

MARKKINA-ARVO

**45 MEUR**

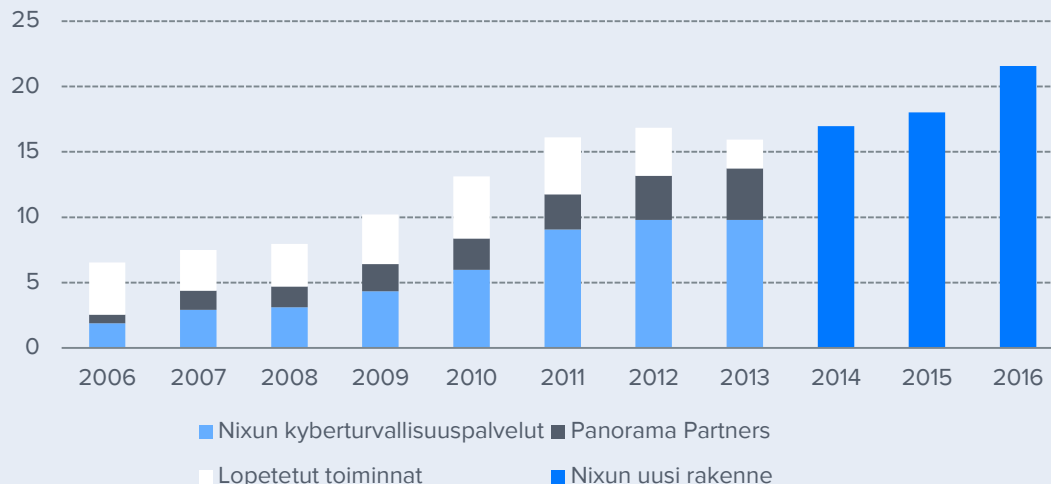
VELATON ARVO

**98%**

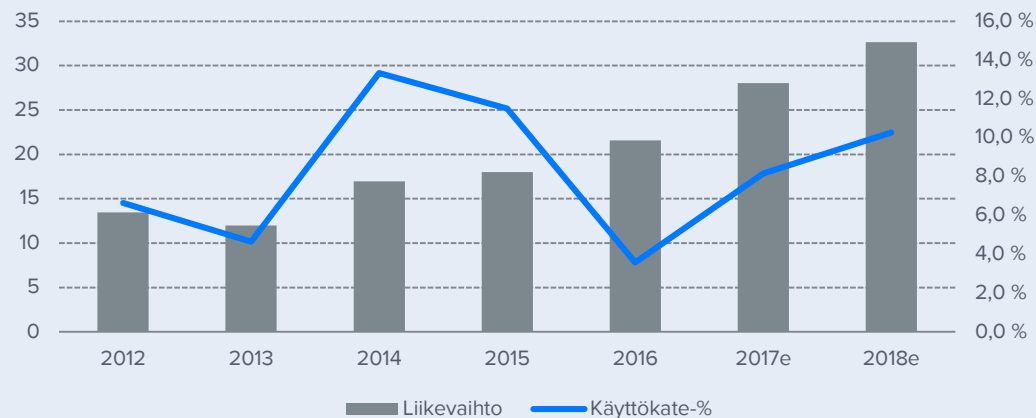
Asiakkaiden  
suositteluaste 2016

**28%**

Kansainvälisen  
liikevaihdon osuus



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### Kyberturvaan erikoistunut palveluyhtiö

Nixu on vuonna 1988 perustettu kyberturvallisuuspalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Yhtiön johdon käsityksen mukaan Nixu on suurin pohjoismainen kyberturvallisuuspalveluiden tarjoaja kyberturvallisuusasiantuntijoiden lukumäärällä mitattuna. Yhtiö työllisti 2016 lopussa 222 asiantuntijaa ja teki viime vuonna 21,6 MEUR liikevaihdon (+20 %).

Nixulla on pitkä historia IT-alan toimijana, mutta strateginen päätös keskittyä tietoturvaan tehtiin vuonna 2005. Tämän jälkeen yhtiö on poistunut muilta liiketoiminta-alueilta ja kasvanut voimakkaasti kyberturvaan keskittyvissä palveluissa.

Yhtiö toimii pääasiassa Suomessa, mutta se on toteuttanut asiakasprojekteja 25 maassa. Vuonna 2015 yhtiö aloitti kansainvälistymisen laajentamalla avaamalla Hollantiin toimiston. Vuonna 2016 yhtiö laajentui Ruotsiin kahdella pienellä yritysostolla. Liikevaihdosta ulkomailta tulee tällä hetkellä lähes 30 %.

Monista tietoturvaratkaisujen tarjoajista poiketen Nixu on tietoturvaratkaisujen kokonaistoimittaja. Yhtiö ei siis ole ainoastaan tietoturvalaitteiden ja -teknologioiden jälleenmyyjä tai tietyille palvelualueille erikoistunut konsultti. Kyky tarjota kyberturvaa laaja-alaisina kokonaisratkaisuina on tärkeä erottava kilpailutekijä, sillä teknologiat ovat hyvin komplekseja ja uhkakuvat muuttuvat nopeasti.

### Asiakaskuntana suuret organisaatiot

Nixu toimittaa korkean tason kyberturvallisuuspalveluita, minkä johdosta yhtiön kohderyhmää ovat suuret yritykset, niiden alihankkijaverkosto sekä julkishallinto. Asiakkaiden toimialojen suhteen yhtiöllä ei ole tiettyä strategista fokusaluetta. Yhtiö palvelee yli 230 asiakasta. Suomen 100 suurimmasta yrityksestä yhtiö on tuottanut palveluita 60:lle.

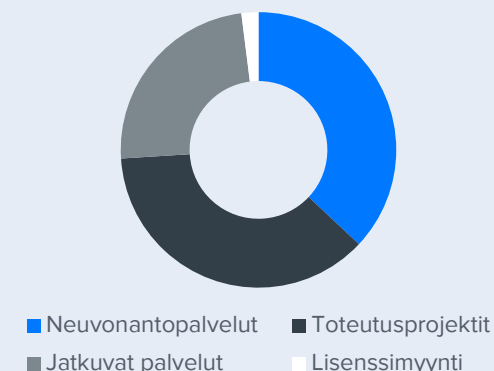
Asiakassegmentit Nixu jaottelee tietohallintoon, digitaaliseen liiketoimintaan ja teolliseen internetiin. Yhtiön palveluiden perinteinen kohderyhmä tai ostaja on ollut tietohallinto, mutta digitaalisen liiketoiminnan ja teollisen internetin asiakassegmentit ovat voimakkaassa kasvussa. Tavoitellut päättäjät ovat tällöin digitaalisen liiketoiminnan johtajat, tuotekehitysjohtajat ja palvelutoiminnan johtajat.

Vuonna 2016 Nixun liikevaihdosta suurimman asiakkaan osuus oli 7 % ja TOP10:n osuus noin 39 %. Yhtiön riippuvuus yksittäisistä asiakkaista on melko rajallinen. Kyberturvallisuus on asiakasorganisaation IT:lle luonteeltaan pakollinen tukifunktio, jonka osuus IT-budjetista on suhteellisesti hyvin pieni. Kyberturvan osuus asiakkaiden IT-budjeteista tulee kuitenkin todennäköisesti kasvamaan tulevaisuudessa.

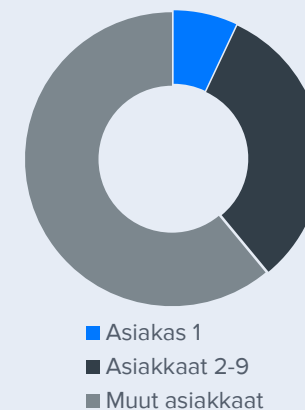
### Vahva markkina-asema Suomessa

Nixulla on Suomen kyberturvapalveluiden markkinalla vahva maine ja markkina-asema. Yhtiöllä on arviomme mukaan Suomessa vajaan 200 henkilön vahvuudella ja vajaan 20 miljoonan euron liikevaihdolla suurin kyberturvan

Liikevaihdon jakauma toimitusmalleittain 2015



Liikevaihdon jakauma asiakkaittain 2016



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

asiantuntijapalveluiden liiketoiminta. Kilpailukenttä on hyvin fragmentoitunut ja lukuisten yrityskauppojen myötä Nixu on Suomessa ainoa merkittävä kyberpalveluihin erikoistunut yhtiö, mikä luo yhtiölle kilpailuetua sekä hyvän alustan ponnistaa kansainväliseen kasvuun. Pääkilpailijoita Suomessa ovat suuret IT-palvelutalot sekä konsultitalot.

## Kiikarissa kansainvälistyminen ja kasvu

Nixun visiona on olla Pohjois-Euroopan alueella ykkösvaihtoehto yritysten luotetuksi kyberturvapalveluiden kumppaniksi sekä paras työpaikka alan ammattilaisille. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa muissa Pohjois-Euroopan maissa vastaava asema, mitä sillä on Suomessa jo nyt. Strategiaa toteutetaan yritysostoin ja organisaation laajentumisella niin kotimaassa kuin ulkomailla. Kansainvälisellä asemalla pystytään palvelemaan paremmin suuria kansainvälisiä asiakkaita sekä saavutetaan skaalaetuja erityisesti valvomopalveluissa ja ulkoistetussa kyberturvassa.

Nixu tavoittelee keskipitkällä aikavälillä liikevaihdon yli 15 %:n kasvua sekä vähintään 10 %:n käyttökattetta. Arviomme mukaan vähintään 10 %:n kasvu lähivuosina on saavutettavissa pelkästään orgaanisen kasvun turvin, sillä markkinan kasvuajurit ovat vahvoja. Yli 15 %:n liikevaihdon kasvutavoite on helposti saavutettavissa, mikäli kasvua vauhditetaan pienillä yritysostoilla.

## Kasvuyhtiön sijoittajaprofiili

Nixu on tällä hetkellä kuumilla markkinoilla toimiva, voimakkaassa investointivaiheessa oleva kasvuyhtiö. Nixun vahva markkina-asema

tarjoaa sille vahvan etulyöntiaseman kyberturvamarkkinoiden kehittyessä nyt vauhdilla eteenpäin ja yhä useampien toimijoiden pyrkiessä markkinaan. Yhtiö on liiketoimintamalliltaan palveluyhtiö, joten teknologiayhtiöille mahdollista räjähtävää skaalautuvuutta ja kasvua Nixu ei tule sijoittajille tarjoamaan. Sen sijaan osake on enemmän vakaa ja pienempiriskinen keino päästä kiinni kyberturvamarkkinan kasvuajureihin.

Kyberturvamarkkinan kasvumahdollisuuksien takia Nixun kannattaa nyt investoida tulorahoitus kasvuun. Näkemyksemme mukaan investoinnit kohdistuvat kahdelle alueelle. Ensiksi, yhtiö pyrkii rakentamaan skaalaa liikevaihdon kasvun ja kansainvälistymisen kautta. Toiseksi, yhtiö pyrkii muuntamaan liiketoimintamallinsa kohti skaalautuvia jatkuvia palveluita. Yhtiön liiketoimintamallissa nämä investoinnit tehdään tuloksesta, minkä takia yhtiön kannattavuus on vielä kaukana sen potentiaalista. Panostukset kuitenkin turvaavat liiketoimintamallin kilpailuetuja ja jatkuvuutta pitkällä aikavälillä, minkä takia ne ovat perusteltuja. Nixun osaketta tulee tämän takia tarkastella katsomalla nykyisen investointivaiheen ylitse, huomioiden samalla investointien onnistumiseen liittyvät riskit.

## Liiketoimintamalli

### Neljä eri toimitusmallia

Nixu auttaa asiakkaitaan hankkeissa, joissa edellytetään tietoturvan suunnittelua, toteutusta tai tarkastusta. Tämän lisäksi yhtiö tarjoaa tietoturvaa jatkuvana palveluna. Yhtiön tarjoamia palveluita ovat muun muassa:

- Identiteetin- ja pääsynhallinta
- Tietoturvatarkastukset
- Turvallinen ohjelmistokehitys ja hankinta
- Riskien- ja jatkuvuudenhallinta
- Tietoturvan hallinta
- Tilannekuva ja verkkoturvallisuus
- Tietomurtojen tutkinta
- Digitaalisen ympäristön reaaliaikainen valvonta

Asiakkaalle toimitettavat palvelukokonaisuudet voivat pitää sisällään osia usealta osaamisalueelta sekä kolmansien osapuolten teknologiaa.

Palveluitaan Nixu toimittaa neljällä eri toimitusmallilla: toteutusprojektit (37 % liikevaihdosta 2015), neuvonantopalvelut (37 %), jatkuvat palvelut (24 %) ja lisenssimyynti (2 %).

**Toteutusprojektit** sisältävät tietoturvatarkastuksen suunnittelun asiakkaan tarpeisiin sekä hankkeen toteutuksen. Projekteihin liittyy usein teknologialisenssien jälleenmyyntiä. Projektien hinnoittelu perustuu tuntityöhön ja ne vaihtelevat kokoluokaltaan muutamasta kymmenestä tuhannesta yli sataan tuhanteen. Tämä alue kasvaa tasaisesti.

**Neuvonantopalvelut** käsittävät eniten yritykseen, tietojärjestelmään tai verkkosovellukseen liittyviä tietoturvatarkastuksia. Hinnoittelu perustuu tuntityöhön. Pääkilpailijoita ovat Big4-konsultitalot. Tämä alue kasvaa tasaisesti ja erityisesti lyhyellä aikavälillä EU:n tietosuoja-asetuksen myötä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

**Jatkuvat palvelut** ovat Nixulle strategisesti tärkeä ja nopeasti kasvava osa-alue koko kyberturvamarkkinassa (Managed Security Services, MSS). Nixun Cyber Defence Center -palvelukokonaisuudessa (CDC) yhtiö tuottaa asiakkaille digitaalisen ympäristön reaaliaikaista valvontaa ja tietoturvojen tutkintaa sekä muodostaa tilannekuvan organisaation verkkopalveluihin kohdistuvista uhista. Vastaavia valvomopalveluista Suomessa tarjoavat muun muassa CGI, Tieto ja Elisa. Tämän alueen kasvunäkymä on vahva.

