

# Nixu

## Yhtiöpäivitys

16/4/2020

- Toistamme 8,2 euron tavoitehinnan ja laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää)
- Q1-katsaus oli kasvun osalta pitkälti linjassa ja kannattavuuden osalta hieman odotuksiamme heikompi
- Tarkistimme ennusteitamme varovaisemmaksi viimeisen kuukauden aikana kohonneiden koronariskien vuoksi
- Osakkeen arvostus näyttää kurssinousun ja ennustelaskujen jälkeen neutraalilta ja puoltaa odottamaan parempia hetkiä ostojen jatkamiseksi

# Koronariskit varjostavat kasvutarinaa

Laskemme Nixun suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) osakekurssin saavutettua Q1-katsauksen jälkeen ennallaan säilyneen 8,2 euron tavoitehintamme. Koronavirus varjostaa Nixun lyhyen aikavälin näkymiä ja osakkeen riskitasoa kohottaa alkuvuodesta heikolla tasolla säilynyt kannattavuus sekä taseen ennestään koholla ollut velkavipu. Nixun pitkän aikavälin kasvutarina tarjoaa edelleen houkuttelevan tuottopotentialin osakkeelle, mutta tämän potentiaalın mukana tulee tällä hetkellä turhan reilu annos riskiä. Osakkeen arvostus (2020e-2021e EV/S 1,4x-1,2x) näyttää kurssinousun ja ennustelaskujen jälkeen neutraalilta ja puoltaa odottamaan parempia hetkiä osakkeen ostojen jatkamiseksi.

## Q1-liikevaihto sai vielä tukea viime vuoden yritysostoista

Nixu julkisti eilen kevennetyn Q1-katsauksensa, joka oli kasvun osalta pitkälti linjassa ja kannattavuuden osalta hieman puolivuotistasolle laadittuja ennusteitamme heikompi. Yhtiön Q1-liikevaihto oli 14,0 MEUR, mikä vastaa 11 %:n kasvua vertailukauden 12,6 MEUR:sta. Kasvu oli täysin epäorgaanista, kun Ezenta- ja Vesper-yrityksotot toivat vielä Q1:llä epäorgaanista tukea liikevaihtoon. Orgaaninen liikevaihto ei kuitenkaan kasvanut, mikä johtui osaltaan poikkeuksellisen vahvasta vertailukaudesta (Q1'19: org. kasvu 37 %). Positiivista oli strategisesti tärkeiden hallintojen jatkuvien palveluiden 65 %:n kasvu. Kokonaisuudessaan jatkuvat palvelut muodostivat 38 % liikevaihdosta ja ne antavat nyt tärkeää tukea liikevaihdolle, kun koronaviruksen myötä heikkenevä talousympäristö varjostaa projektiliiketoiminnan kasvunäkymiä. Tähän mennessä koronan vaikutukset Nixun liiketoimintaan ovat olleet yhtiön mukaan vähäisiä, mutta vaikutukset alkavat heijastua numeroihin kunnolla vasta tulevana neljänneksinä, joihin näkyvyys on vielä hyvin heikko.

## Kannattavuusparannus jäi alkuvuodesta piippuun

Nixun käyttökate oli Q1:llä -0,37 MEUR pakkasella kertaluonteisten uudelleenjärjestelykulojen (0,37 MEUR) jälkeen ja näistä oikaistuna käyttökate oli nollan tuntumassa. Nixu aloitti viime syksyn tulosvaroituksen jälkeen uusia kannattavuusparannukseen tähtäviä toimenpiteitä, jotka heijastuivat yhtiön mukaan maaliskuussa positiivisesti kannattavuuteen. Hieman paradoksaalisesti tammi-helmikuu sujui kuitenkin odotuksia heikommin, mikä painoi Q1:n kannattavuuden epätyydyttävälle tasolle. Tänä vuonna yhtiö keskittyy erityisesti turvaamaan tulovirtansa ja tehostamaan toimintaansa, jotta koronakriisin päättyessä yhtiö olisi entistä vahvempi ja tehokkaampi toteuttamaan kasvustrategiaansa. Yhtiö neuvottelee myös parhaillaan uusista vieraan pääoman rahoitusjärjestelyistä, joilla turvataan riittävät kassavarat koronaviruksen aiheuttamien mahdollisten yllätysten varalle. Nixu on selvästi alkuvuodesta aloittanut nopeasti toimenpiteet varautuakseen koronaviruksen vaikutuksiin, mutta yhtiön tällä hetkellä heikko kannattavuus yhdistettynä jo ennestään kohonneeseen velkavipuun (Q4'19: gearing 45 %) kohottaa osakkeen riskitasoa.

