

Nixu

Yhtiöpäivitys

1/3/2019

- Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja 9,5 euron tavoitehinnan odotusten mukaisen H2-raportin jälkeen.
- Yhtiön strategiset hankkeet jatkuvien ja skaalautuvien palvelumallien osalta etenevät oikeaan suuntaan.
- Pidimme ennustemme käytännössä ennallaan H2-raportin jälkeen.
- Osakkeen arvostus (2019e EV/S 1,2x) näyttää kohtuulliselta suhteessa yhtiön ja kyberturvamarkkinan kasvunäkymiin.

Kasvutarina etenee ja arvostus on kohtuullinen

Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja 9,5 euron tavoitehinnan odotusten mukaisen H2-raportin jälkeen. Tuloksellisesti heikko vuosi 2018 meni Nixulta useiden kansainvälisten yrityskauppojen sulatteluun, mutta H2-raportin perusteella Nixu on palaamassa normaaliille uralle kasvutarinassaan myös kannattavuuden osalta. Yhtiön strategiset hankkeet jatkuvien ja skaalautuvien palvelumallien osalta etenevät oikeaan suuntaan, mikä on yhtiön kasvutarinan kannalta keskeistä. Nixun osakkeen arvostus (2019e EV/S 1,2x) näyttää kohtuulliselta suhteessa yhtiön ja kyberturvamarkkinan kasvunäkymiin.

Vuoden 2018 kannattavuus oli heikko, mutta parani loppuvuotta kohti

Nixun H2-liikevaihto kasvoi ennakkotietojen mukaisesti 17 % 20,7 MEUR:oon. Kasvu oli täysin orgaanista. Yhtiön panostukset kasvuun ja kansainvälistymiseen rasittivat edelleen kannattavuutta, mutta käyttökate parani heikosta H1:stä ja oli odotustemme mukaisesti 0,4 MEUR positiivinen (H2'17 0,4 MEUR). Nixu toisti odotetusti tammikuussa antamansa ohjeistuksen ja odottaa vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan vahvan orgaanisen kasvun myötä yli 20 % ja käyttökateen paranevan merkittävästi edellisvuodesta. Yhtiö tehosti toimintatapojaan vuoden aikana, mikä näkyi paranevana kannattavuutena etenkin Q4:llä ja yhdessä viime vuonna solmittujen suurten jatkuvien kyberturvan palvelusopimusten ansiosta lähtökohdat kasvulle ja kannattavuusparannukselle ovat tänä vuonna hyvät.

Jatkuvien palveluiden vahva kasvu jatkuu

Nixu on onnistuneesti irrottamassa liiketoimintamalliaan perinteisestä konsulttiliiketoiminnasta investoimalla uusiin teknologiapohjaisiin palveluihin (H2'18: jatkuvat palvelut +39 %, osuus lv:sta 40 %). Nämä uudet palvelumallit tukevat luontaisesti konsulttiliiketoimintaa sekä tuovat yhtiön liiketoimintamalliin jatkuvuutta ja pidemmällä aikavälillä skaalautuvuutta, mikä tekee Nixun sijoitusprofiilista asteittain entistä houkuttelevamman. Kyberturvan valvomopalveluissa (H2-kasvu: 97 %, osuus lv:sta 13 %) markkinakysyntä on vahvaa ja Nixu on saanut hyvin jalansijaa etenkin Suomessa. Uusien palveluiden ylösajo vaatii kuitenkin etupainotteisia investointeja, jotka osaltaan rasittavat kannattavuutta.

Kv-liiketoiminnan kannattavuus edelleen heikolla tasolla

Nixun kansainvälisten toimintojen liikevaihto kasvoi H2:lla vain 6 % ja käyttökate oli -0,7 MEUR tappiolla (EBITDA-% -10 %), mikä rasitti H2-tulosta edelleen selvästi. Ruotsissa H2-liikevaihto (4 MEUR) laski -4 %, kun vuonna 2018 käynnissä ollut operatiivisen toimintamallin muutos ei ole sujunut odotetusti. Hollannissa liikevaihto (1 MEUR) kasvoi 30 %, mutta konsulttien käyttöasteet ovat edelleen liian matalalla tasolla. Kv-toimintojen tappiollisuus osoittaa, että Nixulla on ollut operatiivisia haasteita ulkomaantoimintojen ylösajossa yritysostojen jälkeen. Yhtiö oli kuitenkin luottavainen, että viime vuonna käynnistetyt korjaavat toimenpiteet nostavat kv-toimintojen kannattavuutta selvästi tänä vuonna.