**Lisenssimyynti** käsittää kolmansien osapuolten (kuten Ubisecure, FireEye ja Microsoft) teknologialisenssien jälleenmyynnin, mikä tapahtuu tyypillisesti osana projektitoimituksia. Lisenssimyyntin rooli yhtiön liiketoiminnassa on vähäinen ja laskussa. Tietoturvaluotteita jälleenmyyviä IT-palvelutaloja on Suomessa suuri ja kirjava joukko eivätkä nämä toimijat edusta suoraa kilpailua Nixulle.

## Skaalautuvuus ja kilpailuetu rakentuvat jatkuvista palvelumalleista

Teknologioiden kompleksisuuden ja uhkakuvien muutosten takia Nixun asiakkaat tarvitsevat toimittajiltaan kokonaisvaltaista ja jatkuvaa kyberuhkien hallintaa. Pelkkien asiantuntijaresurssien myyntiin keskittyvät toimijat eivät pysty vastaamaan tähän markkinan kysyntätrendiin. Myöskään tietoturvaluotteiden jälleenmyyntiin ja asennukseen keskittyneet toimijat eivät vastaa tähän tarpeeseen. Asiakkaiden ymmärrys ostajina on kuitenkin kehittynyt siihen suuntaan, ettei kyberturvaa voida enää hoitaa ainoastaan uusimpia ohjelmistoja ja laitteistoja hankkimalla.

Markkinan murroksesta johtuen kyberturvapalvelumarkkinoilla ulkoistettu tietoturva (Managed Security Services) on nousemassa tärkeäksi alueeksi, mihin Nixu on lähtenyt Suomessa ensimmäisten joukossa panostamaan. Tämä liiketoiminta tuo yhtiölle toisaalta tärkeää kilpailuetua ja toisaalta liiketoimintamalliin jatkuvuutta ja skaalautuvuutta. Esimerkiksi valvomopalveluissa asiakasmäärää pystytään tiettyyn rajaan asti kasvattamaan ilman, että kustannuksia (henkilöstömäärää) joudutaan kasvattamaan. Palvelun ytimessä on yhtiön oma teknologia-alusta, johon kolmansien osapuolten tietoturvateknologioita integroidaan. Kun Nixun valvomo integroituu useiden teknologioiden kautta valvomaan asiakkaan IT-infraa, ovat asiakassuhteet erittäin lujia ja kestäviä. Panostukset tälle alueelle kantavat hedelmää pitkällä aikavälillä.

## Kumppanuudet

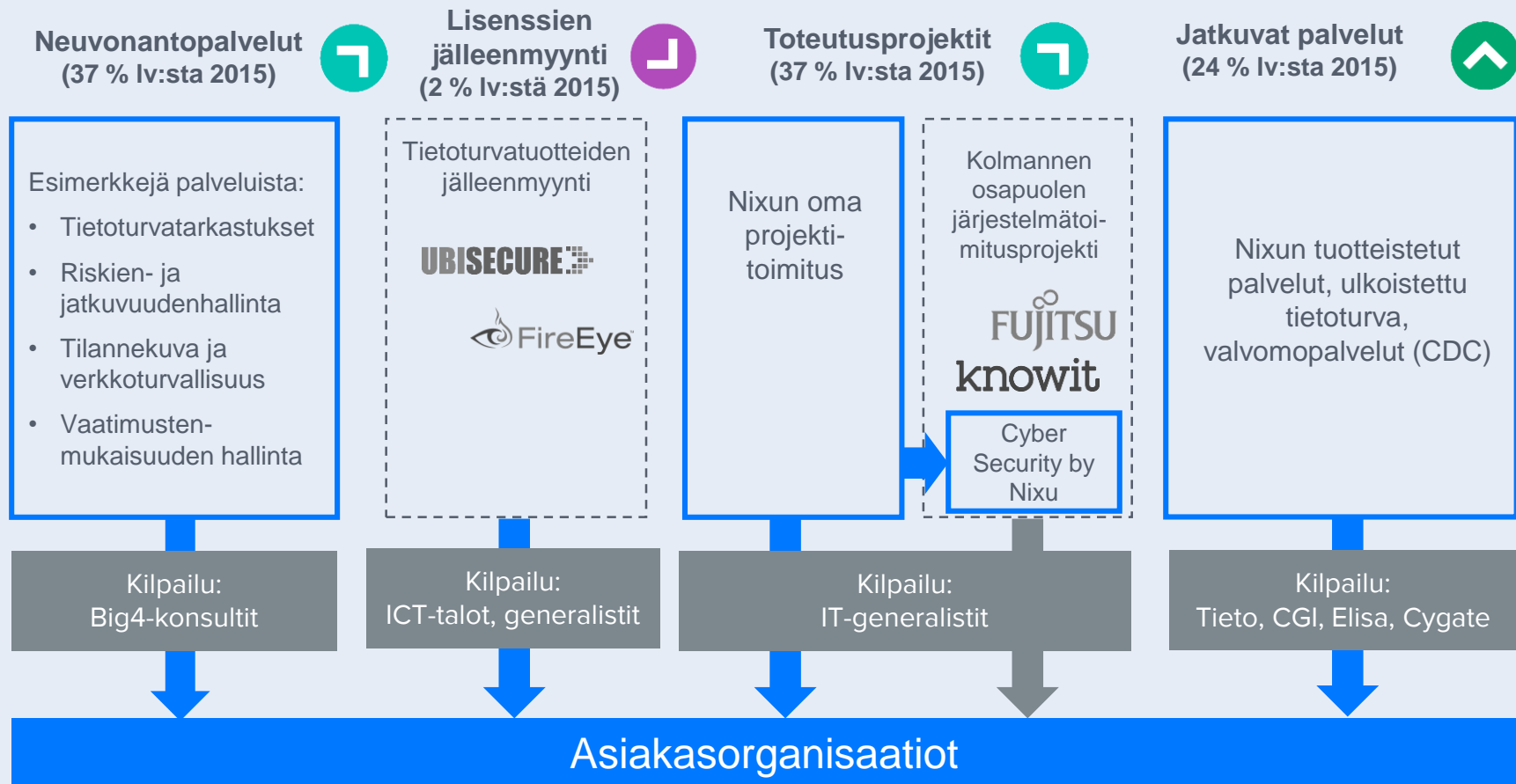
Nixu tekee yhteistyötä lukuisten IT-palvelusektorin toimijoiden kanssa. Monissa toimitusprojekteissa perinteinen IT-integraattori (kuten Fujitsu) vastaa IT-hankkeen kokonaistoimituksesta, missä kyberturvallisuuden osan toimittaa Nixu. Haasteena Nixulle tässä mallissa on se, että monet IT-integraattorit haluaisivat tarjota kyberturvan osaamista nykyään myös itse. Lisäksi yhtiön palvelut ovat niin kompleksia myyntiä, että niitä on vaikea tarjota kumppaneiden kautta ilman suoraa asiakassuhdetta. Näistä syistä Nixun aiempi strateginen tavoite solmia kumppanuuksia IT-integraattoreiden kanssa ns. ”Cyber Security by Nixu” -mallilla ei ole onnistunut.

Suomessa vakuutusyhtiöt ovat alkaneet tarjota kyberturvaan vakuutuksia ja sitä kautta solmineet kumppanuuksia kyberturvayhtiöiden kanssa. Tällä alueella fokus on kuitenkin enimmäkseen PK-sektorissa, mikä ei ole Nixun kohderyhmää.



# Nixun liiketoiminta

Liikevaihto 2016: 22 MEUR



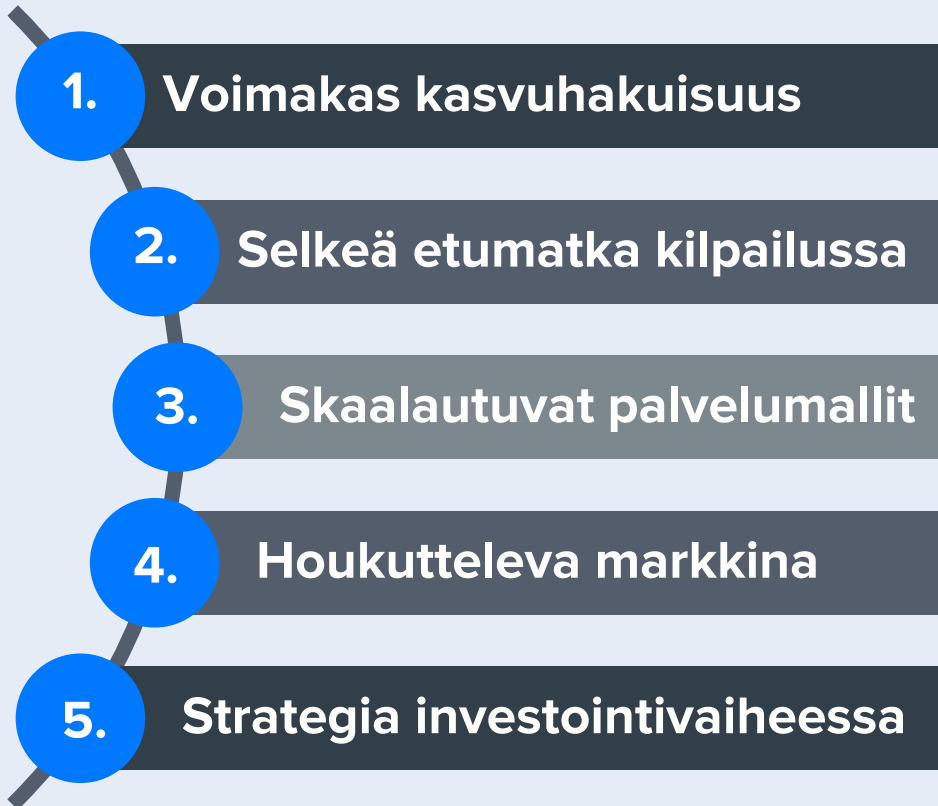
>230 asiakasta

25 maassa

28 % TOP5 asiakkaiden osuus

222 Henkilöstö

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Markkinalla vahvat kasvuajurit läpi suhdanteiden
- Konsolidoituva markkina: potentiaalinen yritysostokohde
- Liiketoimintamalliin rakennetaan jatkuvuutta ja skaalautuvuutta
- Liiketoimintamallissa hyvä asiakaspito

## Riskit

- Kasvuinvestoinneissa onnistuminen
- Yrityskauppojen onnistuminen
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Kilpailupaineen kasvu kuumalla markkinalla
- Kyberturvamarkkinan nopeat muutokset
- Ei olennaista teknologiariskiä

# Toimiala 1/3

## Toimiala

### Kyberturvapalvelut IT-markkinassa

Nixu toimii tällä hetkellä pääasiassa Suomen markkinalla (~70 liikevaihdosta), missä kyberturvallisuuspalvelut ovat osa Suomen reilun kolmen miljardin euron IT-palvelumarkkinaa. Kuuminta IT-markkinan kysyntä on tällä hetkellä ohjelmistokehityksessä uusissa digipalveluissa, mutta arviomme mukaan investointialto kyberturvaan tulee hieman jälkijunassa nyt meneillään olevassa digitalisaatiobuumissa.

Kyberturvallisuuspalveluiden markkina on joka tapauksessa näkemysmme mukaan yksi nopeimmin kasvavia alueita IT-palveluissa ja markkina voi hyvin yltää lähivuosina kaksi-numeroisiin kasvulukemiin, muun IT-palvelumarkkinan yltäessä lähivuosina 3-4 %:n kasvuun. Kyberpalveluiden kysyntä on arviomme mukaan defensiivisempää kuin IT-palveluissa, sillä uhilta on suojauduttava myös taantumassa ja asiakkaiden ostaminen on siten usein pakotettua.

### Markkinan koko

Kyberturvallisuudella tarkoitetaan prosesseja, teknologiota, ratkaisuja ja palveluita, jotka suojaavat yritysten ja muiden organisaatioiden tai yksittäisten käyttäjien tietoja sähköisissä verkossa tapahtuvaa rikollisuutta vastaan. Kyberuhat voidaan jakaa kolmeen luokkaan: 1) rikollisuus, joka pyrkii taloudellisiin voittoihin, 2) hakkerointi, jonka tavoitteena on häiritä yritysten tai valtioiden toimintoja sekä 3) vakoilu, jonka tavoitteena on liiketoiminnallisen kilpailuedun saavuttaminen tai valtion turvallisuuden urkinta. Kyberuhkien määrä ja niiden älykkyys kasvavat

jatkuvasti, mikä on nähtävissä lähes päivittäin uutisotsikoissa tietomurroista.

Arviot kyberturvallisuuden markkinoiden koosta vaihtelevat rajusti eikä markkinan absoluuttinen koko ole Nixun kannalta erityisen olennainen asia. Tutkimusyhtiö Markets&Markets on arvioinut kyberturvallisuuden markkinan globaaliksi kooksi 74 miljardia euroa ja sen arvioidaan kasvavan keskimäärin 10 prosenttia vuosittain 2014-2019. PwC on arvioinut Länsi-Euroopan kyberturvallisuuden markkinan kooksi 21,5 miljardia dollaria (2016), mistä palveluiden osuus on 15,3 miljardia dollaria. PwC on arvioinut palveluiden osalta markkinan vuotuiseksi kasvunopeudeksi 10 % välillä 2012-2018.

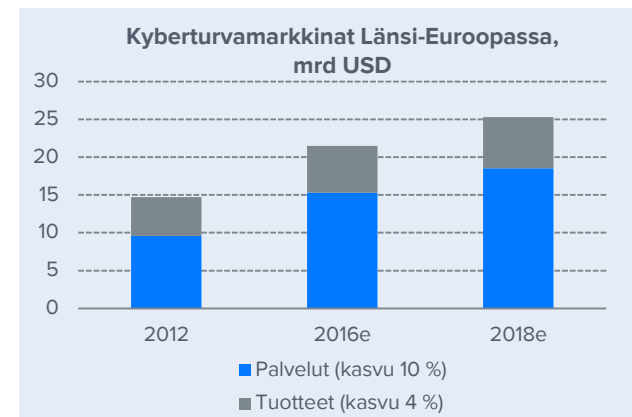
Suomen tai Pohjoismaiden osalta kyberturvamarkkinoiden koosta ei ole arviota saatavilla. Joidenkin arvioiden mukaan kyberturvan osuus organisaatioiden IT-budjeteista olisi 5-10 %:n luokkaa, jolloin Suomen markkinan kooksi voitaisiin haarukoida karkeasti noin 150-300 miljoonaa euroa. Saman kokoisilla organisaatioilla voi olla hyvin eri suuruisia budjetteja kyberturvaan. Ruotsissa markkinat ovat selvästi suuremmat, mutta pirstaloituneemmat. Hollannissa markkinat ovat kypsemmät ja kilpailu kovempaa. Nixun näkökulmasta yhtiölle kiinnostava markkina on Saksa, joka on Euroopan suurin markkina.