## Viimeisen kuukauden kurssinousu ja kohonneet koronariskit puoltavat varovaisempaa näkemystä osakkeeseen

Tarkistimme ennusteitamme alaspäin ja odotamme Nixun liikevaihdon pysyvän tänä vuonna vakaana noin 51,1 MEUR:ssa (aik. +3 %) ja käyttökateen olevan -0,2 MEUR (aik. 1,2 MEUR). Ennusteitamme Nixun 2020e-2021e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,4x ja 1,2x. Kertoimet ovat yhtiölle historiaan nähden edelleen matalalla tasolla, mutta toisaalta niin on yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän tällä hetkellä. Tulos pohjaisesta arvostuksesta joudutaan hakemaan tukea usean vuoden päästä. Nixun pitkän aikavälin tavoitteet ovat kunnianhimoisia ja yhtiö tavoittelee 15-25 % orgaanista kasvua vuosina 2020-2024. Käyttökateen tavoitteena on yli 15 %:n taso vuonna 2024. Mikäli yhtiö etenee tällä strategiapolulla edes osittain, on osakkeen tuotto-odotus tulevina vuosina erittäin hyvä. Nixun osake on noussut edellisestä (12.3.) päiväyksestämme noin 13 % ja samaan aikaan koronapandemiaan liittyvät riskit ovat kasvaneet, minkä vuoksi jäämme odottelemaan parempia ostopaikkoja. Isossa kuvassa nykyinen kriisi vahvistaa kyberturvamarkkinan entuudestaan vahvoja pitkän aikavälin fundamentteja ja arvioimme Nixulla olevan hyvät edellytykset palata takaisin kasvupolulle, kunhan kriisi aikanaan helpottaa.

## Analytiikot



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



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

(aik. Lisää)



**8,20 EUR**

(aik. 8,20 EUR)

Osakekurssi: 8,22 EUR

Potentiaali: -0,2 %

### Ohjeistus

(Peruttu)

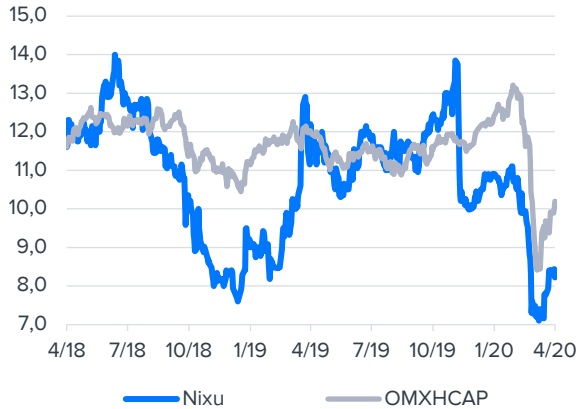
"Yhtiö ei anna toistaiseksi taloudellista ohjeistusta vuodelle 2020. Ennuste annetaan, kun yhtiöllä on paremmat edellytykset arvioida koronaviruspandemian vaikutusten laajuutta Nixun liiketoimintaan."

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	51,2	51,1	61,3	70,5
<b>kasvu-%</b>	27,5 %	-0,2 %	20,0 %	15,0 %
<b>EBIT oik.</b>	-0,5	-1,8	2,0	3,9
<b>EBIT-% oik.</b>	-1,0 %	-3,5 %	3,2 %	5,5 %
<b>Nettotulos</b>	-3,5	-2,3	0,9	2,4
<b>EPS (oik.)</b>	-0,19	-0,25	0,17	0,38

