

Nixu

Yhtiöpäivitys

14.10.2020

- Toistamme lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 9,5 euroon (aik. 8,5 EUR)
- Q3-raportti osoitti kannattavuusparannuksen jatkuneen oikeilla urilla ja koronatilanteen suhteen pahin näyttäisi olevan takanapäin
- Kiinnostava pitkän aikavälin kasvutarina alkaa jälleen kuoriutua esiin lyhyen aikavälin haasteiden alta
- Asteittain vahvistuva tarina tukee osakkeen arvostusta

Tarina alkaa asteittain vahvistua numeroiden parantuessa

Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 9,5 euroon (aik. 8,5 EUR). Q3-raportti osoitti yhtiön kannattavuusparannuksen jatkuneen oikeilla urilla ja koronatilanteen suhteen pahin näyttäisi olevan takanapäin. Tämän myötä varovainen positiivinen näkemyksemme osakkeesta sai vahvistusta ja arvioimme Nixun lyhyen aikavälin haasteiden alta esiin kuoriutuvan kasvutarinan ottavan jatkossa asteittain enemmän roolia osakkeen hinnoittelussa. Siihen nähden osakkeen nykyinen arvostus (2020 EV/S 1,3x) näyttää maltilliselta.

Q3-liikevaihto kasvoi maltillisesti koronasta huolimatta

Nixun Q3-liikevaihto kasvoi 4 % 11,1 MEUR:oon ja oli hyvin linjassa loppuvuodelle vakaata kehitystä odottavien ennusteidemme kanssa. Nixun mukaan Q3:n kehitys ylitti yhtiön omat varovaiset odotukset, vaikka asiakkaiden ostokäyttäytymisessä on edelleen havaittavissa varovaisuutta koronatilanteen vuoksi. Varovaisuudesta huolimatta uusien tilausten määrä ylitti Q3:lla edellisvuoden tason, mikä antaa tukea loppuvuoden kehityksen suhteen. Tätä heijastellen Nixu palautti ohjeistuksensa ja arvioi nyt liikevaihdon (2019: 51,2 MEUR) kasvavan ja käyttökatteen (2019: 1,0 MEUR) paranevan edellisestä tilikaudesta.

Kannattavuusparannus etenee mallikkaasti

Nixun kannattavuusparannus eteni Q3:lla hyvin ja yhtiön alkuvuonna toteuttama kustannussäästöohjelma heijastuu nyt kannattavuuteen positiivisesti. Nixun käyttökate oli Q3:lla 1,0 MEUR, mikä osoittaa selvää käännettä alkuvuodesta (Q2: 0,42 MEUR ja Q1: -0,37 MEUR). Tämä vahvistaa luottamusta, että yhtiön toteuttamat toimenpiteet kannattavuuden parantamiseksi toimivat ja kannattavuusperusta on saatu viime neljänneksien aikana kuntoon. Näin myös alkuvuodesta pinnalla olleet taseriskit ovat pienentyneet olennaisesti, eikä Nixun ole tarvinnut käyttää toukokuussa solmittua 4 MEUR:n luottolimiittiä, jolla varauduttiin koronan aiheuttamien yllätysten varalle. Lyhyellä aikavälillä Nixu asettaa edelleen kannattavuuden voimakkaan kasvun tavoittelun edelle koronan vuoksi, mutta onnistuneen kannattavuusperustan korjauksen jälkeen yhtiön kyky laittaa kasvuvaihe takaisin silmään on kuitenkin selvästi aiempaa parempi.

Kiinnostava pitkän aikavälin kasvutarina alkaa jälleen kuoriutua esiin lyhyen aikavälin haasteiden alta

Nixun näkymien oltua pitkälti linjassa odotustemme kanssa nostimme Q3-raportin pohjalta absoluuttisesti vain melko lievästi lähivuosien tulosenusteitamme. Luottamus ennusteita kohtaan kuitenkin vahvistui numeroiden mentyä jälleen oikeaan suuntaan Q3:lla. Positiivisen kehityksen jatkuessa arvioimme myös sijoittajien siirtävän asteittain katseitaan Nixun lyhyen aikavälin haasteista takaisin yhtiön kiinnostavaan pitkän aikavälin kasvutarinaan, mikä tukisi osakkeen arvostusta. Odotamme nyt Nixun liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 6 % 54,1 MEUR:oon ja käyttökatteen olevan 2,0 MEUR (aik. 1,3 MEUR), mikä vastaa 4 %:n käyttökatemarginaalia. Ensi vuodelle ennustamme 10 %:n kasvua ja 5 %:n käyttökatetta. Nixun keskipitkän aikavälin tavoitteena on edelleen 15-25 %:n vuosittainen orgaaninen kasvu.