### Markkinan ajurit

Mielestämme kyberturvallisuusmarkkina on vielä hyvin epäkypä ja se tulee kehittymään voimakkaasti lähivuosina, minkä vuoksi nykyiset markkinaennusteet ovat parhaimmillaankin vain suuntaa antavia. Markkinan kasvu tulee todennäköisesti olemaan tasaisen vahvaa ja

kiittymään digitalisaatioinvestointien vetämänä. Lisäksi jatkuvat uutiset vakavista tietomurroista (riskilähtöinen ostaminen) sekä regulaatio (riskilähtöinen ostaminen) tulevat vauhdittamaan markkinan kasvua. Ylätasolla markkinan kasvua ajaa käytännössä siis kaksi voimaa: regulaatio ja uhkakuvat.

IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten mobiliteetti, pilvi, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvaan. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Yhtenä megatrendinä voidaan nostaa myös avoimien järjestelmien (kuten Android) yleistymisen. Tämä tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin yritykset vielä toimivat pääosin omissa, yksilöllisissä suljetuissa ympäristöissä.



Lähde: PwC

# Toimiala 2/3

Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää yrityksiltä ja valtiolta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden kysyntää tukee tällöin myös se, että kyberturvallisuus on yhä useammin kriittinen ja kiinteä osa uutta IT-järjestelmää, digitaalista palvelua tai tuotetta. Tämä tarkoittaa, ettei kyberturvallisuuteen liittyviä ongelmia voida ratkaista vain hankkimalla erillisiä hyllystä toimitettavia tietoturvaohjelmistoja ja -laitteistoja, vaan kyberturvallisuuden ratkaiseminen edellyttää korkean tason asiantuntijapalveluiden käyttöä.

Tarve asiakaskohtaiselle räätälöinnille ja asiantuntijatyölle kyberuhkien kompleksisuuden kasvaessa on keskeinen ajuri Nixun palveluille. Tietoturvaa ei voida ratkaista enää ostamalla valmiita hyllystä toimitettavia tietoturvatuotteita. Markkinalla onkin tapahtumassa selkeä kulttuurinen muutos ajattelutavassa, jossa kyberturvaa on alettu tarkastella aidosti palvelulähestymisenä, eikä teknologia- ja projektinäkökulmasta. Voittajia ovat tällöin kyberturvapalveluiden toimittajat, jotka kykenevät yhdistämään asiantuntijatyön ja räätälöinnin osana tuotteiden ja teknologioiden toimituksia. Pelkkien tietoturvatuotteiden jälleenmyyjien tuoma lisäarvo markkinoilla jää ohueksi.

## Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden perusteella. Hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden korreloi lähtökohtaisesti myös

asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Mitä kiinnostavampi hyökkäyskohde organisaatio on rikollisille, sitä kiinnostavampi asiakas se on myös Nixulle.

Kyberturvallisuusmarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on palveluntarjoajien näkökulmasta hyvin pieni niche-markkina, mutta se edustaa kaikkien korkeinta teknologiaa ja osaajien vaatimustasoa.

Markkinan suurin volyymi palveluntarjoajien näkökulmasta on kolmion keskimäinen porras, joka käsittää kohdennetut hyökkäykset. Tällöin ensisijaisia kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja julkishallinto sekä etenkin ne toimijat, joiden toiminta käsittää huoltovarmuuden kannalta kriittistä toimintoja (kuten energia, pankki, operaattorit sekä kriittisten organisaatioiden alihankkijaverkostot). Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturva-uhkien laajentuessa, mikä laajentaa myös tietoturvapalveluiden markkinaa. Markkinan kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla tietoturvakysymykset nousevat keskeiseen rooliin uusissa digitaalisia liiketoimintoja suunniteltaessa sekä 2) IT-markkinan nousevat trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin. Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä kyberturvallisuutta ei voida ratkaista massaratkaisulla, mikä luo kysyntää Nixun kaltaisille palveluntarjoajille.

Pienten ja keskisuurten yritysten sekä kuluttajien

osalta tarve kyberturvallisuudelle on olemassa, mutta kyberturvallisuuden asiantuntijapalveluita tarjoavien yritysten näkökulmasta nämä eivät usein ole ensisijaisia kohderyhmää. Tälle ryhmälle oleellista on usein suojautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvatuotteilla kuten virustorjunnalla ja palomuuereilla. Tällöin organisaatioiden tietoturvainvestointeja ohjaa tyypillisesti ajattelu, jonka mukaan riittää, että on suojautunut ”paremmin kuin naapuri”. Tätä kohderyhmää kyberturvapalveluiden markkinassa palvelevat esimerkiksi operaattorit, joilla on vahva jakelukanava SME-sektoriin.

Hierarkian yläpäässä olevien organisaatioiden suojaustasoon eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille. Vastaavasti hierarkian ylätasolle kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa.

## EU:n tietosuoja-asetus

Vuoden 2016 keväällä hyväksytty uusi EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) sysäsi välittömästi liikkeelle kysyntää kyberturvapalveluille, mikä piristi myös Nixun kasvua. Kyseessä on organisaatioille hallinnollisesti raskas asetus, minkä takia se luo vahvaa kysyntää kyberturvapalveluille. Asetus astuu lopullisesti voimaan vuoden 2018 toukokuussa 2 vuoden siirtymäajan jälkeen.

Uuden asetuksen tavoitteena on parantaa luottamusta online-palveluihin ja näin edistää EU:n digitaalista sisämarkkinoiden kehittämistä. Asetus asettaa henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita.

# Toimiala 3/3

EU:n tietosuoja-asetuksen kautta organisaatioille tulee esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattuessa. Lisäksi organisaatioiden on nimettävä tietosuojavastaava. Asetusta valvova viranomaisena saa myös valtuudet langettaa sakkoja aina miljoonaan euroon asti asetuksen rikkeistä. Asetus ei koske pelkästään kuluttajapalveluiden tarjoajia, vaan kaikkia organisaatioita, jotka säilyttävät henkilötietoja.

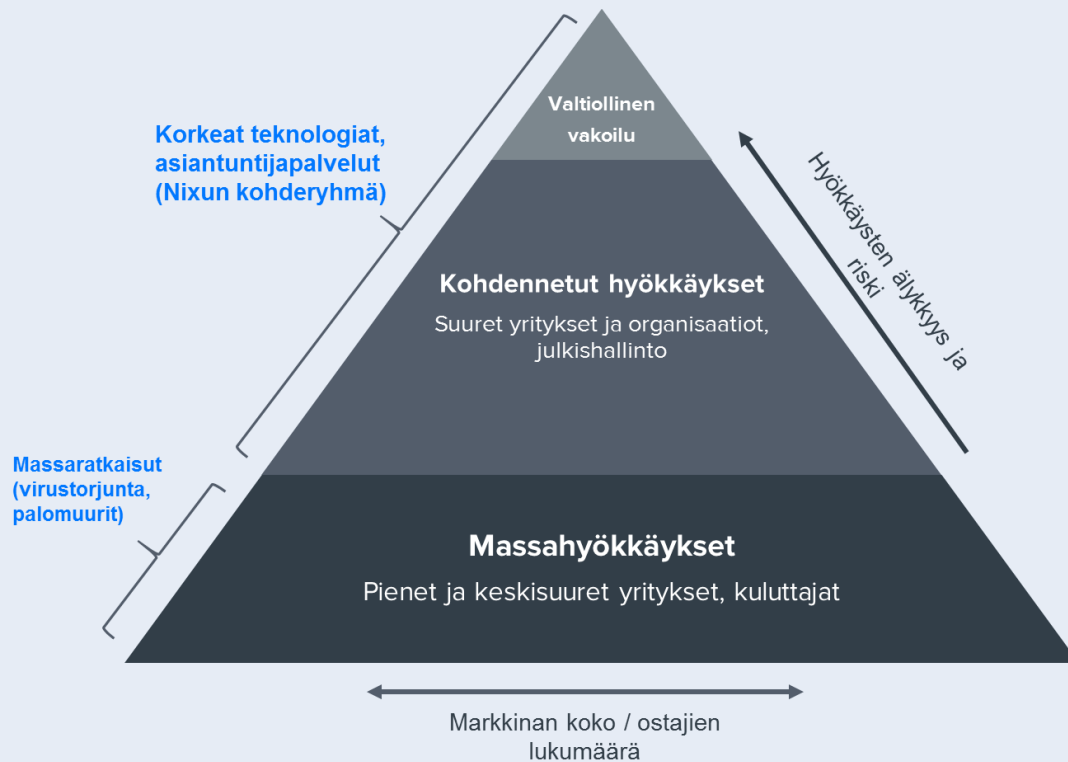
Tietosuoja-asetus avaa Nixulle lisäksi suoria liiketoimintamahdollisuuksia. Näitä voivat olla esimerkiksi tietosuoja-asetukseen liittyvät neuvonantopalvelut sekä ulkoistuspalvelut, joissa Nixu tulee vastaamaan asiakkaalle tietosuoja-asetuksen edellyttämistä toimenpiteistä (kuten hallinnointi, tietosuojavastaava, ilmoitusvelvollisuudet).

## Jatkuvat tietoturvapalvelut (Managed security services)

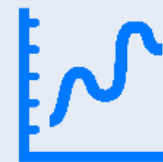
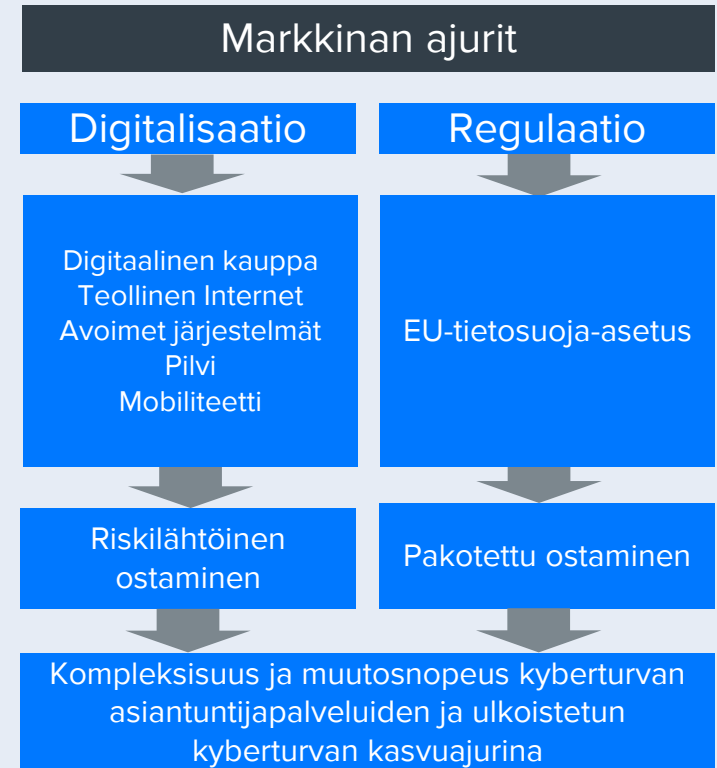
Ulkoistettu tietoturva (MSS) on yksi kuumimpia nousevia alueita kyberturvapalvelumarkkinassa. Perinteisesti suuret organisaatiot ovat saattaneet olla haluttomia ulkoistamaan niille usein sensitiivisiä kyberturvaan liittyviä toimintoja. Kyberturvallisuuden kasvanut monimutkaisuus sekä uhkien laajuus on kuitenkin pakottavat organisaatioita hankkimaan kyberturvaan liittyvää osaamista ulkopuolelta, sillä talon sisältä harvemmin löytyy riittävän laaja-alaista osaamista. Koska uhkakuvat samalla muuttuvat jatkuvasti, on kyberturvaa alettu ajatella enemmänkin jatkuvana tarpeena kuin kertaluonteisena teknologia- ja projektitoimituksena. Siten kyberturvasta on muodostumassa organisaatioiden IT:n

näkökulmasta luontainen osa-alue, joka kannattaa ulkoistaa. Nixun panostukset näihin ulkoistuspalveluihin vastaavat hyvin markkinan nykyisiin kysyntätrendeihin.

# Toimiala



Lähde: Inderes



>10 %

Nixun markkinoiden  
vuotuinen kasvu (Inderes arvio)

Lähde: Inderes

# Kilpailu 1/3

## Kilpailu

### Kyberturvapalvelut ovat vielä nuori markkina

Kyberturvallisuuden palvelut ovat IT-markkinassa verrattain nuori alue, joka on lähtenyt kunnolla muotoutumaan vasta 2010-luvulla. Kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut ja markkina hakee vielä voimakkaasti muotoaan. Toimijoiden sekalaisuus johtuu etenkin siitä, etteivät kyberturvapalvelut ole tyypillisesti asiantuntijapalveluyritysten strategian ytimessä, vaan enemmänkin täydentävä osa-alue. Koska markkinaa jaetaan nyt, on Nixulle tärkeää panostaa kasvuun.

Kyberturvapalveluiden markkinoiden kasvunäkymä houkuttelee tällä hetkellä paljon kilpailua, mutta toisaalta alalle tulon kynnyks on sektorilla korkea. Tämä johtuu erityisesti teknologioiden kompleksisuuden kasvusta sekä uskottavuuden ja maineen tärkeydestä. Konsulttityhtiö PwC:n selvityksen mukaan asiakkaille tärkeimpiä ostokriteerejä ovat toimittajan kyky ymmärtää asiakkaan tarve, toimittajan maine sekä teknologiariippumaton neuvonanto. Teknologioiden kompleksisuuden takia pienten toimijoiden on pakko erikoistua tietylle alueelle, mutta tämä jättää pienet toimijat vaikeaan asemaan asiakkaiden ostokäyttäytymisen siirtyessä kohti kokonaisratkaisuja ja ulkoistettua kyberturvaa.

Arviomme mukaan toimialalle tulee edelleen syntymään uusia pieniä kyberturvaan keskittyviä yrityksiä, minkä lisäksi IT-markkinan etabloituneet toimijat tulevat perustamaan lisää omia kyberturvaan keskittyviä tiimejä. Markkinoille pyrkivät toimijat saattavat pyrkiä haalimaan osuuksia hinta edellä, mikä voi

heikentää alan yleistä hintatasoa. Lisäksi näemme riskinä, että kyberturvan merkityksen kasvusta johtuen IT-palvelutalot tulevat tarjoamaan kyberturvaa asiakkailleen puutteellisesta osaamisesta ja resursseista huolimatta. Asiakkaan on hyvin vaikea arvioida palveluntarjoajan todellista osaamista ja palvelun arvoa, mikä voisi johtaa yleisen hintatason heikentymiseen.