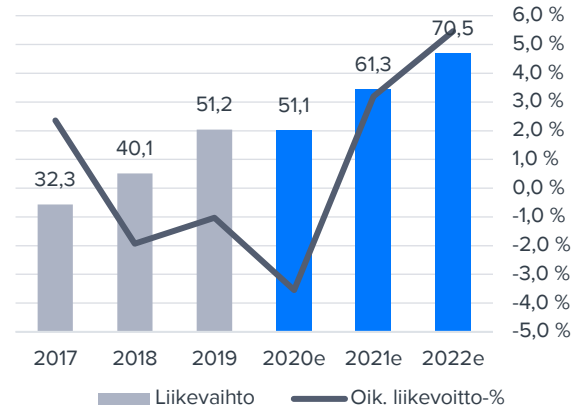
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	48,7	21,9
<b>P/B</b>	5,1	4,6	4,3	3,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	neg.	36,0	17,8
<b>EV/EBITDA</b>	>100	neg.	19,4	12,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,7	1,4	1,2	1,0

## Osakekurssi



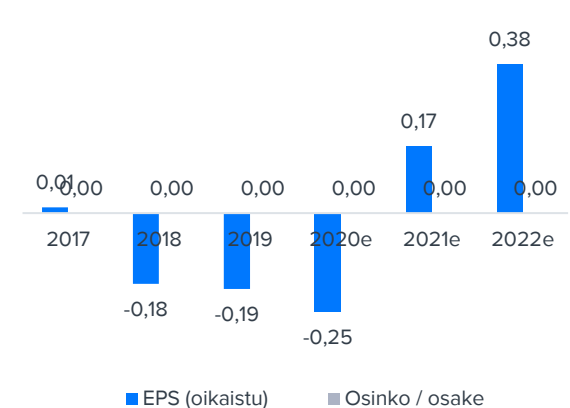
Lähde: Thomson Reuters

## 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

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

### Arvostus

- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Yhtiö luo arvoa strategian etenemisen ja kasvun kautta
- Arvostus näyttää lyhyellä tähtäimellä neutraalilta kasvaneen epävarmuuden ja heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa
- Arvostus näyttää kohtuulliselta yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymien valossa

# Ennusteet laskivat Q1-katsauksen jälkeen

## Näkyvyys koronaviruksen vaikutuksiin on tässä vaiheessa hyvin heikko

Koronavirus ei ole oleellisesti vaikuttanut Nixun operatiiviseen toimintaan, sillä Nixun toimintamalli perustuu siihen, ettei työskentely ole sijainnista riippuvaista. Näin ollen siirtymä etätyöskentelyyn sujui yhtiöltä nopeasti ja hyvin. Koronaviruksen taloudelliset vaikutukset ovat alkaneet heijastua Nixun liiketoimintaan maaliskuun lopusta ja suurimmat vaikutukset tullaan näkemään vasta tulevina neljänneksinä. Vaikutusten mittaluokkaa on tässä vaiheessa kuitenkin hyvin vaikea ennustaa. Tähän mennessä vaikutukset ovat olleet yhtiön mukaan vähäisiä. Vaikka joitakin projektien aloituksia on siirretty eteenpäin tai peruttu kokonaan, yhtiö on solminut myös uusia sopimuksia. Lisäksi suurin osa Nixun asiakkaista on yrityksiä, jotka eivät toimi kuluttajapalvelujen tyyppisillä aloilla, joihin tilanne on vaikuttanut eniten.

## Lähivuosien ennusteet

Tarkistimme lähivuosien ennusteitamme alaspäin ja odotamme Nixun liikevaihdon pysyvän tänä vuonna vakaana noin 51,1 MEUR:ssa (aik. +3 %) ja käyttökateen olevan -0,2 MEUR (aik. 1,2 MEUR). Ennusteessamme odotamme projektiliikevaihdon laskevan, mutta hallinnoitujen palveluiden ja teknologian jälleenmyynnin kasvun paikkaavan tätä. Ennustamme käyttökateen jäävän H1:llä -0,7 MEUR tappiolle, mutta tehostustoimien ansiosta nousevan H2:lla 0,5 MEUR plussalle. Kuluvan vuoden kannattavuus on pitkälti kiinni siitä, miten voimakkaasti korona iskee Nixun myyntiin ja sitä kautta konsulttien käyttöasteisiin.

Odotamme ensi vuonna Nixulta paluuta selvälle kasvu-uralle (+20 %) ja käyttökateen nousua 3,6 MEUR:oon. Kyberturvamarkkinan kysyntäajurien valossa paluu voimakkaaseen kasvuun on mahdollista, mutta se vaatii myös koronatilanteen rauhoittumista, jonka osalta epävarmuus pysyy

korkealla.