Asteittain vahvistuva tarina tukee osakkeen arvostusta

Ennusteillamme Nixun 2020e-2021e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,3x ja 1,2x. Kertoimet ovat yhtiön historiaan nähden matalalla tasolla, mutta toisaalta niin on yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä myös tällä hetkellä. Tulospohjaisesta arvostuksesta joudutaan hakemaan tukea usean vuoden päästä. Isossa kuvassa koronakriisi vahvistaa kyberturvamarkkinan entuudestaan vahvoja pitkän aikavälin fundamentteja ja Nixulla on hyvät edellytykset palata takaisin kasvupolulle tilanteen helpottaessa. Vaikka osakkeen arvostus näyttää lyhyellä tähtäimellä neutraalilta, alkaa kiinnostus Nixun pitkän aikavälin kasvutarinaa kohtaan vahvistua, kun kannattavuuteen ja taseeseen liittyvät lyhyen aikavälin riskit ovat poistumassa näyttämöltä.

Analyttikot

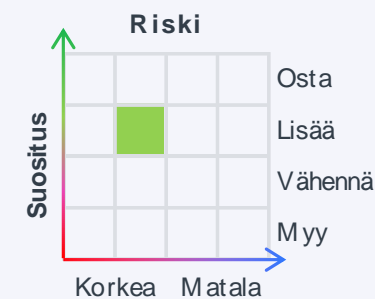


Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi



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

Suositus



Lisää
(aik. Lisää)
9,50 EUR
(aik. 8,50 EUR)
Osakekurssi:
8,58
Potentiaali:
10,7 %

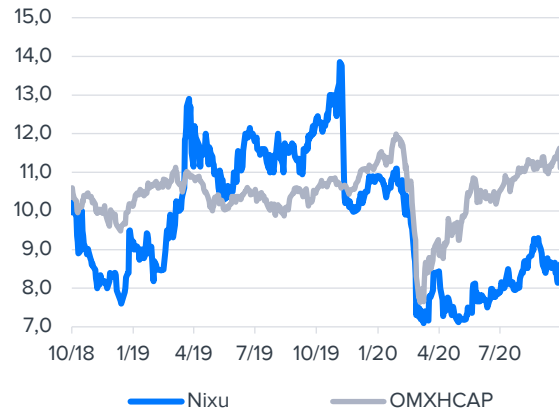
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	51,2	54,1	59,5	68,4
kasvu-%	27,5 %	5,7 %	10,0 %	15,0 %
EBIT oik.	-0,5	1,2	1,4	3,6
EBIT-% oik.	-1,0 %	2,1 %	2,4 %	5,2 %
Nettotulos	-3,5	-0,9	0,5	2,3
EPS (oik.)	-0,19	0,02	0,12	0,36

P/E (oik.)	neg.	>100	69,7	24,0
P/B	5,1	4,4	4,2	3,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	59,8	49,0	18,9
EV/EBITDA	>100	34,1	22,7	13,1
EV/Liikevaihto	1,7	1,3	1,2	1,0