### Kilpailu kotimaassa: Nixulla vahva asema

Kyberturvapalveluiden markkinatoimijoiden kirjo ulottuu Nixun kaltaisista erikoistuneista yhtiöistä IT-palveluyhtiöihin ja laajasti myös IT-sektorin ulkopuolelle. Markkinalla toimivat IT-talojen lisäksi muun muassa teleoperaattorit (kuten Sonera ja Elisa), konsulttitalot (kuten KPMG ja Deloitte) sekä tietyiltä osin jopa puolustusteollisuuden toimijat (kuten Cassidian).

Vaikka suomalainen kyberturvaosaaminen on vahvasti pinnalla, on kyberturvayhtiöiden joukko Suomessa hyvin pieni. Toimijoiden määrä on pienentynyt voimakkaasti viime vuosina ulkomaisten toimijoiden tekemien yrityskauppojen myötä.

**Kyberturvapalveluihin erikoistuneista yhtiöistä** Suomessa oston kohteina ovat olleet Panorama Partners (Nixu), Trusteq (KPMG) ja nSense (F-Secure). Nixun kanssa kilpailevia pienempiä toimijoita Suomessa ovat muun muassa Propentus, Spellpoint, Ymon, Xcure, 2NS ja Silverskin. Nämä toimijat ovat miljoonan tai muutaman miljoonan euron liikevaihtoluokassa, eli ne ovat huomattavasti Nixua pienempiä. Kyberturvaan keskittyneistä palveluyhtiöistä Nixu on siis Suomessa selkeästi suurin toimija.

**IT-generalistit** (kuten CGI ja Tieto) ovat hyvin

kiinnostuneita kyberturvallisuusmarkkinoiden kasvumahdollisuuksista, minkä takia ne voidaan nähdä yhtenä Nixun keskeisenä kilpailijaryhmänä. Suomessa erityisesti CGI ja Tieto ovat panostaneet vahvasti kyberturvapalveluihin, mutta käsityksemme mukaan niiden tiimien koot ovat Nixua selvästi pienemmät. IT-taloille on luontevaa tarjota kyberturvaa osana niiden integraatio- ja ylläpitopalveluita. Asiakas voi kuitenkin kokea haitalliseksi, että sen IT-infran toimittaja valvoo itse itseään. Osa IT-taloista on oman tiimin rakentamisen sijaan hankkinut kyberturvallisuuteen liittyvän erityisosaamisen esimerkiksi Nixulta osana omia projektitoimituksiaan (Cyber Security by Nixu -toimintamalli).

**Konsulttitalot** kilpailevat Nixun kanssa erityisesti neuvonantopalveluissa. Kyberturvan neuvonantopalveluissa Suomessa aktiivisia ovat esimerkiksi Deloitte sekä KPMG, joka osti Nixun kilpailija Trusteqin 2015 alussa. Neuvonanto tietosuojaan liittyvässä juridiikassa on yksi näiden toimijoiden vahvuus. Neuvonantopalveluihin keskittyvien konsulttitalojen heikkoutena voi olla näkemyksemme mukaan rajallinen osaaminen eri teknologioissa sekä teknologioiden toteutusprojekteissa.

**Teleoperaattorit** toimivat Suomessa myös kyberturvapalveluiden markkinalla, mutta niiden toimintamalli ja kohderyhmä poikkeavat Nixusta. Operaattorit pyrkivät tyypillisesti tuotteistamaan jatkuvia palveluita (kuten palomuurien ylläpito) ja valjastavat sen jälkeen oman myyntiverkkonsa jalkauttamaan palveluita. Operaattorit pyrkivät siten palvelemaan suuria massoja jatkuvilla palvelumalleilla.

# Kilpailu 2/3

**Tietoturvaluotteiden toimittajat** ovat myös laajentuneet palvelumarkkina. Rajanveto tuote- ja palveluliiketoiminnan on hämärtyneessä johtuen tuoteyhtiöiden liiketoimintamallien transformaatiosta kohti jatkuvia palveluita ja SaaS-liiketoimintaa. Samaan aikaan kyberturvan palveluyhtiöiden liiketoimintamallit ovat muuntumassa asiantuntijaresurssien myynnistä kohti kyberturvan myyntiä jatkuvina, teknologiapohjaisina palveluina, mikä lähentää tuote- ja palvelutaloja. Esimerkkinä kehityksestä F-Securesta tuli vuonna 2015 Nixun kilpailija, kun yhtiö osti nSensen. F-Securen strategia ja lähestyminen kyberturvaan on kuitenkin hyvin erilainen kuin Nixulla.

F-Securen tavoitteena on käsityksemme mukaan erityisesti saada kaikista vaativimpiin tietomurtoihin keskittyvä palveluliiketoiminta rikastamaan yhtiön tuotteita, mikä taas luo F-Securelle kilpailuetua yhtiön strategian ytimessä olevaan tuoteliiketoimintaan.

## **Ruotsin fragmentoitunut markkina tarjoaa hyviä kasvumahdollisuuksia**

Nixu on laajentunut Ruotsin markkinalle kahdella pienehköllä yrityskaupalla viime vuonna (yhteenlaskettu liikevaihto n. 4 MEUR). Toisin kuin Suomessa, Ruotsin markkina on hyvin fragmentoitunut kyberturvapalveluiden osalta. Lisäksi Ruotsin markkinan kysyntätilanne on Suomea vahvempi. Nixu on noussut jo nyt yhdeksi Ruotsin merkittävimmistä toimijoista vain noin 30 hengen tiimillä. Markkinan fragmentoituneisuus tarjoaa Nixulle hyviä mahdollisuuksia kasvaa organisesti ja yritysostoin. Ruotsin markkinan asiakaskunta tarjoavat myös hyvän perustan myydä Nixun muita palveluita Ruotsin markkinalle. Odotamme

yhtiön laajentavan Suomessa tuotettavia CDC-valvomopalveluita (Cyber Defence Center) nopeasti myös ruotsalaisiin asiakkaisiin, jolloin skaalautuvuutta saavutetaan maan rajojen yli.

## **Kansainvälinen kilpailu: mahdollisuuksia paljon, mutta muutkin ovat apajilla**

Euroopan tasolla kyberturvapalveluiden markkinat ovat myös hyvin epäkypsät, mutta kansainvälisen skaalan etujen takia markkinalle on jo alkanut syntyä kansainvälisiä toimijoita. Erityisesti ulkoistetussa tietoturvassa kansainvälisestä läsnäolosta on etua globaalien asiakkaiden palvelussa.

Viimeisen kahden vuoden perusteella näyttäisi siltä, että markkinoilla on selkeää tilausta kyberturvaan erikoistuneille kansainvälisille palveluyhtiöille. Pohjois-Amerikassa on jo syntynyt muutamia kyberturvapalveluihin erikoistuneita palveluyhtiöitä kuten Mandiant, Optiv ja Trustwave. Nixun strategiana on rakentaa merkittävä kyberturvan palveluyhtiö Pohjois-Euroopan markkinalle. Vastaavaa strategiaa käsityksemme mukaan toteuttavat Euroopan tasolla japanilaistaustainen NTTCom Security, Lontoossa listattu NCC Group sekä pääomasijoittaja Investcorp (SecureLink Group). Vaikka Nixu on Suomen markkinalla merkittävä toimija, on se näiden toimijoiden rinnalla hyvin pieni. Globaalilla tasolla markkinaa katsovat myös IT-jätit kuten CGI ja IBM.

Saksassa toimiva NTTCom Security on yksi Euroopan suurimpia kyberturvan toimijoita noin 270 miljoonan euron liikevaihdolla ja vajaalla 900 henkilöllä. Yhtiö on muodostunut kahdesta Saksassa tehdystä yrityskaupasta: Integralis (2009) ja Infotrust (2014).

Bahrainilainen yli 10 miljardin varoja hallinnoiva Investcorp on kertonut tavoitteekseen luoda Eurooppaan johtava kyberturvallisuuteen erikoistunut toimija. Pääomasijoittajan rakentama SecureLink -yhtiö on noussut vain muutamassa vuodessa Euroopan yhdeksi suurimmista toimijoista SecureLink (2015), Coresec (2016) ja Nebulas (2016) -yritysostoilla. Yritysostojen myötä yhtiö työllistää yli 600 henkeä 9 maassa ja tekee 235 MEUR liikevaihtoa. Investcorpin aggressiivisuus alleviivaa sitä, kuinka pääomaa hakeutuu nyt kyberturvamarkkinoille sen kasvunäkymien myötä.

Lontoossa listattu NCC Group tekee 240 miljoonan euron liikevaihtoa ja sen kyberturvan divisioona työllistää vajaat 1000 henkilöä. Yhtiö on muodostunut lukuisista yritysostoista 2010-luvulla, joista vuonna 2014 ostettu hollantilainen Fox-IT oli hyvin Nixun kaltainen toimija. Viime vuonna yhtiö laajeni Yhdysvaltoihin kahdella yritysostolla.

## **Sektorin konsolidaatio jatkuu**

Kybermarkkinan kasvunäkymät vetävät jo nyt voimakkaasti investointeja puoleensa, mikä on johtanut lukuisiin yrityskauppoihin sektorilla niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Aktiivisimpia ostajia ovat olleet aiemmin mainitut toimijat, minkä lisäksi CGI on ilmoittanut kartoittavansa aktiivisesti yritysostokohteita kyberturvamarkkinassa.

Osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaan. Yritysostojen kohteina ovat erikoistuneet toimijat kuten Nixu.



# Kilpailu 3/3

Suurten toimijoiden haasteena on kuitenkin säilyttää kohdeyhtiön kulttuuri. Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen rajuun nousuun, mikä osaltaan saattaa vaikeuttaa Nixun edellytyksiä tehdä yritysostoja. Kauppojen liikevaihtokertoimet ovat pahimmillaan nousseet 5x tasolle, mitä voidaan pitää palveluyhtiölle erittäin korkeana tasona.

Pidämme Nixua potentiaalisena ostokohteena kyberturvamarkkinan konsolidaatiossa. Potentiaalisia kiinnostuneita voisivat olla esimerkiksi CGI, Tieto tai SecureLink. Kansainvälisten toimijoiden kiinnostusta Suomen kyberturvamarkkinaan ja Nixuun voi rajoittaa markkinan pieni koko. Lisäksi ostajan haasteena olisi säilyttää yhtiön vahva kulttuuri.

## Sektorin yrityskauppoja

Ajankohta	Kohde	Ostaja	Arvo MEUR	Liikevaihto-kerroin	Henkilöstö
10/2016	Safeside Solutions	Nixu	2,2	0,9	-
3/2016	Europoint Netw.	Nixu	1,6	0,9	-
11/2015	Fox-IT	NCC Group	133	5,4	170
6/2015	nSense	F-Secure	18	2,5	70
3/2015	Accumuli	NCC Group	76	3,3	160
12/2014	Trusteq	KPMG Suomi	-	-	45
10/2014	Panorama Partners	Nixu	4	1,0	40
1/2014	Mandiant (US)	Fire-Eye	1007 (m\$)	~10x	500

# Kilpailukenttä

## Osaamisalueet

Typpi	Esimerkkejä	Asiakas-segmentit	Osaamisalueet					
			Tuotteiden jälleenmyynti	Kyberuhka-osaaminen	Neuvonanto	Integraatio-projektit	Managed Security Services	Laki
Kyberturvapalveluihin erikoistujat	 	Suuret organisaatiot	✓	✓✓	✓✓	✓	✓✓	—
Konsulttitalot	   	Suuret organisaatiot	✓	✓	✓✓	✓	✓	✓
IT-generalistit	  	Suuret organisaatiot	✓✓	✓	✓	✓✓	✓✓	—
Tuotetalot	  	Laaja	—	✓✓	✓	—	✓	—
Teleoperaattorit	 	SME	✓	✓	—	—	✓	—



Ydinosaamisalue



Osaamisalue

# Kyberturvapalvelumarkkinan evoluutio



- Kyberturvallisuusliiketoiminta vahvasti teknologia- ja tuotevetoista
- Kyberturvapalveluissa ei vielä selkeää markkinaa, kyberturvapalveluihin erikoistuneita merkittäviä toimijoita ei ole vielä muodostunut
- Kompleksisuuden kasvun myötä tietoturvaa ei voida hoitaa enää pelkillä tuotteilla, vaan tarvitaan myös palveluita
- Markkinalle syntyy ensimmäisiä pieniä erikoistuneita toimijoita
- IT-generalistit ja konsulttitalot perustavat pieniä, sisäisiä kyberturvatiimejä
- Markkinan kasvuajurit voimistuvat
- Yritykset panostavat voimakkaasti täysin uusien digipalveluiden kehitykseen, mikä luo viiveellä kysyntää kyberturvalle
- Kyberturvapalveluiden kysyntä kasvaa myös uhkakuvien kasvun ja regulaation vetämänä
- Suuret kansainväliset toimijat kiinnostuvat kyberturvapalvelumarkkinasta
- Toimialan konsolidaatio lisääntyy
- Kyberturvan kysyntä kasvaa voimakkaasti, kun organisaatiot aktivoituvat suojaamaan kehittämiään uusia digitaalisia palveluita
- Perinteisen asiantuntijaresurssien myynnin katteet ovat kuitenkin paineessa uudesta kilpailusta johtuen
- Ulkoistettu kyberturva noussut keskeiseksi trendiksi, mutta vain suurimmilla toimijoilla on riittävät kyvykkyydet tähän
- Kansainvälinen kilpailu lisääntyy



**Eurooppaan on muodostunut jo kolme merkittävää kansainvälistä kyberturvapalveluyhtiötä**

## NCC Group



**978**

Henkilöstö



**14**

Toimintamaat



**241**

Liikevaihto  
m€



**Yritysosot**

Paymet Software (2016)  
Accumuli plc (2014)  
Fox-IT B.V (2014)  
Fortconsult A/S (2013)

## NTTCom Security



**868**

Henkilöstö



**14**

Toimintamaat



**272**

Liikevaihto  
m€



**Yritysosot**

Infotrust AG (2014)  
Secode AB (2011)  
Integralis AG (2009)

## Investcorp (SecureLink)



**625**

Henkilöstö



**9**

Toimintamaat



**235**

Liikevaihto  
m€



**Yritysosot**

Nebulas Solutions Ltd. (2016)  
Coresec AB (2016)  
SecureLink N.V. (2015)

# Strategia ja kilpailuedut 1/3

## Strategia

### Strategian tavoitteet

Nixu on käynyt vuosien 2006-2013 aikana läpi strategisen muutosprosessin, jossa yhtiö on fokusoinut kyberturvallisuuspalveluihin ja irtautunut muista liiketoiminnoista. Samalla organisaatio on muokattu vastaamaan uutta strategiaa. Tämä on luonut edellytykset yhtiön kasvun kiihdyttämiselle sekä 2014 lopussa toteutetulle First North -listaukselle. Yhtiön keskeisiä strategisia kehityshankkeita ovat 1) kansainvälistyminen, 2) skaalautuvien palveluiden kehitys ja 3) kyberuhkaosaamisen kehittäminen.