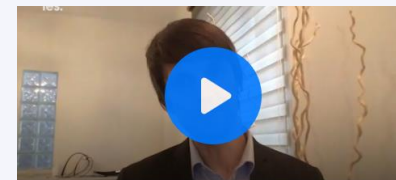
## Kasvupolku on pomppuinen nyt ja tulevaisuudessa

Nixu on verrattain nuorella markkinalla toimiva kasvuyhtiö, minkä takia kyyti on epätasaista ja haasteita varmasti ilmaantuu tulevinakin vuosina. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön panostukset kansainvälistymiseen, laaja-alaiseen kyberuhkaosaamiseen, omaan digitaaliseen alustaan sekä jatkuvien, skaalautuvien palvelumallien kehitykseen ovat kuitenkin luoneet selvää arvoa. Siten näemme yhtiön valitseman, samaa kasvureseptiä toteuttavan strategian edelleen relevanttina vuoteen 2024 ulottuvaa strategiakautta tarkasteltaessa. Lyhyellä tähtäimellä yhtiön on kuitenkin laitettava sisäisesti tehokkuus kuntoon, ennen kuin sillä on edellytyksiä uusiin yrityskauppoihin ja kasvun kiihdyttämiseen. Riskinä nykytilanteessa on ongelmien pitkittyminen tai uusien ongelmien ilmaantuminen, joiden todennäköisyyttä käynnissä oleva koronaepidemia nostaa.

Ennustemuutokset	2020	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	52,5	51,1	-3 %	63,0	61,3	-3 %	72,5	70,5	-3 %
Käyttökate	1,2	-0,2	-118 %	4,2	3,6	-14 %	6,5	5,5	-15 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,4	-1,8	330 %	2,4	2,0	-18 %	4,7	3,9	-18 %
Liikevoitto	-0,8	-2,2	170 %	2,0	1,6	-21 %	4,3	3,5	-20 %
Tulos ennen veroja	-1,4	-2,8	98 %	1,6	1,1	-27 %	3,9	3,0	-23 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,10	-0,25	151 %	0,21	0,17	-21 %	0,47	0,38	-21 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Indes

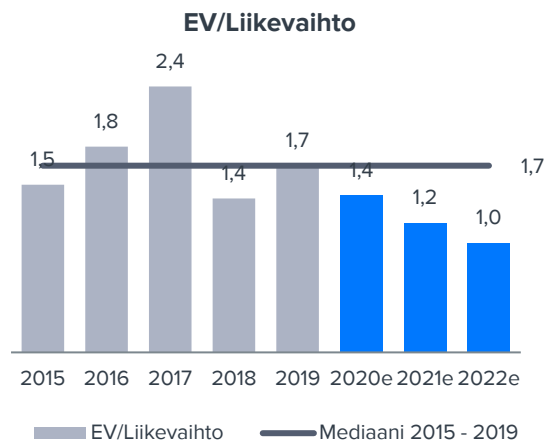
## Katso toimitusjohtajan Q1-haastattelu:



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,91	6,05	11,0	7,60	10,5	<b>8,22</b>	<b>8,22</b>	<b>8,22</b>	<b>8,22</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,11	6,19	6,63	7,23	7,41	<b>7,41</b>	<b>7,41</b>	<b>7,41</b>	<b>7,41</b>
Markkina-arvo	30	39	80	55	78	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
Yritysarvo (EV)	27	39	76	55	85	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>66</b>
P/E (oik.)	20,6	>100	>100	neg.	neg.	neg.	<b>48,7</b>	<b>21,9</b>	<b>15,7</b>
P/E	43,7	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>69,1</b>	<b>25,2</b>	<b>17,3</b>
P/Kassavirta	neg.	neg.	27,0	neg.	neg.	neg.	<b>59,7</b>	<b>27,1</b>	<b>18,8</b>
P/B	3,8	4,7	4,2	3,3	5,1	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>
P/S	1,7	1,8	2,5	1,4	1,5	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	1,4	1,7	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
EV/EBITDA (oik.)	13,0	48,8	69,0	neg.	>100	neg.	<b>19,4</b>	<b>12,5</b>	<b>9,6</b>
EV/EBIT (oik.)	13,6	78,9	>100	neg.	neg.	neg.	<b>36,0</b>	<b>17,8</b>	<b>12,7</b>
Osinko/tulos (%)	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>30,0 %</b>
Osinkotuotto-%	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>1,7 %</b>