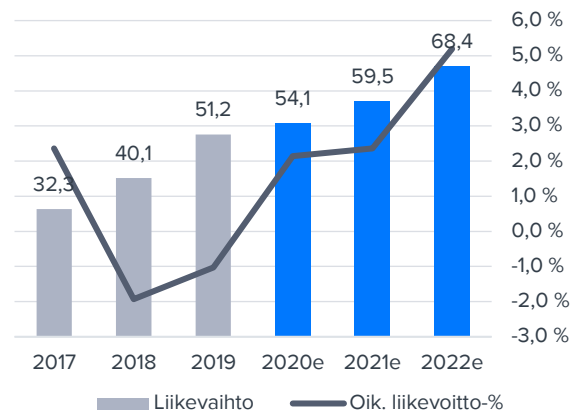
Lähde: Inderes

Osakekurssi



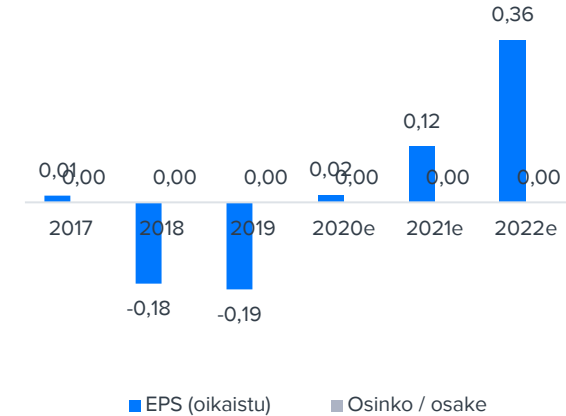
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
64
MEUR

EV/S
1,3
2020e

EV
69
MEUR

EV/S
1,2
2021e

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Koronavirus heikentää lyhyen aikavälin näkymiä
- Kilpailun lisääntyminen kuumalla markkinalla
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Yritystojen integraatiot
- Jatkuviin palvelumalleihin kohdistuvien investointien onnistuminen

Arvostus

- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Strategian eteneminen ja vahva kasvu luo arvoa
- Arvostus lyhyellä tähtäimellä neutraali koronan luoman epävarmuuden ja heikon kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa
- Arvostus maltillinen pitkän aikavälin kasvunäkymien valossa

Kannattavuusparannus eteni oikeilla urilla Q3:lla

Liikevaihto kasvoi maltillisesti ja kannattavuus parani selvästi

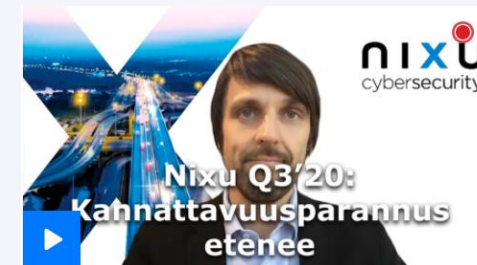
Nixun Q3-liikevaihto kasvoi orgaanisesti 4 % 11,1 MEUR:oon. Liikevaihto oli hyvin linjassa H2:lle vakaata liikevaihtoa vertailukauteen verrattuna odottaneen ennustemme kanssa, kun samalla huomioidaan Nixun tiedottama H1:ltä myöhemmälle siirtyvä noin 1,6 MEUR:n liikevaihdon oikaisu liittyen tiettyjen Tanskan markkinan teknologian jälleenmyynnin asiakassopimusten tuloutusajankohdassa. Oikaisuille ei ole kassavaikutusta.

Liikevaihtoon tehty oikaisu sekoittaa lukuja aiemmasta hieman myös käyttökateen osalta (oikaisu H1:lle -0,088 MEUR). Isossa kuvassa Nixun kannattavuusparannus eteni Q3:lla hyvin ja yhtiön alkuvuodesta toteuttama kustannussäästöohjelma heijastuu nyt kannattavuuteen positiivisesti. Nixun 1-9/2020 käyttökate oli 1,1 MEUR, kun uusilla korjatuilla luvuilla H1:n käyttökate oli 0,06 MEUR heijastellen vahvaa kannattavuusparannusta Q3:lla.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	54,6	54,1	-1 %	60,1	59,5	-1 %	69,1	68,4	-1 %
Käyttökate	1,3	2,0	55 %	2,8	3,0	9 %	5,0	5,1	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,4	1,2	164 %	1,2	1,4	21 %	3,4	3,6	5 %
Liikevoitto	-0,8	-0,1	-89 %	0,8	1,0	30 %	3,0	3,2	5 %
Tulos ennen veroja	-1,5	-0,7	-50 %	0,4	0,7	62 %	2,7	2,9	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,06	0,02	-128 %	0,10	0,12	29 %	0,34	0,36	6 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Indes

Katso toimitusjohtajan Q3-haastattelu:



Arvostus

Asteittain vahvistuva tarina tukee osakkeen arvostusta

Ennusteillamme Nixun 2020e-2021e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,3x ja 1,2x. Kertoimet ovat yhtiölle historiaan nähden matalalla tasolla, mutta toisaalta niin on yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmäkin tällä hetkellä. Tulospohjaiset kertoimet ovat lyhyellä tähtäimellä (2021e oik. P/E 70x) korkeita ja tulokertoimista arvostukselle joudutaan hakemaan tukea useamman vuoden päästä (2022e oik. P/E 24x).