Nixun keskeisinä strategisina tavoitteina on laajentaa läsnäoloa uusille maantieteellisille alueille sekä uusiin asiakassegmentteihin. Yhtiö pyrkii erottumaan kilpailussa sekä kasvamaan markkinaa nopeammin vahvistamalla asemiaan etenkin digitaalisen liiketoiminnan sekä teollisen internetin kyberturvavaratkaisuissa.

Maantieteellistä läsnäoloa vahvistetaan Suomessa arviomme mukaan etenkin orgaanisen kasvun kautta ja ulkomailta yritysostojen kautta. Palvelutarjonnan osalta kasvua ja kilpailuetua haetaan rakentamalla omaan teknologian perustuvia skaalautuvia palvelumalleja.

Pidämme ratkaisevan tärkeänä, että yhtiö rakentaa jo nyt strategiassaan siltaa kohti jatkuvia ”as a service” -toimitusmalleja. Tämä toisaalta vastaa markkinan kysyntätrendiin kohti ulkoistettua kybeturvaa sekä turvaa yhtiön kilpailuetuja ja liiketoiminnan jatkuvuutta, sillä kilpailu asiantuntijaresurssien myynnissä tulee

kiristymään.

Käsityksemme mukaan Nixu pyrkii tulevien vuosien aikana rakentamaan Suomen kotimarkkinasta reilun 200 asiantuntijan kokoisen toimintojen ydinkeskuksen, minkä ohella toimintaa lähdetään laajentamaan uusiin Pohjois-Euroopan maihin. Tältä osin päänavaus Hollantiin (orgaaninen laajentuminen) ja Ruotsiin (kaksi pientä yritysostoa) on jo tehty. Uudet maat toimivat kohtuullisen itsenäisesti ja liiketoiminnalliset synergiat maiden välillä syntyisivät monistettavista palvelu- ja teknologiakonsepteista sekä maaorganisaatioiden kyvystä hyödyntää Suomen keskusorganisaation laajaa osaamista ja resursseja.

Yhtiön strategisena tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä saavuttaa keskimäärin yli 15 %:n vuosikasvu ja yli 10 %:n käyttökatte-%. Kasvu tulee kansainvälistymisestä, yrityskaupoista sekä nykyisten asiakkaiden kasvusta. Yhtiöllä on jo vahva yli 200 asiakkaan asiakaskunta, joka tarjoaa hyvää kasvupotentiaalia asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvun kautta. Kasvun onnistuminen ei nojaa erityisen vahvasti uusasiakashankinnan onnistumiseen. Kannattavuuden osalta yhtiö voi nykyisessä investointivaiheessa jäädä alle 10 %:n tason, mutta pitkällä aikavälillä pitäisi yhtiöllä olla edellytykset yli 15 %:n EBITDA-marginaaliin strategian onnistuessa. Esimerkiksi yhtiön Eurooppalaiset verrokkit NCC ja SecureLink tekevät jo nyt lähes 20 % EBITDA-marginaalia.

### Strategian kehityshanke 1: kansainvälistyminen

Orgaaninen laajentuminen uusiin toimintamaihin on näkemyksemme mukaan vaikeaa Nixun

kaltaisissa korkeaa luottamusta edellyttävissä asiantuntijapalveluissa. Yhtiön liiketoimintamalli edellyttää tyypillisesti paikallista läsnäoloa lähellä asiakasta, minkä takia palveluiden laajamittainen tuottaminen Suomesta käsin on vaikeaa. Näemme siten orgaanisen laajentumisen uusiin toimintamaihin vaikeana ja hitaana prosessina, mikä on osin osoittautunut todeksi yhtiö Hollannin laajentumisessa.

Nixu teki päänavauksen kansainvälistymiseen lokakuussa 2015, kun yhtiö ilmoitti avaavansa toimiston Hollantiin. Yhtiö arvioi Hollannin yksikön henkilöstön olevan muutaman vuoden sisällä joitain kymmeniä. Nixun mukaan Hollanti on kehittynyt ja kilpailtu markkina, mutta vastaavaa tuotteistettua, kokonaisvaltaista yritysten kyberturvakumppania ei maassa tällä hetkellä ole tarjolla.

Vuonna 2017 yhtiö otti merkittäviä askeleita kansainvälistymiseen kahdella yrityskaupalla Ruotsissa. Maaliskuussa yhtiö osti 1,8 miljoonan euron liikevaihtoa tekevän Europoint Networkingin ja lokakuussa yhtiö ilmoitti ostavansa 2,4 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Safeside Solutionsin. Yhtiöllä on näin Ruotsissa noin 30 hengen tiimi, mikä tekee siitä yhden maan suurimmista toimijoista pirstaloituneella markkinalla. Molemmista kohdeyhtiöstä maksettiin erittäin maltillinen alle 1,0x liikevaihtokerroin. Vaikka olemme varoittaneet kyberturvapalveluyhtiöiden valuaatioiden karkaamisesta Nixulle liian korkeaksi, näyttäisi Nixu löytäneen selvän ”sweet spotin” pienien tiimien ostoista, jotka käytännössä toimivat vaihtoehtoina rekrytoinneille.

# Strategia ja kilpailuedut 2/3

Näiden yrityskauppojen kautta yhtiö pääsee uusille markkinoille, saa valmiin tiimin ja valmiita asiakkauksia, mikä on huomattavasti orgaanista laajentumista helpompaa. Strategia näyttäisi toimivan hyvin Ruotsin osalta.

Nixu on myös kertonut avaavansa toimiston Yhdysvaltoihin. Tavoitteena on kehittää markkinaymmärrystä Yhdysvaltojen huomattavasti kehittyneemmän kybermarkkinan kautta ja hakea uusia kasvumahdollisuuksia. Yhtiö on lähettänyt maahan yhden työntekijän.

Käsityksemme mukaan Nixu kartoittaa aktiivisesti yrityskauppa-kohteita myös muualla Pohjois-Euroopan alueella, vaikka lyhyellä aikavälillä odotamme yhtiön keskittyvän Hollannin ja Ruotsin toimintojen kehittämiseen. Yrityskauppojen kohteet tulevat todennäköisesti siten olemaan pieniä muutaman kymmenen hengen tiimejä, joihin kohdistuvissa yrityskaupoissa arvostustasot ovat tyypillisesti maltillisempia. Haasteena yrityskauppavetoisessa kasvussa on ostettavan yrityksen henkilöstön sitouttaminen.

Nixun aiemmista yrityskaupoista vuonna 2014 Suomessa tehty Panorama Partners vaikuttaa hyvin ajoitetulta, maltillisesti hinnoitellulta ja onnistuneelta yrityskaupalta.

## Strategian kehityshanke 2: omaan teknologiaan pohjautuvat palvelumallit

Nixun jatkuviin palveluihin panostavan strategian ytimessä ovat kyberturvan valvomopalvelut, joita tukemaan yhtiö kehittää myös omia teknologioita. Nixu avasi vuonna 2015 oman Cyber Defence Center -valvomopalvelunsa. Valvomopalveluiden

markkina on tämän jälkeen lähtenyt nopeasti muotoutumaan Suomeen ja valvomopalveluita tarjoavat muun muassa Tieto, Elisa, CGI ja Soneran Cygate. Emme näe Elisaa ja Soneraa oleellisena kilpailu-uhkana Nixulle, sillä teleoperaattorin lähestymiskulma ja kohderyhmä ovat erilaiset, kuin kyberturvapalveluihin erikoistuneella Nixulla.

Liiketoimintamallina valvomoliiketoiminta edellyttää Nixulta etupainotteisia investointeja, mutta se tuo skaalautuvuutta ja jatkuvuutta, kun riittävä asiakasmäärä saavutetaan. Lisäksi valvomo toimii tärkeänä projektien ”sisäänheittäjänä”, sillä valvomon havaitsemien tietomurtojen selvittäminen edellyttää usein erikseen laskutettavien asiantuntijapalveluiden käyttöä.

Valvomopalveluita ja muita toimituksia tukemaan Nixu kehittää omaa teknologia-alustansa ”One Nixu Platformia”. Nixu ei kehitä omia kyberturvan ohjelmistotuotteita, vaan yhtiön tavoitteena on rakentaa omaa teknologiaa, joka mahdollistaa kyberturvan havainnointi- ja valvomopalveluiden tarjoamisen useita eri kolmansien osapuolien teknologioita yhdistävänä jatkuvana palveluna. Tämä tuo liiketoimintamalliin skaalautuvuutta ja asiakassuhteisiin pysyvyyttä.

Kyberuhkien valvomopalveluissa Nixun haasteeksi kilpailussa suurimmista globaaleista asiakkaista voi mielestämme muodostua yhtiön rajallinen mittakaava, sillä yhtiön suuremmat globaalisti toimivat kilpailijat pystyvät tarjoamaan jatkuvia valvomopalveluita globaalisti 24/7 SOC (Security Operations Center) -keskuksistaan.

Sijoittajan kannalta on oleellista huomioida, että omien palveluteknologioiden kehitys sekä etupainotteiset investoinnit valvomopalveluihin rasittavat Nixun kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, sillä yhtiö ei aktivoi kehitysmenoja. Valvomopalveluiden nousu kannattavaksi edellyttää lisäksi tietyn kriittisen asiakasmassan saavuttamista. Yhtiö on käsityksemme mukaan edennyt tähän mennessä hyvin onnistuneesti valvomopalveluiden ylösajossa.

## Strategian kehityshanke 3: paras kyberturvatiimi

Laaja-alainen kyberuhkaosaaminen, osaava tiimi ja sen jatkuva kehittäminen ovat Nixun liiketoiminnassa tärkeää, sillä kyberuhkilta suojautumisessa kokonaisuuksien hallinta on asiakkaan kannalta kriittisessä asemassa. Vertailukuvana alalla monille asiakkaille tyypillistä on käyttäytyminen, jossa rakennetaan etuoveksi paksu panssariovi, mutta unohdetaan samalla lukita ikkunat. Yhteen kyberturvateknologiaan erikoistuneet toimijat (panssariovien toimittajat) eivät siis välttämättä pysty toimittamaan asiakkaan kyberturvan kokonaisuuden kannalta riittävää suojaustasoa. Siten markkinalla pitäisi olla luontainen tarve Nixun kaltaiselle teknologiariippumattomalle kokonaisratkaisujen toimittajalle, joka ymmärtää kokonaisuuden ja pystyy yhdistämään asiakkaan tarvitsemaan suojaustasoon tarvittavat teknologiat. Viimeisimpänä laajenuksena Nixu on hankkinut myös tietosuojan juridiikkaan liittyvää osaamista tiiminsä. Yhtiön strategian onnistumisen kannalta on kriittistä saada ylläpidettyä tätä imagoa ja rekrytoitua alan parhaita osaajia.

# Strategia ja kilpailuedut 3/3

## Kilpailuedut

### Markkina-asema tuo etumatkaa

Nixun strategiaa tukevat kilpailuedut ovat näkemyksemme mukaan yhtiön vahva brändi ja asiakkuudet Suomessa, fokuoituminen kyberturvallisuuspalveluihin, pienen erikoistuneen toimijan ketteryys, laaja palveluvalikoima ja skaalaeduct pienempiin toimijoihin verrattuna sekä yhtiön omat tuotteet (tuotteistetut menetelmät ja konseptit). Korostamme erityisesti yhtiön uniikkia asemaa Suomen markkinalla ainoana merkittävänä kyberturvaan erikoistuneena IT-talona, sillä konsolidaation aallot ovat viimeisen vuoden aikana huuhtoneet lähimmät Nixun kaltaiset toimijat pois.

### Brändin merkitys sektorilla tärkeä

Kyberturvamarkkina on vielä hyvin varhaisessa vaiheessa ja keskimäärin organisaatioiden päättäjät eivät välttämättä tiedä minkä toimijan puoleen kääntyä kyberturvaan liittyvissä kysymyksissä. Asiakkaila ei välttämättä ole ymmärrystä miten ja keneltä kyberturvaa pitäisi ostaa, minkä takia myyntiosaaminen ja maine korostuvat. Vahvan brändin luominen kilpailuetuna tulee korostumaan kyberturva-asioiden noustessa yhä voimakkaammin pinnalle. Näkemyksemme mukaan brändin tuoma hinnoitteluvoima on kyberturvapalveluissa oleellisesti korkeampi kuin perinteisesti IT-palveluissa. Lisäksi toimialalla asiakassuhteet ovat perinteisiä projektityyppisiä IT-palveluita sementoidumpia luottamussiteistä johtuen.

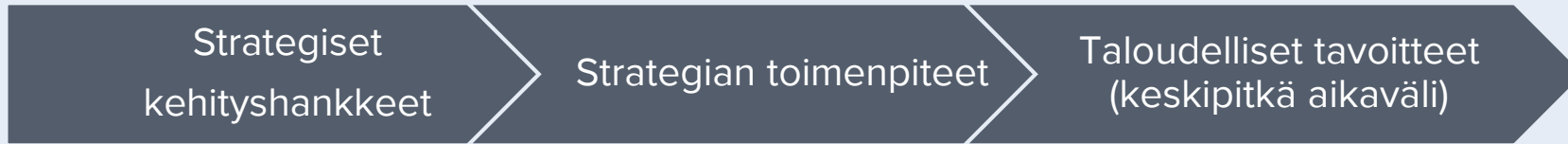
### ”as a Service” –toimitusmallit sitovat asiakkaita

Nixu on edennyt strategiassaan hyvin kohti kyberturvan tarjoamista ulkoistettuna jatkuvana palveluna ja yhtiön valvomoliiketoiminta etenee vakaasti. Jatkuvat toimitusmallit sitovat asiakasta yhtiöön voimakkaammin, kun Nixu integroituu tiiviisti asiakkaan IT-ympäristöön.