Osakkeen arvostus näyttää kohtuulliselta yhtiön kasvunäkymien valossa

Pidimme ennusteemme käytännössä ennallaan H2-raportin jälkeen. IFRS16-muutos nostaa Nixun käyttökateä noin 0,9 MEUR:lla, mutta yhtiön poistot ja rahoituskulut nousevat vastaavalla summalla. Ennustamme Nixun liikevaihdon kasvavan 21 % ja 17 % vuosina 2019-2020 ja oikaistun liikevoitto-%:n olevan 4 % ja 8 %. Ennusteillamme Nixun vuoden 2019 EV/Liikevaihto-kerroin on 1,2x, mikä on samalla tasolla yhtiön verkkoryhmän kanssa. Aiemmin yhtiön arvostuksessa nähtyä selvää ”kyberturvapreemiota” suhteessa IT-palveluyhtiöihin ei ole tällä hetkellä hinnoiteltuna osakkeeseen. Liikevaihtopohjainen arvostus on myös alle yhtiön historiallisen tason. Lähivuosien tulosohjaiset arvostuskertoimet eivät anna osakkeelle tukea yhtiön nykyisestä kehitysvaiheesta johtuen. Liikevaihdon kasvu erityisesti jatkuvissa palvelumalleissa on mielestämme osakkeen keskeisin arvoajuri lähivuosina.

Analytytikot



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



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



9,50 EUR

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi: 8,48 EUR

Potentiaali: 12,0 %

Ohjeistus

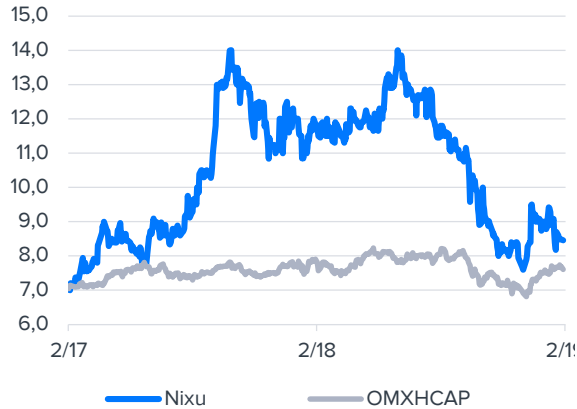
(Ennallaan)

Yhtiö arvioi voimakkaan orgaanisen kasvun johdosta liikevaihdon kasvavan yli 20 % edellisestä tilikaudesta. Koko vuoden käyttökateen arvioidaan paranevan merkittävästi edellisestä tilikaudesta.

Avainluvut

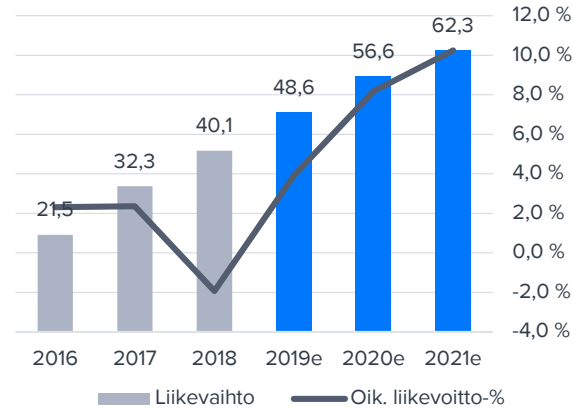
	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	40,1	48,6	56,6	62,3
kasvu-%	24,3 %	21,2 %	16,5 %	10,0 %
EBIT oik.	-0,8	1,9	4,6	6,4
EBIT-% oik.	-1,9 %	3,9 %	8,2 %	10,2 %
Nettotulos	-2,0	1,1	3,2	4,7
EPS (oik.)	-0,18	0,17	0,46	0,67
P/E (oik.)	neg.	49,5	18,4	12,7
P/B	3,3	3,4	2,9	2,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	31,6	12,4	8,5
EV/EBITDA	neg.	19,4	9,9	7,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0	0,9