Nixun pitkän aikavälin tavoitteet ovat edelleen kunnianhimoisia. Mikäli yhtiö etenee tällä strategiapolulla, on osakkeen tuotto-odotus tulevina vuosina erittäin hyvä, mitä osaltaan DCF-mallimme 12,3 euron osakekohtainen arvo heijastelee. Q3-raportti vahvisti luottamusta sille, että Nixun kannattavuushaasteet alkavat olla selätetty ja ensi vuodesta alkaen siirtymä vahvemmalle kasvupolulle näyttää realistiselta. Arvioimme Nixun lyhyen aikavälin haasteiden alta esiin kuoriutuvan kasvutarinan ottavan jatkossa asteittain enemmän roolia osakkeen hinnoittelussa. Siihen nähden osakkeen nykyinen liikevaihtopohjainen arvostus näyttää maltilliselta.

Nixun arvostus on maltillinen myös kyberturvasektorin arvostustasoihin nähden. Yhtiön kyberturvan palveluyhtiöverrokkeja NCC Groupia ja Secureworksia hinnoitellaan tällä hetkellä 2,4x ja 1,5x liikevaihtokertoimilla. IT-konsultteihin nähden Nixun liikevaihtokerroin on hieman alle verrokkiyhtiöiden mediaanitason.