### Laaja-alainen teknologioiden tuntemus korostuu

Kyberturvaa ei pystytä ratkaisemaan ainoastaan ostanalla isolla rahalla paljon kyberturvateknologioita. Asiakkaiden IT-ympäristöjen ja toisaalta kyberuhkien kompleksisuuden takia riittävän suojaustason saavuttaminen edellyttää kokonaisvaltaista teknologia- ja palveluosaamista. Pienten toimittajien sekä tietoturvatuotteiden jälleenmyyntiin keskittyneiden toimijoiden on tällöin vaikea pysyä kilpailukykyisinä.

# Nixun strategian yhteenveto



Kansainvälistyminen

Skaalautuvat palvelut

Kyberuhkaosaaminen

- Pienehköt yritysostot ja greenfield - laajentuminen Pohjois-Euroopan alueella
- Kyberturvan myynti jatkuvana palveluna
- Investoinnit omaan teknologia-alustaan
- Panostukset työnantajakuvaan, rekrytointiin ja kyberuhkien laaja-alaiseen tuntemukseen
- **Liikevaihdon keskimääräinen kasvu >15 %**
- **Käyttökate-% >10 %**

- Vahva markkina-asema Suomessa tarjoaa hyvän perustan kasvulle
- Kansainvälistyminen aloitettu Ruotsissa ja Hollannissa
- Uudet jatkuvat CDC-palvelut ylösajossa

- Yritysostojen "sweet spot" pienten tiimien täsmäostoissa, suuremmissa kohteissa arvostustasot Nixun ulottumattomissa
- Tavoitteena luoda Pohjois-Eurooppaan merkittävä kyberturvaan erikoistunut palveluyhtiö
- Liiketoimintamalli ja markkina siirtyvät kohti "as a service" -toimitusmalleja
- Kyky hallita kokonaisuuksia korostuu kilpailuetuna

- Yhtiön pitäisi ylittää 10-15 % kasvuun nykymarkkinassa ilman yritysostojakin
- Kasvu nykyisten asiakkaiden sisällä
- Kasvupanostukset rasittavat edelleen kannattavuutta lähivuodet
- Strategian onnistuessa yhtiöllä olisi ennustettava ja osittain skaalautuva liiketoimintamalli

# Taloudellinen tilanne

## Historiallinen kehitys

### Murros kohti kyberturvapalveluyhtiötä

Nixu on käynyt läpi murroksen kohti kyberturvapalveluliiketoimintaa välillä 2006-2012. Yhtiö irtautui tällä välillä kyberturvapalveluiden ulkopuolelle kuuluvista liiketoiminnoista, mikä osaltaan vaikuttaa historiallisiin lukuihin. Samalla yhtiö sai myös osansa Nokian kriisiytymisestä 2010-luvun alussa. Vaikka Nixun kasvu näyttää pitkässä tarkastelussa vaatimattomalta, on kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden osalta kasvu ollut vahvaa läpi historian vuotta 2013 lukuun ottamatta. Nixun kyberturvallisuuspalvelut kasvoivat keskimäärin 27 % vuosittain vuosina 2006-2013 ja Panorama Partnersin keskimäärin 29 %.

Nixu teki vahvan tuloksen vuonna 2011, mutta tämän jälkeen pääasiassa ydinliiketoimintojen ulkopuolelle kuuluvien liiketoimintojen kehitys on painanut yhtiön taloudellista kehitystä. Vuonna 2011 Nixu-konsernin liikevaihto oli 13,4 miljoonaa euroa ja kasvoi 25 %. Yhtiön käyttökate oli hyvällä 13,7 % tasolla. Vuonna 2012 yhtiön liikevaihdon kasvu kuitenkin pysähtyi ja vuonna 2013 liikevaihto laski 11 %. Samalla yhtiön käyttökate putosi välttävälle tasolle (2012: 6,6 %, 2013: 4,6 %). Taustalla oli etenkin ei-kyberturvallisuuteen liittyvien liiketoimintojen lopettamiset sekä Nokian MeeGo-projektin alasajo. Kannattavuutta 2013 painoi myös konsernista ennen listautumista eriytetyn Nixu Softwaren tappiollisuus.

Vuonna 2014 yhtiö teki Panorama Partners-

yritysoston ja vuoden lopussa yhtiö listautui First North -markkinapaikalle kiihdyttäkseen kasvuaan. Koko vuoden numerot olivat vahvat. Vuonna 2014 Nixun pro-forma liikevaihto (sisältäen Panorama Partnersin ja ilman Nixu Softwarea) kasvoi 12,5 % ja oli 17 MEUR ja käyttökate oli 13,3 % ja 2,3 MEUR.

Ensimmäinen pörssivuosi ei ollut kivuton, mikä hieman heikensi markkinan luottamusta yhtiöön alkuvaiheessa. Vuonna 2015 yhtiön pro-forma kasvu oli vain 6 % ja käyttökate-% 11,5 %. Kasvu jäi selvästi odotuksista, mikä johtui lähinnä muutaman yksittäisen Suomesta vetäytyneen suuren asiakkuuden päättymisestä.

Vuonna 2016 Nixu onnistui palaamaan vahvalle kasvu-uralle, mikä palautti markkinan luottamuksen yhtiöön. Liikevaihdon kasvu nousi 20 %:iin, mistä valtaosa oli orgaanista. Yhtiö otti onnistuneita askelia strategiassaan kansainvälistymisessä kahdella pienellä yrityskaupalla Ruotsissa sekä valvomopalveluiden ylösajossa. Tuloksen osalta vuosi oli kuitenkin pettymys, sillä yhtiön kiihdytetyt kasvupanostukset painoivat kannattavuutta. Käyttökate-% oli vain 3,6 % ja nettotulos painui nolliille. Yhtiön ripeästä kasvunopeudesta ja strategian toimeenpanosta johtuen markkinoilla kuitenkin katsottiin sormien lävitse heikkoa tuloskehitystä ja osakekurssi ei ottanut kolhuja heikosta tuloksesta tai nollaosingosta huolimatta.

### Kasvupanostukset ovat syöneet kannattavuutta

Nixun hinnoittelussa, laskutusasteissa tai

kustannusrakenteessa ei ole käsityksemme mukaan tapahtunut mitään rakenteellisia kannattavuutta heikentäviä asioita, vaan heikko kannattavuus johtuu kasvuinvestoinneista. Yhtiöllä on esimerkiksi jatkuvasti asiantuntijoita tekemässä teknologiapohjaisten palveluiden kehitystyötä, mikä on pois laskutettavasta asiakastyöstä. Yhtiö ei aktivoi kehitystyötä taseeseen, joten se heijastuu suoraan tulokseen. Kansainvälistymisen osalta Hollannin toiminnot ovat vielä tappiollisia. Ruotsissa yhtiön kannattavuus on käsityksemme mukaan konsernia heikompi ja Ruotsissa yhtiö panostaa ensisijaisesti kasvuun.

## Rahoitusasema

### Tase

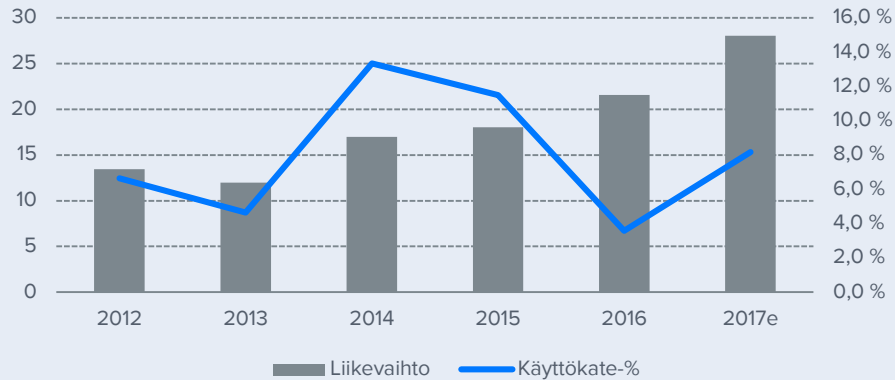
Nixun nettovelkaantumisasaste oli vuoden 2016 lopussa nollassa ja omavaraisuusaste 51 %. Yhtiöllä oli vuoden lopussa kassaa 2,7 MEUR. Tase ei anna yhtiölle olennaista liikkumavaraa suurempiin yrityskauppoihin. Pientä velkavipua ja omaa osaketta käyttämällä yhtiö pystyy kuitenkin edelleen tekemään Europointin ja Safesiden kaltaisia pienehköjä muutaman miljoonan liikevaihtoluokassa olevia yritysostoja.

Nixulla on taseessaan aineettomissa hyödykkeissä liikearvoa noin 6 MEUR, mitä yhtiö poistaa FAS-kirjanpidon mukaisesti. Tämä heikentää yhtiön raportoituja lukuja, minkä takia IFRS-yhtiöihin nähden vertailukelpoisuuden takia yhtiössä kannattaa seurata oikaistuja lukuja. Liikearvopoistot ovat nykyisellä poisto-ohjelmalla noin 0,6 MEUR vuositasolla.

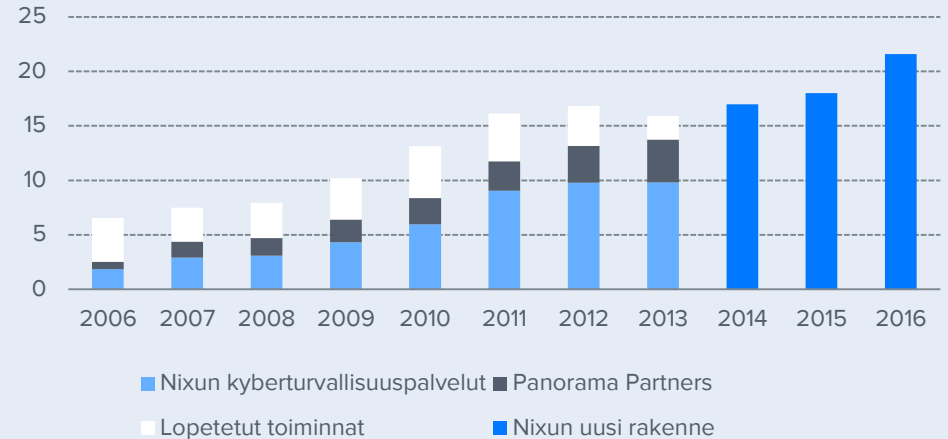


# Taloudellinen tilanne

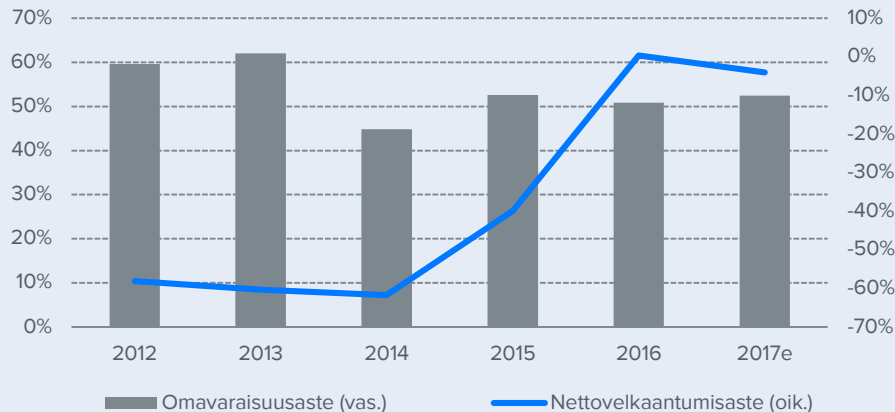
## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Kasvu kyberturvapalveluissa



## Taseen avainlukujen kehitys



Avainluvut	2012	2013	2014	2015	2016
Liikevaihdon kasvu-%	0 %	-11 %	41 %	6 %	19,8 %
Käyttökate-%	7 %	5 %	13 %	11 %	3,6 %
Liikevoitto-%	6 %	4 %	8 %	7 %	0,5 %
ROE-%	20 %	9 %	16 %	9 %	-2,9 %
ROI-%	26 %	13 %	19 %	10 %	1,0 %
Omavaraisuusaste	60 %	62 %	45 %	53 %	50,9 %
Nettovelkaantumisaste	-58 %	-60 %	-62 %	-40 %	0,3 %

# Ennusteet ja arvostus 1/4

## Tulosennusteet

### Lyhyen aikavälin ennuste

Lyhyellä aikavälillä Nixu priorisoi kasvua kannattavuuden edelle, sillä kyberturvapalveluiden markkinaa jaetaan nyt. Yhtiö on tulosohjeistuksessaan kertonut ainoastaan vuoden 2017 kasvun kiihtyvän vuodesta 2016, jolloin kasvu oli 20 %. Kannattavuutta yhtiö ei ohjeista.

Odotamme Nixulta 30 %:n liikevaihdon kasvua 28 MEUR:oon tänä vuonna. Kasvusta puolet on orgaanista ja puolet (~4 MEUR) viime vuonna tehtyihin yrityskauppihin perustuvaa. EU:n uusi tietosuojasetus on odotetusti piristänyt markkinoita. Kannattavuuden osalta yhtiön pitäisi kasvuinvestointien jatkumisesta huolimatta pystyä parantamaan kannattavuuttaan. Tähän vaikuttaa erityisesti CDC-valvomopalveluiden nousu konsultointiliiketoiminnan kannattavuuden tasolle. Lisäksi Hollannin tappioiden pienentymisen pitäisi tukea kannattavuutta. Odotamme käyttökate-%:n nousevan 8,2 %:iin edellisvuoden 3,6 %:sta. Käsityksemme mukaan yhtiö ei tämän vuoden aikana suunnittele uusien toimintamaiden avaamista, vaan keskittyy Ruotsin yrityskauppojen sulatteluun ja Hollannin toimintojen kasvuun.