Osakekurssi



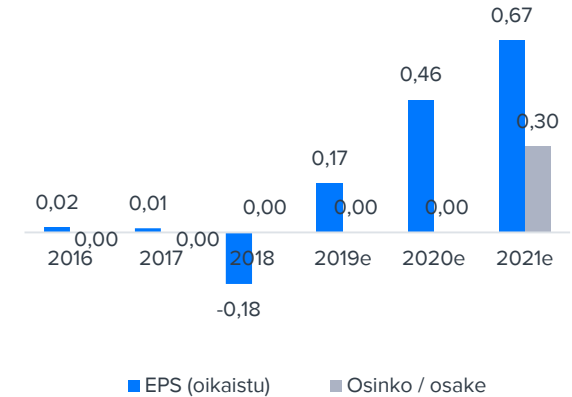
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Uniikki markkina-asema houkuttelevalla markkinalla
- Uudet palvelumallit tuovat asiakaspitoa ja skaalautuvuutta
- Toimialan konsolidaatio ja kasvunäkymä tukee arvostustasoja
- Liikevaihdon kasvu tärkein arvoajuri lähivuosina

Riskitekijät

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

Arvostus

- Premio suhteessa IT-konsulttitaloihin hävinnyt
- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Yhtiö luo jatkuvasti arvoa strategian etenemisen ja vahvan kasvun kautta

MCAP
61
MEUR

EV
60
MEUR

EV/S
1,2x
2019e

EV/S
1,0x
2020e

Odotusten mukainen H2-raportti

H2-liikevaihto oli ennakkotietojen myötä selvillä

Nixun H2-liikevaihto kasvoi ennakkotietojen mukaisesti 17 % 20,7 MEUR:oon. Kasvu oli täysin orgaanista. Yhtiö toisti odotetusti tammikuun ohjeistuslaskun yhteydessä antamansa vuoden 2019 näkymät. Nixu odottaa liikevaihtonsa kasvavan tänä vuonna vahvan orgaanisen kasvun myötä yli 20 % ja käyttökateen paranevan merkittävästi vuodesta 2018.

H2:lla projektit ja toimeksiannot muodostivat noin 57 % liikevaihdosta ja kaikkien jatkuvien palveluiden osuus oli noin 40 % (Hallinnoidut palvelut 13 % ja Jatkuvat palvelut 27 %). Loput noin 3 % tulivat lisenssikaupasta. Yhtiön strategian keskiössä olevien jatkuvien palveluiden voimakkaana jatkunut kasvu (39 %) ja niiden osuuden kasvu 40 %:iin liikevaihdosta (H2'17: 33 %) on positiivista, sillä jatkuvien palveluiden kasvu tuo Nixun liikevaihtoon näkyvyyttä ja skaalautuvuutta pitkällä aikavälillä. Yhtiö solmi viime vuonna useita merkittäviä pitkäaikaisia jatkuvuonteisia sopimuksia, mikä tukee jatkuvien palveluiden kasvunäkymää edelleen tänä vuonna. Projektiliiketoiminta kasvoi H2:lla 7 %, hallinnoidut palvelut (CDC) 97 % ja jatkuvat palvelut 22 %. Kokonaisuuden kannalta hyvin pieneen rooliin jäävä

lisenssimyynti laski 22 % vertailukaudesta, johon ajoittui poikkeuksellisen paljon lisenssikauppaa.

Kannattavuus parani H2:lla

Nixun H2-käyttökate oli 0,4 MEUR (H2'17: 0,4 MEUR) ja täysin linjassa ennusteemme kanssa. Käyttökateita rasittivat H2:lla edelleen yhtiön kasvupanostukset ja kansainvälistyminen. Liiketulos oli -0,4 MEUR, mitä rasitti kertaluonteinen 372 TEUR:n alaskirjaus liittyen Hollannin yhtiön asiakaskantaan menetetyn asiakkaan vuoksi. Nixu toisti edelleen, että palkkojen ja yhtiön hintatason suhde on säilynyt hyvänä, joten vuoden 2018 heikko kannattavuus ei kieli rakenteellisista ongelmista, vaan menee etupainotteisten kasvupanostusten piikkiin. Q4:llä yhtiö näki kannattavuutensa parantuvan jo selvästi, mikä antaa hyvät lähtökohdat tänä vuonna kannattavuusparannukselle.