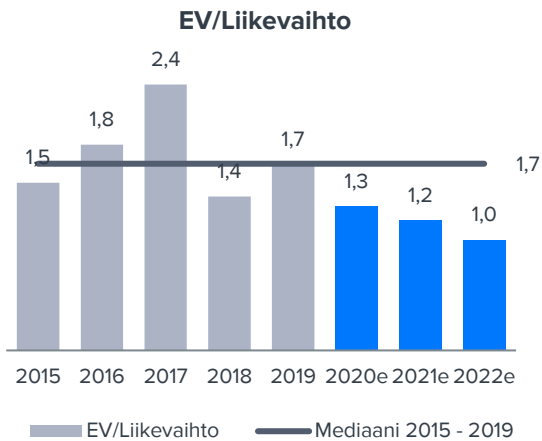
Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	8,58	8,58	8,58
Osakemäärä, milj. kpl	7,41	7,41	7,41
Markkina-arvo	64	64	64
Yritysarvo (EV)	69	69	67
P/E (oik.)	>100	69,7	24,0
P/E	neg.	>100	27,8
P/Kassavirta	31,7	97,4	32,4
P/B	4,4	4,2	3,7
P/S	1,2	1,1	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	34,1	22,7	13,1
EV/EBIT (oik.)	59,8	49,0	18,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,91	6,05	11,0	7,60	10,5	8,58	8,58	8,58	8,58
Osakemäärä, milj. kpl	6,11	6,19	6,63	7,23	7,41	7,41	7,41	7,41	7,41
Markkina-arvo	30	39	80	55	78	64	64	64	64
Yritysarvo (EV)	27	39	76	55	85	69	69	67	64
P/E (oik.)	20,6	>100	>100	neg.	neg.	>100	69,7	24,0	14,6
P/E	43,7	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	27,8	15,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	27,0	neg.	neg.	31,7	97,4	32,4	18,8
P/B	3,8	4,7	4,2	3,3	5,1	4,4	4,2	3,7	3,0
P/S	1,7	1,8	2,5	1,4	1,5	1,2	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	1,4	1,7	1,3	1,2	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	13,0	48,8	69,0	neg.	>100	34,1	22,7	13,1	8,9
EV/EBIT (oik.)	13,6	78,9	>100	neg.	neg.	59,8	49,0	18,9	11,4
Osinko/tulos (%)	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Innofactor Plc	1,27	47	58	19,2	14,4	7,7	7,2	0,9	0,8	15,6	12,5			1,9
Bouvet ASA	626,00	600	582	21,1	19,3	17,2	15,7	2,6	2,3	28,1	25,7	3,7	3,2	13,8
Digia Oyj	6,50	167	178	14,9	14,0	10,1	9,8	1,3	1,2	17,3	16,4	1,8	2,2	2,8
Enea AB	194,60	404	422	23,7	18,1	15,5	12,2	4,7	4,1	28,7	21,9		0,7	2,5
HiQ International AB	72,20	389	366	19,9	17,5	16,1	14,5	2,1	2,0	27,4	24,0	3,7	4,2	4,2
Silli Solutions Oyj	11,90	82	74	14,7	11,3	8,2	7,0	0,9	0,8	16,9	12,9	3,0	4,0	3,4
Solteq Oyj	1,60	31	56	11,3	12,5	5,9	5,6	0,9	0,9	15,1	13,8	2,5	3,1	1,2
Tieto Oyj	23,96	2866	3853	13,3	11,4	9,5	8,0	1,4	1,3	13,0	11,6	5,1	5,4	1,8
Knowit AB (publ)	242,50	450	433	14,9	12,9	11,6	10,3	1,3	1,3	20,4	18,4	2,0	2,9	3,3
Vincit Oyj	6,26	74	67	13,3	13,3	9,5	9,5	1,2	1,2	22,4	20,2	2,3	2,5	3,1
Gofore Oyj	12,35	160	145	19,4	16,1	15,3	12,1	1,9	1,7	24,0	21,3	2,2	2,4	4,8
F-Secure Oyj	3,50	556	565	30,2	31,1	17,5	17,4	2,6	2,4	52,4	47,7	0,4	1,1	6,5
NCC Group	194,20	610	657	21,6	22,0	15,1	15,5	2,4	2,3	29,7	29,1	2,3	2,2	
SecureWorks	12,02	833	679		42,5	72,2	25,6	1,5	1,4		56,6			1,5
Nixu (Inderes)	8,58	64	69	59,8	49,0	34,1	22,7	1,3	1,2	518,6	69,7	0,0	0,0	4,4
Keskiarvo				18,3	18,3	16,5	12,2	1,8	1,7	23,9	23,7	2,6	2,8	3,9
Mediaani				19,2	15,3	13,3	11,2	1,4	1,4	22,4	20,8	2,3	2,7	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				211 %	221 %	156 %	103 %	-9 %	-16 %	2211 %	236 %	-100 %	-100 %	41 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	32,3	19,5	20,7	40,1	25,7	25,5	51,2	27,7	26,4	54,1	59,5	68,4	78,7
Käyttökate	1,1	-0,7	0,4	-0,3	2,0	-1,1	0,8	0,1	2,0	2,0	3,0	5,1	7,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,4	-0,8	-1,2	-0,9	-2,5	-3,5	-1,1	-1,0	-2,1	-2,0	-2,0	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,8	-0,5	-0,2	-0,8	1,1	-1,6	-0,5	0,0	1,2	1,2	1,4	3,6	5,6
Liikevoitto	0,5	-1,0	-0,4	-1,5	1,0	-3,7	-2,6	-1,1	1,0	-0,1	1,0	3,2	5,3
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	0,1	-1,3	-0,6	-1,9	0,7	-4,0	-3,3	-1,4	0,7	-0,7	0,7	2,9	5,0
Verot	-0,3	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,2	-1,2	-0,8	-2,0	0,5	-4,0	-3,5	-1,5	0,5	-0,9	0,5	2,3	4,0
EPS (oikaistu)	0,01	-0,09	-0,09	-0,18	0,08	-0,27	-0,19	-0,08	0,10	0,02	0,12	0,36	0,59
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,16	-0,11	-0,27	0,07	-0,54	-0,48	-0,20	0,07	-0,12	0,07	0,31	0,54