Tuloksen osalta vuoden 2017 voidaan odottaa olevan edellisvuotta parempi, vaikka fokus on yhä kasvussa. Yhtiö ei kuitenkaan käsityksemme mukaan epäroi uhrata tulostaan kasvuinvestointeihin, jos houkuttelevia mahdollisuuksia avautuu. Yhtiö ei ole antanut

tarkempaa ohjeistusta tulokselleen todennäköisesti sen takia, ettei näihin kasvumahdollisuuksiin tarttuminen johtaisi tarpeettomaan tulosvaroitukseen.

### Pitkän aikavälin ennuste

Nixun ”keskipitkän aikavälin” tavoite on yli 10 % käyttökate-% ja yli 15 %:n kasvu. Yhtiön kannattavuus ei tule arviomme mukaan nousemaan täyteen potentiaaliin vielä seuraavan 2-3 vuoden aikana, sillä yhtiön on otettava kyberturvamarkkinan kasvumahdollisuus nyt haltuun ja tämä vaatii etupainotteisia kuluja kasvattavia investointeja. Lisäksi näemme riskin hintapaineiden lisääntymiselle perinteisissä tuntityönä myytävissä neuvonantopalveluissa yhä useampien IT-yritysten pyrkiessä panostamaan kyberturvamarkkinalle. Nixun pitäisi tästä huolimatta yltää kohtalaiseen kannattavuustasoon, sillä kyberturvan vahvan kysynnän ja liiketoiminnan korkean asiantuntijatasoon pitäisi mahdollistaa preemiohinnoittelu perinteisiin IT-palveluyhtiöihin nähden, jotka yltyvät keskimäärin hieman alle 10 %:n käyttökatetasoille (listatut verrokkit).

Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvavan 2017-2019 aikana noin 15 %:n vauhtia orgaanisesti. Tämä on selvästi muutaman prosentin vauhtia kasvavaa yleistä IT-markkinaa nopeampi kasvu. IT-markkina jakautuu kahtia hiipuviin perinteisiin palveluihin ja kasvaviin alueisiin. Monet modernit ohjelmistokehittäjät yltyvät tällä hetkellä erittäin voimakkaaseen orgaaniseen kasvuun johtuen digipalveluiden kehitysboomista. Tämä trendi

toimii mielestämme ennakoivana indikaattorina myös kyberturvan voimistuvalle kysynnälle lähivuosina. Uusia digitalisaation mahdollistamia palveluita suunnitellaan ja kehitetään nyt kovalla vauhdilla, mikä näkyy esimerkiksi designin vahvana nousuna IT-markkinassa. Kyberturva luonnollisesti tulee kuvioon pienenä osana jo kehitysvaiheessa, mutta kyberturva ei ole se, mistä digitalisaatioinvestoinnit lähtevät liikkeelle. Nixulle erittäin suotuisa kysyntänäköymä on mielestämme melko turvattu usealle vuodelle.

Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvun skaalautuvan vähitellen kannattavuuteen vuosina 2018-2020, mutta yhtiö ei tule saavuttamaan täyttä tulospotentiaaliaan kasvuinvestoinneista johtuen. EBITDA-% nousee ennusteessamme 14 %:n tasolle vuonna 2020. Mikäli yhtiö näkee uusia investointimahdollisuuksia, saattaa se kuitenkin hyvin todennäköisesti myös uhrata lähivuosien kannattavuutta kasvumahdollisuuksien hyödyntämiseen. On hyvä huomata, että vielä vuonna 2014 ennen kasvuinvestointien kiihdyttämistä Nixu ylsi 13 % EBITDA-%:iin.

Mikäli Nixu onnistuu strategiassaan skaalautuvien palvelumallien ylösajossa, on yhtiöllä arviomme mukaan edellytykset 15-20 % käyttökatetasoon, mikä vastaisi ”laadukkaan IT-palveluyhtiön” kannattavuustasoa. Nixun kyberturvaan erikoistuneet eurooppalaiset verrokkit NCC Group ja SecureLink yltyvät yli 15 % käyttökate-%:n tasolle jo nyt, vaikka ne kasvavat voimakkaasti.

# Ennusteet ja arvostus 2/4

## Arvostus

### Arvostusta ohjaavat tekijät

Heikosta tuloskehityksestä huolimatta Nixon osake on noussut voimakkaasti viimeisen vuoden aikana (yli 40 %). Taustalla on ollut yhtiön paluu selkeälle kasvu-uralle Q2'16:sta alkaen. Lisäksi suhteelliset arvostustasot pörssissä ovat nousseet ja alkuvuonna 2017 ne nousivat erityisesti IT-palvelusektorin yhtiöissä. Käytännössä Nixulle on alettu hyväksymään selvästi aiempaa korkeampaa suhteellista arvostustasoa, mitä pidämme perusteltuna.

Nixu toimii pääasiassa asiantuntija-liiketoiminnassa, jonka skaalautuvuus on rajallista. Samaan aikaan yhtiön strateginen liiketoimintamallin siirtymä kohti omiin teknologioihin pohjautuvia skaalautuvampia palvelumalleja on vasta alkuvaiheessa. Yhtiön arvostusta ei voida siten verrata suoraan kyberturvan tuotetaloihin eikä toisaalta myöskään puhtaisiin konsulttiliiketoimintoihin tai IT-perinteisiin palvelutaloihin.

Näkemyksemme mukaan Nixon korkeampaa arvostusta suhteessa perinteisiin IT-palvelutaloihin tai nyt kovassa nosteessa oleviin moderneihin ohjelmistokehittäjiin nähden tukevat seuraavat tekijät:

- Nixon liiketoimintamallissa on jatkuvuutta, skaalautuvuutta ja vahvempi pito asiakkuuteen.
- Nixua tukee vahva trendi kyberturvan ulkoistukseen, eikä yhtiön markkinoilla ole uhkaa kehityksen kääntymisestä toiseen suuntaan. IT-konsulteilla menee tällä hetkellä

hyvin, mutta pelkässä ohjelmistokehityksen resurssimyynnissä asiakkaiden on helppoa siirtää resursseja sisäiseen käyttöön. Asiakkaiden resurssivuokraajan roolissa olevat toimijat jäävät arvoketjussa heikkoon asemaan etenkin kysynnän hiipuessä.

- Nixu toimii kuumalla markkinalla, jonka kasvuajurit ovat kestäviä myös pitkällä aikavälillä läpi suhdanteiden.
- Yhtiön palvelualue on defensiivisempi kuin perinteisissä IT-palveluissa. Asiakkaiden on helppo jarruttaa IT-investointeja taantumassa, mutta kyberturvasta huolehtiminen on usein jo lain edellyttämä välttämättömyys.
- Yhtiöllä on kotimarkkinalla vahva markkina-asema sekä selkeää brändin tuomaa kilpailuetua ja hinnoitteluvoimaa, minkä tulisi mahdollistaa alan keskimääräistä korkeampi kannattavuus. Onnistuminen skaalautuvissa palvelumalleissa tukisi tätä edelleen.
- Toimialan kiihtynyt konsolidaatiokehitys on tehnyt Nixusta potentiaalisen yritysostokohteen.

Vastaavasti yhtiön arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat arviomme mukaan yhtiön pienestä koosta johtuva korkeampi riskitaso sekä suhteellisen heikko ja rajallinen kannattavuuden track-record viime vuosilta.

### Riskitekijät

Nixussa on houkutteleva kasvupotentiaali, mutta yhtiön omistajat joutuvat kantamaan riskiä nykyisen investointivaiheen onnistumisesta, mikä tulee huomioida osakkeen hinnoittelussa.

Normaalien liiketoimintariskien lisäksi Nixuun liittyvät näkemyksemme mukaan seuraavat riskitekijät:

- Kyberturvamarkkinan kilpailupaine voi lisääntyä yhä useampien toimijoiden pyrkiessä markkinalle. Koska asiakkaiden on vaikea arvioida eroja palveluntarjoajien laadussa, markkinalle saattaa syntyä hintahäiriköitä, jotka tarjoavat kyberuhkaosaamista puutteellisella osaamisella.
- Kansainvälinen kilpailu markkinalla tulee todennäköisesti lisääntymään. Globaaleilla toimijoilla on kilpailuetu Nixuun nähden kilpailtaessa suurimmista kansainvälisistä asiakkaista.
- Uudet innovatiiviset toimijat saattavat disruptoida Nixon palveluiden markkinoita. Näistä esimerkkinä yhdysvaltalainen HackerOne, joka hyödyntää crowdsourcingia haavoittuvuuksien etsintään.
- Nixon kansainvälistyminen ja siihen liittyvät yritysostot voivat epäonnistua. Yhtiöllä on vielä hyvin rajalliset näytöt kansainvälistymisen onnistumisesta ja Hollannin toimintojen ylösajo on ollut haastavaa.
- Yhtiö voi epäonnistua omien teknologiapohjaisten palvelumallien kehityksessä. Nixon uudet jatkuvat, skaalautuvat palvelumallit edellyttävät riittävää asiakasmäärää ollakseen yhtiölle kannattavia.

# Ennusteet ja arvostus 3/4

## Arvostustaso

Tarkastelemme Nixun arvostusta lähivuosien tulosennusteeseemme pohjautuen huomioiden kuitenkin samalla, että yhtiön kannattavuus ei tule saavuttamaan täyttä potentiaaliaan. Lisäksi tuloksesta on arvostusta tarkasteltaessa oikeutettua oikaista liikearvopoistot, joita yhtiö tekee FAS-kirjanpidon mukaisesti. Yhtiön kasvuvaiheesta sekä sektorin yrityskaupoista johtuen myös EV/liikevaihto -kerroin antaa selkeää tukea Nixun arvostukselle.

Vuoden 2017 ennusteellamme (EBITDA-% 8,2 %) osakkeen liikearvopoistoista oikaistu P/E on 28x ja EV/EBITDA 20x. Vuoden 2018 ennusteella (EBITDA 10,3 %) EV/EBITDA on 13x ja liikearvopoistoista oikaistu P/E on 18x. Arvostustaso on tulosperheisesti korkea, mutta tämä johtuu yhtiön tekemistä investoinneista. Arvostusta on katsottava siten nykyisen investointivaiheen ylitse. Vuoden 2019 ennusteella (EBITDA-% 12,9 %) EV/EBITDA ja P/E-luvut painuvat jo 9x ja 12x tasolle.

Nixun tietojen kasvupanostusten takia yhtiön kannattavuus ei siis ole lähelläkään sen potentiaalia (EBITDA 2016: 3,6 %, 2017e: 8,2 %), vaikka yhtiön ydinliiketoiminta on edelleen hyvin kannattavaa. Esimerkiksi vuonna 2014 ennen kasvuinvestointien käynnistämistä yhtiö ylsi vielä yli 13 % EBITDA-% -tasoon. Arvostusta voidaan tarkastella siis myös normalisoidun kannattavuustason näkökulmasta, jonka arvioimme olevan 10-15 % käyttökatetasolla. Tällä kannattavuustasolla (EBITDA 10-15 %) tämän vuoden P/E -luku olisi karkeasti 14-22x tasolla. Yhtiö voisi halutessaan tehdä nyt vahvaa

kannattavuutta, mutta nyt tehtävät kuluja kasvattavat investoinnit turvaavat liiketoimintamallin jatkuvuutta ja skaalautuvuutta pitkällä aikavälillä. Tästä näkökulmasta nykyinen arvostus on siis hyvin perusteltavissa

Liikevaihtokertoimella Nixun tämän ja ensi vuoden EV/Liikevaihto -kertoimet ovat 1,6x ja 1,4x. Pörssissä hinnoitellaan monia IT-konsulttiyhtiöitä tällä hetkellä selkeästi korkeammalla liikevaihtokertoimilla. Kyberturvapalveluiden sektorilla on myös tapahtunut yrityskauppoja selvästi kovemmilla arvostuksilla. Esimerkiksi Nixun läheinen kilpailija nSense myytiin kesällä yrityskaupassa 2,5x liikevaihto-kertoimella. Vastaavasti ”hollannin Nixu” Fox-IT vaihtoi reilu vuosi sitten sitten omistajaa 5,4x kertoimella. Liikevaihtokertoimen näkökulmasta Nixun arvostus on siten myös hyvin perusteltavissa.

## Vertailuryhmä

Olemme valinneet Nixun vertailuryhmään Pohjoismaisia IT-palvelusektorilla toimivia yhtiöitä, jotka ovat kasvuprofiililtaan kuitenkin melko erilaisia yhtiöitä kuin Nixu. Suoraa verrokkia on vaikea löytää, mutta yhtiön lähin verrokki vertailuryhmässä on brittiläinen NCC Group.

Nixun osake on keskeisillä arvostuskertoimilla ensi vuotta katsottaessa noin 30 % vertailuryhmää kalliimpi. Ensi vuoden ennusteessa yhtiö ylittää vertailuryhmän tasoiseen kannattavuuteen. Mielestämme nämä arvostuskertoimet heijastelevat täysin oikeutettua preemiota suhteessa IT-

palvelusektorin yhtiöihin.

Kuten aiemmin todettu, Nixun nykyinen arvostus siis pystytään perustelamaan monestakin näkökulmasta melko helposti. Suhteellisen arvostuksen olennaisen nousupotentiaalin perustelemisen lyhyellä aikavälillä käy kuitenkin vaikeammaksi, vaikka yhtiön pitkän aikavälin kasvutarina on houkutteleva. Arvostus ei siis ole enää erityisen halpa, mutta ei vertailuryhmän ja yhtiön kasvunäkymän valossa ei myöskään kallis.

Nixun läheisin pörssilistattu verrokki on brittiläinen NCC Group, jonka EV/Liikevaihto ja EV/EBITDA -kertoimet ovat 1,5x ja 9x. NCC Groupin arvostustaso tosin on yli puolittunut sen jälkeen, kun yhtiö menetti merkittäviä sopimuksia viime syksynä. Tämä heijastelee toisaalta osakkeen korkeaa riskitasoa, kun markkinan kasvuodotukset on viritetty liian korkealle.

Vuosi sitten pidimme Nixua selvästi alihinnoiteltuna eikä yhtiön arvostus heijastellut kybermarkkinan kasvunäkymiä, mutta nykykurssilla mielestämme kasvuodotukset alkavat olla järkevässä tasapainossa suhteessa riskitasoon. Mikäli Nixu kaupattaisiin nyt teolliselle ostajalle, olisi osakkeesta varmasti saatavissa selvästi nykykurssia korkeampi hinta, mutta osakkeen sijoituspäätöstä ei kannata rakentaa ainoastaan yritysostokortin varaan.