Kv-liiketoiminnan kannattavuus heikolla tasolla

Nixun kansainvälisten toimintojen liikevaihto kasvoi H2:lla vain 6 % ja käyttökate oli -0,7 MEUR tappiolla (EBITDA-% -10 %), mikä rasitti H2-tulosta edelleen selvästi. Ruotsissa H2-liikevaihto (4 MEUR) laski -4 %, kun vuonna 2018 käynnissä ollut operatiivisen toimintamallin

muutos ei ole sujunut odotetusti. Hollannissa liikevaihto (1 MEUR) kasvoi 30 %, mutta konsulttien käyttöasteet ovat edelleen liian matalalla tasolla. Kv-toimintojen tappiollisuus osoittaa, että Nixulla on ollut operatiivisia haasteita ulkomaantoimintojen ylösajossa yritystojen jälkeen. Yhtiö oli kuitenkin luottavainen, että viime vuonna käynnistetyt korjaavat toimenpiteet nostavat kv-toimintojen kannattavuutta selvästi tänä vuonna. Nixu on viime vuosina laajentunut kansainvälisesti useilla pienillä ja maltillisesti hinnoitelluilla yritysostoilla. Kv-toimintojen tämän hetkinen heikko kannattavuus kuitenkin muistuttaa, että Nixun kansainvälistymisstrategian onnistumiseen liittyy yhä riskejä.

Yritysostoja voi olla tiedossa tulevaisuudessa

Nixu etsii parhaillaan potentiaalisia yritysostokohteita, joilla kiihdyttää kasvuaan ja kansainvälistymistään. Emme yllätyisi, jos kuulisimme tänä vuonna uusista yrityskaupoista. Käsityksemme mukaan listaamattomien kyberturvayhtiöiden valuaatiot ovat kuitenkin nousseet viime vuosina ja hyviä ostokohteita on entistä haastavampi löytää kohtuullisella hinnalla.

Ennustetaulukko	H2'17	H2'18	H2'18e	H2'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	17,7	20,7	20,6				0 %	40,1
Käyttökate	0,4	0,4	0,4				14 %	-0,3
Liikevoitto	0,1	-0,4	-0,4				11 %	-1,5
Tulos ennen veroja	-0,2	-0,6	-0,6				12 %	-1,9
EPS (raportoitu)	-0,05	-0,11	-0,06				86 %	-0,27
Osinko/osake	0,00	0,00	0,00					0,00
Liikevaihdon kasvu-%	55,3 %	16,7 %	16,4 %				0,3 %-yks.	24,3 %
Käyttökate-%	2,5 %	2,0 %	1,7 %				0,2 %-yks.	-0,6 %

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan H2-tulohaastattelu:



Ennustemuutokset

IFRS16 parantaa Nixun käyttökate

H2-raportin jälkeen tekemämme ennustemuutokset liittyvät käytännössä kokonaan IFRS16-standardiin. Nixun mukaan yhtiön vuoden 2019 käyttökate paranee noin 0,9 MEUR:lla standardin käyttöönoton myötä.

Vastaavasti yhtiön poistot ja rahoituskulut nousevat vastaavalla summalla. Yhtiö ei eritellyt vielä tarkemmin kulujen allokoitumista poistoihin ja rahoituskuluihin, mutta olemme pääosin huomioineet muutokset poistoissa.

Enustamme Nixun liikevaihdon kasvavan 21 % ja 17 % vuosina 2019-2020 ja oikaistun liikevoitto-%:n olevan 4 % ja 8 %.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	40,1	40,1	0 %	48,5	48,6	0 %	56,7	56,6	0 %
Käyttökate	-0,3	-0,3	-17 %	2,2	3,1	41 %	5,0	5,8	17 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,7	-0,8	4 %	1,9	1,9	-1 %	4,8	4,6	-3 %
Liikevoitto	-1,4	-1,5	3 %	1,8	1,8	-1 %	4,6	4,5	-3 %
Tulos ennen veroja	-1,9	-1,9	4 %	1,5	1,4	-10 %	4,4	4,1	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,13	-0,18	40 %	0,18	0,17	-6 %	0,49	0,46	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,20	0,00	-100 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso näyttää kohtuulliselta suhteessa yhtiön ja kyberturvamarkkinan kasvunäkymiin

Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden EV/Liikevaihto -kertoimet ovat 1,2x ja 1,0x. Vuoden 2019 kerroin on verrokkiryhmän tasolla ja vuoden 2020 kerroin on jo 11 % alle verrokkien tason. Aiemmin yhtiön arvostuksessa nähty selvä ”kyberturvapreemio” suhteessa IT-palveluyhtiöihin on hävinnyt. Yhtiön suhteellisessa arvostustasossa on siis jälleen nousuvaraa, jos sijoittajat alkavat jälleen hyväksyä yhtiölle ”kyberturvapreemion” osakkeen hinnoittelussa. Positiivinen näkemyksemme ei kuitenkaan nojaa tähän, vaan mielestämme osakkeessa on nykyisellä arvostuksella nousuvaraa jo pelkästään kasvun jatkuessa ja yhtiön strategian edetessä.

Lähivuosien tulospohjaiset arvostuskertoimet eivät anna osakkeelle tukea nykyisestä kehitysvaiheesta johtuen ja liikevaihdon kasvu on tästä johtuen osakkeen keskeisin arvoajuri lähivuosina. Liikevaihdon orgaanisen kasvuvauhdin nopea hidastuminen olisi nykyiselläkin arvostuksella edelleen selkeä negatiivinen ajuri osakkeelle.

Nixun pitkän aikavälin kasvutarina on houkutteleva, sillä kyberturvamarkkinan trendit voimistuvat edelleen ja Nixun asema markkinalla ainoana merkittävänä kyberturvaan erikoistuneena palveluyhtiönä on vahva. Osakkeen laskenut arvostus tarjoaa mielestämme pitkjänteiselle sijoittajalle paikan hypätä mukaan yhtiön tarinaan.