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	0,66	25	40	26,8	20,1	7,3	7,3	0,6	0,6	18,6	10,9			1,1
Bouvet ASA	408,49	367	351	14,6	13,1	11,7	10,6	1,6	1,5	19,5	17,6	4,5	5,0	11,5
Digia Oyj	4,29	122	144	11,7	10,8	8,0	7,7	1,0	0,9	13,2	12,0	2,9	3,5	2,0
Enea AB	137,80	277	298	13,8	13,0	10,1	9,4	3,1	2,9	15,4	14,4		2,1	
HiQ International AB	34,75	185	178	10,2	8,5	8,4	7,1	1,1	1,0	13,8	11,3	9,0	9,8	2,4
Silli Solutions Oyj	8,28	58	57	14,3	8,8	7,7	6,0	0,7	0,6	16,3	10,5	3,9	5,6	2,6
Solteq Oyj	0,97	19	51	25,4	14,5	7,3	6,0	0,9	0,9		18,2	4,5	5,0	0,8
Tieto Oyj	20,08	2383	3452	12,2	10,6	8,3	7,5	1,2	1,2	10,7	9,6	5,9	6,4	1,4
Knowit AB (publ)	131,40	246	239	7,3	6,7	5,9	5,5	0,7	0,7	9,6	8,8	5,4	5,8	1,9
Vincit Oyj	3,48	43	40	40,2	13,4	10,0	6,7	0,8	0,8	22,0	12,1	4,0	4,3	2,1
Gofore Oyj	7,20	104	87	13,4	10,9	10,2	8,3	1,2	1,2	16,1	14,5	3,5	3,7	3,1
F-Secure Oyj	2,44	400	413	38,2	24,1	15,0	12,2	1,8	1,7	41,7	30,0	1,3	1,7	4,9
NCC Group	167,60	542	596	21,3	23,4	15,1	16,5	2,1	2,2	27,5	29,8	2,8	2,8	2,0
SecureWorks	11,60	838	671			65,9	96,0	1,3	1,3					1,4
<b>Nixu (Inderes)</b>	<b>8,22</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>-39,3</b>	<b>36,0</b>	<b>-333,8</b>	<b>19,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-32,9</b>	<b>48,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>19,2</b>	<b>13,7</b>	<b>13,6</b>	<b>14,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>18,7</b>	<b>15,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>2,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,3</b>	<b>13,0</b>	<b>9,2</b>	<b>7,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>16,2</b>	<b>12,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>					<b>177 %</b>		<b>155 %</b>	<b>22 %</b>	<b>6 %</b>		<b>301 %</b>			<b>128 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: 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	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	32,3	19,5	20,7	40,1	25,7	25,5	51,2	26,3	24,8	51,1	61,3	70,5	79,0
Käyttökate	1,1	-0,7	0,4	-0,3	2,0	-1,1	0,8	-0,7	0,5	-0,2	3,6	5,5	6,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,4	-0,8	-1,2	-0,9	-2,5	-3,5	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,8	-0,5	-0,2	-0,8	1,1	-1,6	-0,5	-1,5	-0,3	-1,8	2,0	3,9	5,2
Liikevoitto	0,5	-1,0	-0,4	-1,5	1,0	-3,7	-2,6	-1,7	-0,5	-2,2	1,6	3,5	4,8
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	0,1	-1,3	-0,6	-1,9	0,7	-4,0	-3,3	-2,0	-0,8	-2,8	1,1	3,0	4,4
Verot	-0,3	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,4	0,2	0,6	-0,2	-0,6	-0,9
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	-1,6	-0,7	-2,3	0,9	2,4	3,5
EPS (oikaistu)	0,01	-0,09	-0,09	-0,18	0,08	-0,27	-0,19	-0,19	-0,06	-0,25	0,17	0,38	0,52
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,16	-0,11	-0,27	0,07	-0,54	-0,48	-0,21	-0,09	-0,30	0,12	0,33	0,47