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	50,2 %	33,6 %	16,7 %	24,3 %	31,9 %	23,3 %	27,5 %	7,7 %	3,8 %	5,7 %	10,0 %	15,0 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	52,8 %	-193,0 %	-228,6 %	-202,0 %	-	-	-	-	-	-	21,4 %	152,4 %	58,8 %
Käyttökate-%	3,4 %	-3,4 %	2,0 %	-0,6 %	7,7 %	-4,5 %	1,6 %	0,2 %	7,5 %	3,8 %	5,1 %	7,5 %	9,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	-2,7 %	-1,2 %	-1,9 %	4,3 %	-6,4 %	-1,0 %	-0,1 %	4,4 %	2,1 %	2,4 %	5,2 %	7,2 %
Nettotulos-%	-0,5 %	-5,9 %	-3,9 %	-4,9 %	1,9 %	-15,7 %	-6,9 %	-5,3 %	2,0 %	-1,7 %	0,9 %	3,3 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	14,2	21,2	20,8	20,6	20,5
Liikearvo	9,6	13,9	13,9	13,9	13,9
Aineettomat hyödykkeet	1,6	2,9	2,9	2,7	2,5
Käyttöomaisuus	3,0	3,9	3,7	3,7	3,7
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	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	21,2	20,1	20,4	21,8	25,7
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	16,2	16,2	17,6	20,3
Likvidit varat	9,3	3,9	4,2	4,2	5,5
Taseen loppusumma	35,3	41,3	41,2	42,4	46,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	16,8	15,4	14,5	15,0	17,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,1	-3,4	-4,4	-3,8	-1,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Muu oma pääoma	17,3	19,3	19,3	19,3	19,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,5	2,7	4,0	4,1	3,4
Laskennalliset verovelat	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,4	2,1	3,4	3,5	2,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	16,0	23,2	22,8	23,3	25,5
Lainat rahoituslaitoksilta	6,8	8,8	6,6	6,1	6,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,2	14,4	16,2	17,3	19,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	35,3	41,3	41,2	42,4	46,2

DCF-laskelma

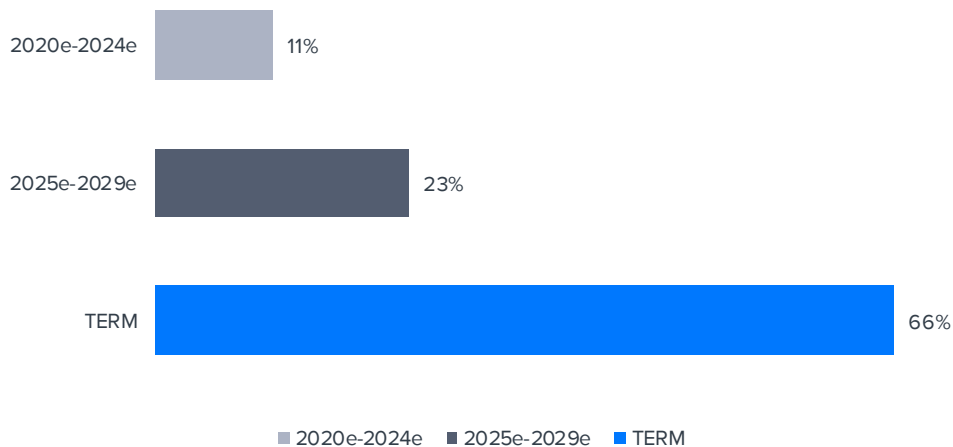
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	-2,6	-0,1	1,0	3,2	5,3	8,0	10,0	11,5	12,1	11,3	11,6	
+ Kokonaispoistot	3,5	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	
- Maksetut verot	0,0	-0,2	-0,2	-0,6	-1,0	-1,6	-2,0	-2,3	-2,4	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	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	0,9	1,8	-0,4	-0,7	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-0,3	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	1,8	3,8	2,5	3,8	5,2	7,1	8,5	9,8	11,2	10,7	10,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,4	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,5	2,0	0,7	2,0	3,4	5,3	6,7	8,0	9,4	8,9	9,1	
+/- 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	-8,5	2,0	0,7	2,0	3,4	5,3	6,7	8,0	9,4	8,9	9,1	145
Diskontattu vapaa kassavirta		2,0	0,6	1,6	2,6	3,7	4,3	4,7	5,1	4,4	4,1	65,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		98,4	96,4	95,8	94,2	91,7	88,0	83,7	79,0	74,0	69,6	65,4
Velaton arvo DCF		98,4										
- Korolliset velat		-10,9										
+ Rahavarat		3,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		91,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	32,3	40,1	51,2	54,1	59,5
Käyttökate	1,1	-0,3	0,8	2,0	3,0
Liikevoitto	0,5	-1,5	-2,6	-0,1	1,0
Voitto ennen veroja	0,1	-1,9	-3,3	-0,7	0,7
Nettovoitto	-0,2	-2,0	-3,5	-0,9	0,5
Kertaluontoiset erät	-0,3	-0,7	-2,1	-1,3	-0,4