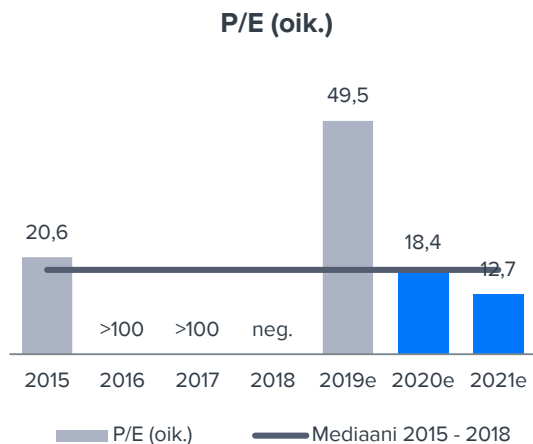
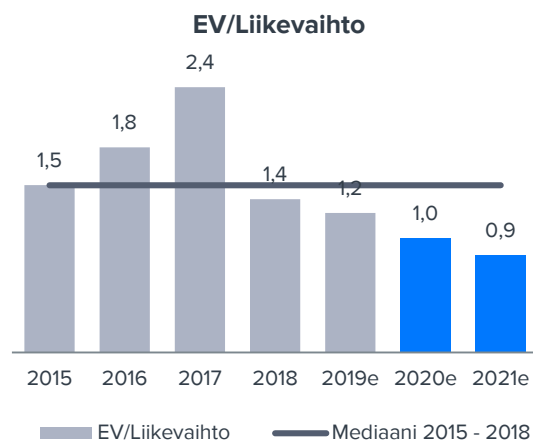
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	8,48	8,48	8,48
Osakemäärä, milj. kpl	7,23	7,23	7,23
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	60	58	54
P/E (oik.)	49,5	18,4	12,7
P/E	56,3	19,2	13,1
P/Kassavirta	56,4	19,9	16,0
P/B	3,4	2,9	2,4
P/S	1,3	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	19,4	9,9	7,1
EV/EBIT (oik.)	31,6	12,4	8,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	46,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,91	6,05	11,0	7,60	8,48	8,48	8,48	8,48
Osakemäärä, milj. kpl	6,11	6,19	6,63	7,23	7,23	7,23	7,23	7,23
Markkina-arvo	30	39	80	55	61	61	61	61
Yritysarvo (EV)	27	39	76	55	60	58	54	51
P/E (oik.)	20,6	>100	>100	neg.	49,5	18,4	12,7	9,7
P/E	43,7	>100	neg.	neg.	56,3	19,2	13,1	9,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	27,0	neg.	56,4	19,9	16,0	11,8
P/B	3,8	4,7	4,2	3,3	3,4	2,9	2,4	2,1
P/S	1,7	1,8	2,5	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	13,0	48,8	69,0	neg.	19,4	9,9	7,1	5,6
EV/EBIT (oik.)	13,6	78,9	>100	neg.	31,6	12,4	8,5	6,3
Osinko/tulos (%)	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	46,3 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %	5,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Innofactor Plc	0,41	15	31		11,5	15,9	5,5	0,5	0,5		10,3			0,7
Digia Oyj	2,69	72	85	8,7	6,2	6,7	5,3	0,6	0,5	10,7	8,6	3,0	4,4	1,4
Enea AB	140,00	261	314	14,9	11,7	12,3	9,7	3,1	2,7	20,6				
HiQ International AB	60,50	321	307	12,9	12,0	11,7	10,9	1,5	1,4	18,8	17,6	5,8	6,1	4,2
Siili Solutions Oyj	8,60	61	57	13,4	9,2	8,2	6,3	0,7		12,8	10,0	5,5	6,6	2,8
Solteq Oyj	1,50	26	50	11,0	9,7	6,9	6,3	0,8	0,7	12,5	10,6	2,2	2,9	1,1
Tieto Oyj	26,00	1933	2069	12,0	11,5	9,1	8,5	1,3	1,2	14,0	13,4	5,6	5,7	3,8
Knowit AB (publ)	176,00	323	316	8,5	7,5	7,3	6,5	0,9	0,8	13,2	12,3	3,5	4,0	2,7
NCC Group PLC	123,00	401	456	11,0	9,1	8,3	7,0	1,5	1,3	14,1	11,6	3,8	4,3	1,6
Vincit Oyj	6,00	72	67	11,3	9,3	8,7	7,6	1,3	1,1	14,3	12,2	3,0	3,7	3,3
F-Secure Oyj	2,36	374	382	74,1	25,2	25,6	13,5	1,8	1,6	118,1	29,4	0,6	1,5	5,2
Gofore Oyj	7,70	102	91	12,7	10,2	10,2	8,0	1,4	1,1	15,6	13,0	3,0	3,4	3,7
Nixu (Inderes)	8,48	61	60	31,6	12,4	19,4	9,9	1,2	1,0	49,5	18,4	0,0	0,0	3,4
Keskiarvo				17,3	11,1	10,9	7,9	1,3	1,2	24,1	13,5	3,6	4,3	2,8
Mediaani				12,0	9,9	8,9	7,3	1,3	1,1	14,1	12,2	3,2	4,2	2,8
Erutus-% vrt. mediaani				162 %	25 %	118 %	35 %	-2 %	-11 %	250 %	50 %	-100 %	-100 %	22 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	14,6	17,7	32,3	19,5	20,7	40,1	23,6	25,0	48,6	56,6	62,3
Käyttökate	0,7	0,4	1,1	-0,7	0,4	-0,3	1,2	1,9	3,1	5,8	7,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	-1,2	-0,7	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,6	0,2	0,8	-0,5	-0,2	-0,8	0,6	1,3	1,9	4,6	6,4
Liikevoitto	0,4	0,1	0,5	-1,0	-0,4	-1,5	0,5	1,2	1,8	4,5	6,2
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2
Tulos ennen veroja	0,3	-0,2	0,1	-1,3	-0,6	-1,9	0,3	1,0	1,4	4,1	6,0
Verot	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,9	-1,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,1	-0,3	-0,2	-1,2	-0,8	-2,0	0,3	0,8	1,1	3,2	4,7
EPS (oikaistu)	0,04	-0,03	0,01	-0,09	-0,09	-0,18	0,05	0,13	0,17	0,46	0,67
EPS (raportoitu)	0,02	-0,05	-0,03	-0,16	-0,11	-0,27	0,04	0,11	0,15	0,44	0,65