# Ennusteet ja arvostus 4/4

## DCF-analyysi

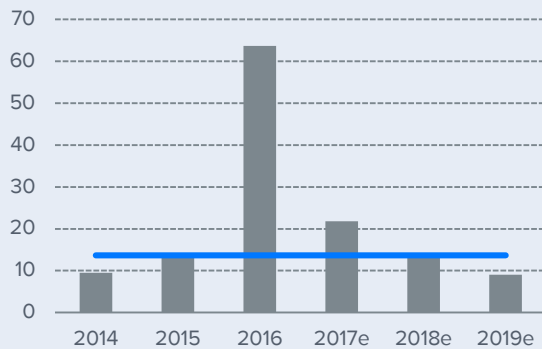
DCF-mallimme arvo Nixun osakkeelle on 7,2 euroa. Malli olettaa yhtiön kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 10 %:n vauhtia sekä saavuttavan noin 11-12 %:n liikevoiton. Rahavirrat ovat melko vakaita johtuen kevyestä investointitarpeesta. Ikuisuusoletukseen tultaessa kannattavuusoletus laskee, jotta sen painoarvo ei nouse liian korkeaksi. Ikuisuusoletuksen painoarvo mallissa on hieman yli puolet. Käytetty tuottovaatimus (WACC) on 8,2 %, oman pääoman tuottovaatimus 9,3 % ja kasvun ikuisuusoletus 2,0 %. Korostamme DCF-mallin olevan herkkä keskeisille oletuksille.

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	4,21	4,91	6,05	7,20	7,20	7,20
Markkina-arvo	26	30	39	46	46	46
Yritysarvo (EV)	21	27	39	45	44	43
P/E (oik.)	15,2	20,6	151,0	27,6	18,1	12,2
P/E	28,2	43,7	neg.	44,9	24,0	14,5
P/Kassavirta	-41,3	-29,3	-10,1	104,4	25,6	16,0
P/B	3,3	3,8	4,6	4,8	4,3	3,5
P/S	1,5	1,7	1,8	1,6	1,4	1,2
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	1,6	1,4	1,1
EV/EBITDA	9,3	13,0	49,9	19,9	13,2	8,8
EV/EBIT (oik.)	9,5	13,6	63,7	21,8	13,9	9,0
Osinko/tulos (%)	53,6 %	80,1 %	0,0 %	62,3 %	50,0 %	44,3 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,8 %	0,0 %	1,4 %	2,1 %	3,1 %

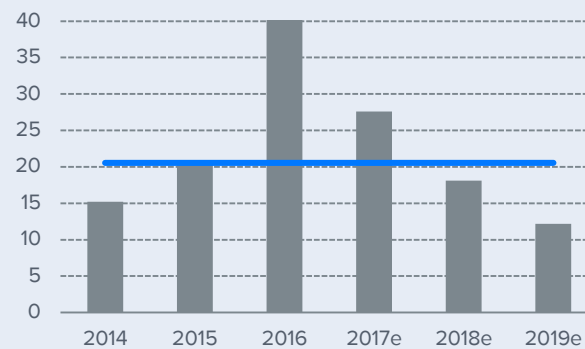
Lähde: Inderes

EV/EBIT



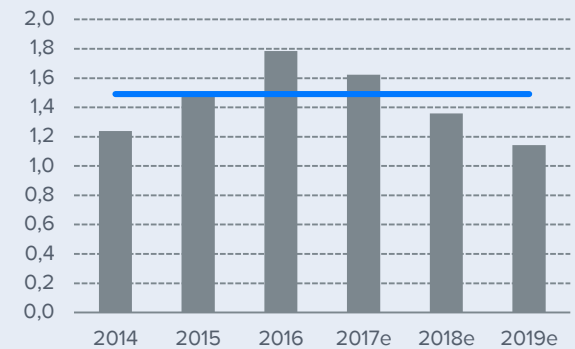
■ EV/EBIT (oik.)    — Mediaani 2014 - 2016

P/E (oikaistu)



■ P/E (oik.)    — Mediaani 2014 - 2016

EV/Liikevaihto



■ EV/Liikevaihto    — Mediaani 2014 - 2016

# Vertailuryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Innofactor	1,34	45	57	13,3	10,7	8,6	7,7	0,8	0,7	11,2	10,8		
Affecto	2,95	66	62	7,8	6,2	7,0	5,6	0,5	0,5	10,5	8,8	6,1	7,1
Bouvet	145,00	166	165	11,8	10,9	10,3	9,5	1,0	1,0	16,9	15,7	4,6	4,8
Digia	62,63	74	12	7,5	0,8	6,1	10,1	0,8	1,7	10,0	7,3	3,2	
Enea	99,75	187	179	14,0	11,9	11,9	10,3	2,6	2,5	16,8	14,4	2,4	2,7
HiQ International	67,50	388	370	15,5	14,2	14,7	13,6	2,0	1,8	21,0	19,5	4,9	5,1
Siili Solutions	9,69	67	64	10,6	8,5	10,0	8,2	1,1	1,0	15,9	13,3	3,6	4,3
Tieto Oyj	26,12	1936	2051	13,3	12,5	10,0	9,6	1,3	1,3	15,8	15,1	5,2	5,5
KnowIT	121,25	241	254	10,3	8,9	9,5	8,4	0,9	0,9	14,4	12,7	3,3	3,3
NCC Group	113,50	362	420	12,0	10,1	9,2	8,0	1,5	1,4	15,5	13,2	0,0	0,0
Vincit	7,40	81	86	14,9	13,4	10,7	9,9	2,2	1,9	19,1	17,1	2,2	2,8
<b>Nixu (Inderes)</b>	<b>7,20</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>21,8</b>	<b>13,9</b>	<b>19,9</b>	<b>13,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>27,6</b>	<b>18,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>11,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,3</b>	<b>9,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>17,6</b>	<b>13,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,9</b>	<b>10,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>15,9</b>	<b>13,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>84 %</b>	<b>29 %</b>	<b>98 %</b>	<b>48 %</b>	<b>33 %</b>	<b>19 %</b>	<b>74 %</b>	<b>31 %</b>	<b>-60 %</b>	<b>-47 %</b>

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Nixun liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Tulosennusteet

Tuloslaskelma (MEUR)	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1e	2017H2e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>13,4</b>	<b>13,5</b>	<b>12,0</b>	<b>17,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>18,0</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>21,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,6</b>	<b>28,0</b>	<b>32,6</b>	<b>37,2</b>
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	-9,4	-9,2	-18,6	-	-
Liiketoiminnan muut kulut	-2,4	-2,7	-2,5	-2,8	-1,7	-1,8	-3,6	-2,3	-2,6	-4,9	-2,7	-3,0	-5,7	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>
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	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>
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	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>
Tuloverot	-0,6	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9
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
<b>Nettotulos</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>
Liikearvopoistot	0,00	0,00	0,00	-0,78	-0,39	-0,39	-0,77	-0,17	-0,32	-0,49	-0,32	-0,32	-0,64	-0,62	-0,61
EBIT (oikaistu)	1,76	0,84	0,47	2,20	0,78	1,18	1,97	0,00	0,61	0,61	0,47	1,62	2,09	3,20	4,70
EPS (oikaistu)				0,28	0,09	0,15	0,24	-0,01	0,05	0,04	0,06	0,20	0,26	0,40	0,59
<b>Avainluvut</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014*</b>	<b>2015H1</b>	<b>2015H2</b>	<b>2015</b>	<b>2016H1</b>	<b>2016H2</b>	<b>2016</b>	<b>2017H1e</b>	<b>2017H2e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu y-o-y-%</b>	<b>24,7 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>-10,9 %</b>	<b>41,5 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>24,8 %</b>	<b>19,8 %</b>	<b>31,8 %</b>	<b>28,1 %</b>	<b>29,8 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>14,0 %</b>
<i>Materiaalit ja palvelut-%</i>	<i>-8 %</i>	<i>-9 %</i>	<i>-6 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-6 %</i>	<i>-7 %</i>	<i>-7 %</i>	<i>-6 %</i>	<i>-7 %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<b>EBITDA-%</b>	<b>14 %</b>	<b>7 %</b>	<b>5 %</b>	<b>13 %</b>	<b>9 %</b>	<b>14 %</b>	<b>11,5 %</b>	<b>1 %</b>	<b>6 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4 %</b>	<b>12 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>12,9 %</b>
<b>EBIT-%</b>	<b>13 %</b>	<b>6 %</b>	<b>4 %</b>	<b>8 %</b>	<b>4 %</b>	<b>9 %</b>	<b>7 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>3 %</b>	<b>1 %</b>	<b>1 %</b>	<b>9 %</b>	<b>5,2 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>11,0 %</b>
<b>EBIT-% oikaistu</b>	<b>13 %</b>	<b>6 %</b>	<b>4 %</b>	<b>13 %</b>	<b>9 %</b>	<b>13 %</b>	<b>11 %</b>	<b>0 %</b>	<b>5 %</b>	<b>3 %</b>	<b>4 %</b>	<b>11 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>12,6 %</b>
Henkilöstökulut -%	-61 %	-65 %	-70 %	-64 %	-64 %	-61 %	-62 %	-72 %	-67 %	-69 %	-70 %	-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 %	-20 %	-20 %	-20 %		
Henkilöstö kaud. lopussa / keskim.	106	123	118	144	159	159	159	178	222	200	235	255	245		
Henkilöstökulut per henkilö TEUR	-76,5	-71,1	-71,0	-75,6	-35,8	-34,9	-70,7	-41,4	-34,4	-75,1	-40,0	-36,0	-75,8		

\*Pro-forma luvut

# Tuloslaskelma ja tase

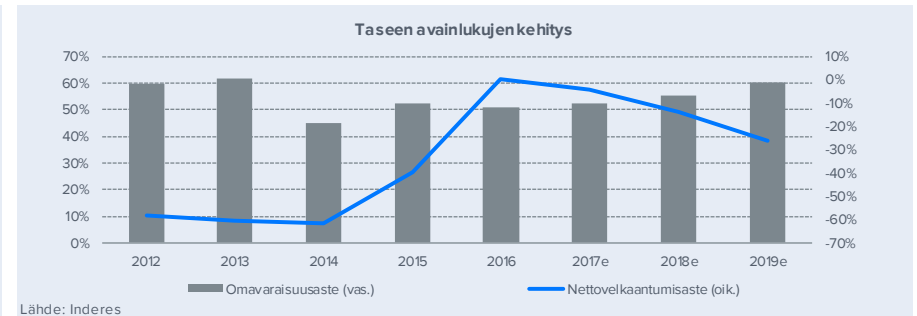
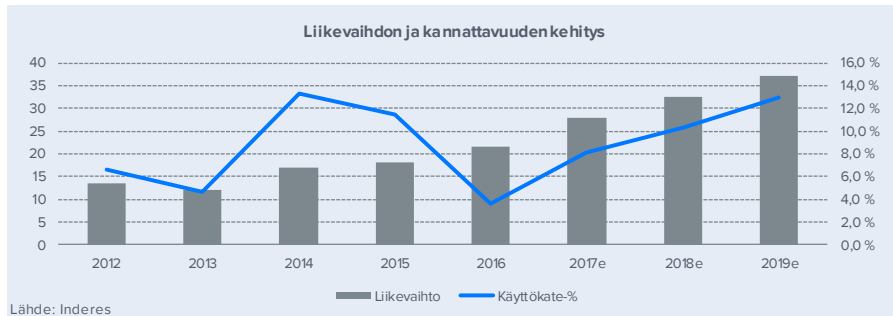
## Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>37</b>
Kulut	-15	-16	-21	-26	-29	-32
<b>EBITDA</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>
Poistot	-0,8	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	2,2	2,0	0,6	2,1	3,2	4,7
Rahoituserät	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Osuus osakkuusyrityiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	1,7	1,5	0,2	1,7	2,5	3,8
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiilikauden tulos</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>	0,15	0,11	-0,04	0,16	0,30	0,50
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>0,28</b>	<b>0,24</b>	<b>0,04</b>	<b>0,26</b>	<b>0,40</b>	<b>0,59</b>

## Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	4	3	6	6	5
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	5	5	7	9	11
Likvidit varat	9	7	3	3	3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>11</b>
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	7	7
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	3	3	2	2	1
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	1	1	1
Lyhytaikaiset korottomat velat	6	4	5	6	7
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>



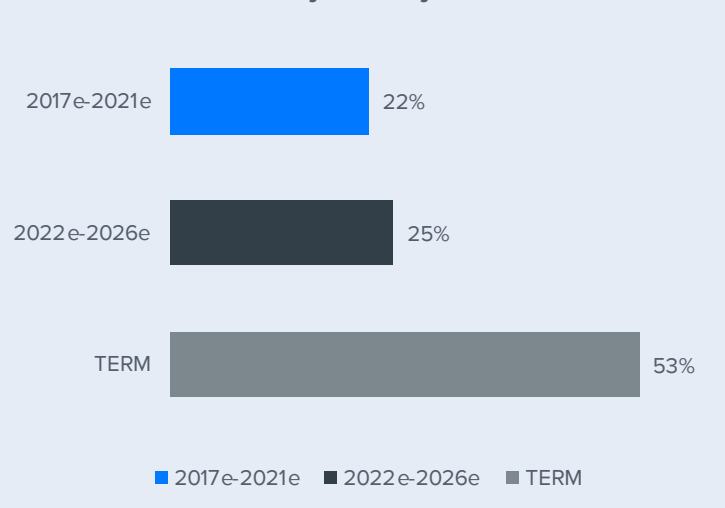
# DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	
- Maksetut verot	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-0,8	-0,8	
- 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 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	-1,3	-0,8	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-4,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,8	-0,3	-0,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	
+/- 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	0,4	1,8	2,9	4,1	4,3	4,5	4,6	5,3	3,1	3,2	52,4
Diskontattu vapaa kassavirta		0,4	1,6	2,3	3,0	2,9	2,9	2,7	2,9	1,6	1,5	24,1
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>45,9</b>	<b>45,4</b>	<b>43,9</b>	<b>41,6</b>	<b>38,6</b>	<b>35,6</b>	<b>32,8</b>	<b>30,1</b>	<b>27,2</b>	<b>25,6</b>	<b>24,1</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>45,9</b>										
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		2,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>45,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,19</b>										

## 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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Risikön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

## Rahavirran jakauma jaksottain



# Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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 sijoitus 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.

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää, osta. Inderesin sijoitus suosituksia 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 arvon 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 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 sijoitavassa 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/>

## 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 €

# Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää lähes 90 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)