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	36,8	35,3	41,3	41,2	42,4
Oma pääoma	18,9	16,8	15,4	14,5	15,0
Liikearvo	9,8	9,6	13,9	13,9	13,9
Nettovelat	-3,4	-0,1	7,0	5,8	5,4

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	1,1	-0,3	0,8	2,0	3,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,1	0,1	0,9	1,8	-0,4
Operatiivinen kassavirta	-0,3	-0,3	1,8	3,8	2,5
Investoinnit	-6,2	-2,4	-10,4	-1,8	-1,8
Vapaa kassavirta	3,0	-0,7	-8,5	2,0	0,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Nordea Bank Ab (Hallintarekisteröidyt)	11,1 %
Gylfe Bo Peter	9,9 %
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Varma	3,6 %
Tenendum Oy	3,4 %
Skandiska Enskilda Banken Ab (hallintarekisteröity)	2,8 %
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka	2,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,27	-0,48	-0,12	0,07
EPS (oikaistu)	0,01	-0,18	-0,19	0,02	0,12
Operat. kassavirta / osake	-0,04	-0,04	0,24	0,51	0,33
Vapaa kassavirta / osake	0,45	-0,09	-1,14	0,27	0,09
Omapääoma / osake	2,85	2,33	2,08	1,95	2,02
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	50 %	24 %	28 %	6 %	10 %
Käyttökateen kasvu-%	38 %	-123 %	-430 %	143 %	49 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	53 %	-202 %	-32 %	-321 %	21 %
EPS oik. kasvu-%	-23 %	-1322 %	7 %	-109 %	644 %
Käyttökate-%	3,4 %	-0,6 %	1,6 %	3,8 %	5,1 %
Oik. Liikevoitto-%	2,4 %	-1,9 %	-1,0 %	2,1 %	2,4 %
Liikevoitto-%	1,5 %	-3,6 %	-5,1 %	-0,2 %	1,7 %
ROE-%	-1,3 %	-11,0 %	-21,9 %	-6,2 %	3,7 %
ROI-%	2,5 %	-5,4 %	-10,1 %	-0,4 %	4,2 %
Omavaraisuusaste	51,4 %	47,6 %	37,3 %	35,1 %	35,4 %
Nettovelkaantumisaste	-17,9 %	-0,7 %	45,4 %	40,0 %	36,0 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	2,4	1,4	1,7	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	69,0	neg.	>100	34,1	22,7
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	59,8	49,0
P/E (oik.)	>100	neg.	neg.	>100	69,7
P/B	4,2	3,3	5,1	4,4	4,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

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 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosi- ja vuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissä menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyttikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyttikon 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
29.3.2019	Lisää	11,00 €	10,30 €
17.4.2019	Vähennä	12,00 €	12,20 €
24.5.2019	Lisää	12,00 €	10,50 €
16.8.2019	Lisää	12,50 €	11,45 €
9.10.2019	Lisää	13,00 €	11,95 €
26.11.2019	Vähennä	10,50 €	10,90 €
14.2.2020	Vähennä	11,00 €	10,80 €
12.3.2020	Lisää	8,20 €	7,30 €
17.4.2020	Vähennä	8,20 €	8,22 €
20.5.2020	Vähennä	7,50 €	7,20 €
14.8.2020	Lisää	8,50 €	8,02 €
14.10.2020	Lisää	9,50 €	8,58 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



2012, 2016, 2017, 2018, 2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018, 2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**