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	44,5 %	55,3 %	50,2 %	33,6 %	16,7 %	24,3 %	21,2 %	21,1 %	21,2 %	16,5 %	10,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,2 %	9,7 %	52,8 %	-193,0 %	-228,6 %	-202,0 %	-	-	-	142,3 %	37,7 %
Käyttökate-%	4,5 %	2,5 %	3,4 %	-3,4 %	2,0 %	-0,6 %	5,1 %	7,7 %	6,4 %	10,3 %	12,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,9 %	1,1 %	2,4 %	-2,7 %	-1,2 %	-1,9 %	2,5 %	5,2 %	3,9 %	8,2 %	10,2 %
Nettotulos-%	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-5,9 %	-3,9 %	-4,9 %	1,1 %	3,3 %	2,2 %	5,6 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	13,0	14,2	13,9	13,8	13,9
Liikearvo	9,8	9,6	9,6	9,6	9,6
Aineettomat hyödykkeet	2,3	1,6	1,5	1,3	1,2
Käyttöomaisuus	0,9	3,0	2,9	3,0	3,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	23,7	21,2	23,3	27,4	31,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,9	11,9	14,4	16,8	18,5
Likvidit varat	11,9	9,3	8,9	10,6	13,3
Taseen loppusumma	36,8	35,3	37,2	41,3	45,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	18,9	16,8	17,9	21,1	25,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,8	-0,1	1,0	4,2	8,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muu oma pääoma	17,1	17,3	17,3	17,3	17,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,5	2,5	2,1	2,1	2,1
Laskennalliset verovelat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	2,4	2,0	2,0	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	17,3	16,0	17,2	18,0	17,7
Lainat rahoituslaitoksilta	8,3	6,8	6,0	5,0	4,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,0	9,2	11,2	13,0	13,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,8	35,3	37,2	41,3	45,6

DCF-laskelma

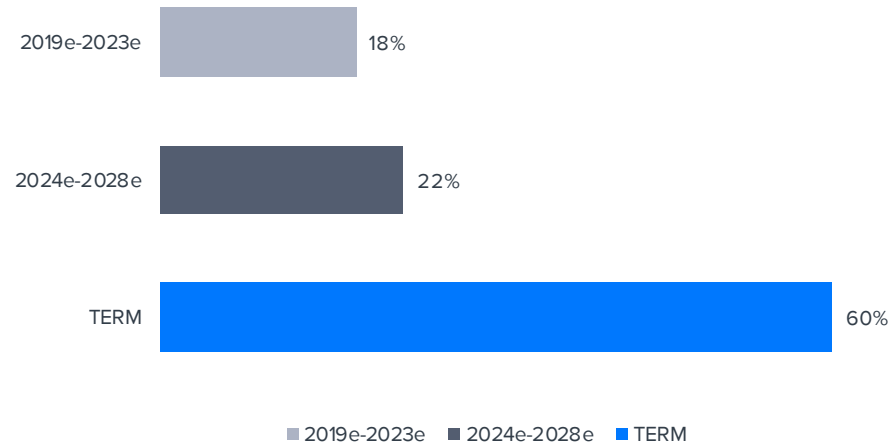
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	-1,5	1,8	4,5	6,2	7,9	8,4	8,7	8,3	8,7	9,0	9,2	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	
- Maksetut verot	-0,2	-0,3	-0,9	-1,3	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	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	0,1	-0,5	-0,5	-1,0	-0,9	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	-0,3	2,2	4,3	5,2	6,7	7,0	8,1	7,9	8,1	8,4	8,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,4	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,7	1,1	3,1	3,8	5,2	5,5	6,6	6,3	6,6	6,9	7,1	
+/- Muut	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	1,1	3,1	3,8	5,2	5,5	6,6	6,3	6,6	6,9	7,1	109
Diskontattu vapaa kassavirta		1,0	2,6	3,0	3,8	3,7	4,1	3,6	3,5	3,3	3,1	48,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		80,2	79,2	76,5	73,5	69,7	66,0	62,0	58,4	54,9	51,6	48,4
Velaton arvo DCF		80,2										
- Korolliset velat		-9,2										
+ Rahavarat		9,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		80,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	21,5	32,3	40,1	48,6	56,6	EPS (raportoitu)	0,01	-0,03	-0,27	0,15	0,44
Käyttökate	0,8	1,1	-0,3	3,1	5,8	EPS (oikaistu)	0,02	0,01	-0,18	0,17	0,46
Liikevoitto	0,4	0,5	-1,5	1,8	4,5	Operat. kassavirta / osake	0,08	-0,04	-0,04	0,31	0,60
Voitto ennen veroja	0,3	0,1	-1,9	1,4	4,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,65	0,45	-0,09	0,15	0,43
Nettovoitto	0,1	-0,2	-2,0	1,1	3,2	Omapääoma / osake	1,33	2,85	2,33	2,48	2,92
Kertaluontoiset erät	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2	-0,2	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	17,4	36,8	35,3	37,2	41,3	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	50 %	24 %	21 %	17 %
Oma pääoma	8,2	18,9	16,8	17,9	21,1	Käyttökateen kasvu-%	-61 %	38 %	-123 %	-1329 %	87 %
Liikearvo	5,6	9,8	9,6	9,6	9,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-75 %	53 %	-202 %	-346 %	142 %
Nettovelat	0,8	-3,4	-0,1	-0,9	-3,6	EPS oik. kasvu-%	-92 %	-23 %	-1322 %	-196 %	169 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	3,7 %	3,4 %	-0,6 %	6,4 %	10,3 %
Käyttökate	0,8	1,1	-0,3	3,1	5,8	Oik. Liikevoitto-%	2,3 %	2,4 %	-1,9 %	3,9 %	8,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-1,1	0,1	-0,5	-0,5	Liikevoitto-%	2,0 %	1,5 %	-3,6 %	3,6 %	7,9 %
Operatiivinen kassavirta	0,5	-0,3	-0,3	2,2	4,3	ROE-%	0,7 %	-1,3 %	-11,0 %	6,3 %	16,3 %
Investoinnit	-4,5	-6,2	-2,4	-1,2	-1,3	ROI-%	3,8 %	2,5 %	-5,4 %	6,8 %	16,6 %
Vapaa kassavirta	-4,0	3,0	-0,7	1,1	3,1	Omavaraisuusaste	47,2 %	51,4 %	47,6 %	48,1 %	51,1 %
						Nettovelkaantumisaste	9,3 %	-17,9 %	-0,7 %	-4,9 %	-17,3 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Nordea Bank Ab (Hallintarekisteröidyt)			11,1 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,4	1,4	1,2	1,0
Gylfe Bo Peter			9,9 %			EV/EBITDA (oik.)	48,8	69,0	neg.	19,4	9,9
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Varma			3,6 %			EV/EBIT (oik.)	78,9	>100	neg.	31,6	12,4
Tenendum Oy			3,4 %			P/E (oik.)	>100	>100	neg.	49,5	18,4
Skandiska Enskilda Banken Ab (hallintarekisteröity)			2,8 %			P/B	4,7	4,2	3,3	3,4	2,9
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka			2,8 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.12.2014	Lisää	4,50 €	4,17 €
27.2.2015	Osta	4,90 €	4,18 €
20.4.2015	Lisää	5,10 €	4,65 €
17.8.2015	Lisää	5,10 €	4,70 €
15.10.2015	Lisää	5,00 €	4,42 €
17.12.2015	Lisää	5,00 €	4,49 €
18.2.2016	Lisää	5,40 €	4,78 €
13.4.2016	Lisää	5,40 €	4,95 €
17.8.2016	Lisää	5,60 €	5,23 €
11.10.2016	Lisää	5,80 €	5,40 €
10.11.2016	Lisää	6,20 €	5,48 €
17.2.2017	Lisää	7,10 €	6,74 €
9.3.2017	Vähennä	7,30 €	7,20 €
13.4.2017	Vähennä	7,80 €	8,32 €
31.5.2017	Vähennä	8,20 €	8,37 €
18.8.2017	Lisää	9,50 €	8,88 €
2.10.2017	Lisää	12,00 €	11,15 €
7.12.2017	Vähennä	12,00 €	12,50 €
17.1.2018	Vähennä	12,00 €	12,05 €
9.3.2018	Vähennä	12,00 €	11,90 €
21.6.2018	Vähennä	13,00 €	13,15 €
17.8.2018	Vähennä	12,50 €	12,70 €
16.10.2018	Vähennä	10,00 €	10,35 €
27.11.2018	Lisää	9,00 €	8,10 €
30.1.2019	Lisää	9,50 €	9,00 €
1.3.2019	Lisää	9,50 €	8,48 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**