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	50,2 %	33,6 %	16,7 %	24,3 %	31,9 %	23,3 %	27,5 %	2,4 %	-2,7 %	-0,2 %	20,0 %	15,0 %	12,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	52,8 %	-193,0 %	-228,6 %	-202,0 %	-	-	-	-	-	-	-	96,7 %	34,8 %
Käyttökate-%	3,4 %	-3,4 %	2,0 %	-0,6 %	7,7 %	-4,5 %	1,6 %	-2,6 %	1,9 %	-0,4 %	5,9 %	7,8 %	8,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	-2,7 %	-1,2 %	-1,9 %	4,3 %	-6,4 %	-1,0 %	-5,6 %	-1,3 %	-3,5 %	3,2 %	5,5 %	6,6 %
Nettotulos-%	-0,5 %	-5,9 %	-3,9 %	-4,9 %	1,9 %	-15,7 %	-6,9 %	-6,0 %	-2,7 %	-4,4 %	1,4 %	3,4 %	4,5 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>14,2</b>	<b>21,2</b>	<b>21,0</b>	<b>20,8</b>	<b>20,8</b>
Liikearvo	9,6	13,9	13,9	13,9	13,9
Aineettomat hyödykkeet	1,6	2,9	2,8	2,6	2,5
Käyttöomaisuus	3,0	3,9	3,8	3,9	4,1
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	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>21,2</b>	<b>20,1</b>	<b>17,9</b>	<b>21,8</b>	<b>26,5</b>
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	15,3	18,1	20,9
Likvidit varat	9,3	3,9	2,6	3,7	5,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>35,3</b>	<b>41,3</b>	<b>38,8</b>	<b>42,6</b>	<b>47,3</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>16,8</b>	<b>15,4</b>	<b>13,1</b>	<b>14,0</b>	<b>16,4</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,1	-3,4	-5,7	-4,8	-2,4
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>
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	3,9	4,2	3,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>16,0</b>	<b>23,2</b>	<b>21,2</b>	<b>23,8</b>	<b>26,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	6,8	8,8	8,9	9,1	9,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,2	14,4	12,3	14,7	16,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>35,3</b>	<b>41,3</b>	<b>38,8</b>	<b>42,6</b>	<b>47,3</b>



# DCF-laskelma

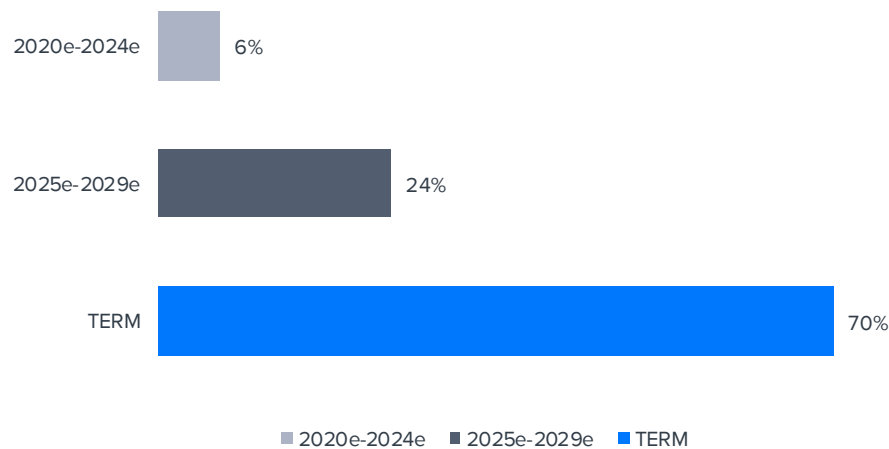
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,2</b>	
+ Kokonaispoistot	3,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	
- Maksetut verot	0,0	0,6	-0,2	-0,6	-0,9	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,3</b>	
+ 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	-1,9	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-1,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-8,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>5,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>9,1</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	-8,5	-2,8	1,0	2,3	3,2	5,2	8,3	8,3	8,3	7,7	9,1	144
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>62,7</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		90,1	92,8	91,9	90,2	87,8	84,4	79,3	74,6	70,3	66,6	62,7
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>90,1</b>										
- Korolliset velat		-10,9										
+ Rahavarat		3,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>83,2</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,2</b>										

## 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	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	32,3	40,1	51,2	<b>51,1</b>	<b>61,3</b>	EPS (raportoitu)	-0,03	-0,27	-0,48	<b>-0,30</b>	<b>0,12</b>
Käyttökate	1,1	-0,3	0,8	<b>-0,2</b>	<b>3,6</b>	EPS (oikaistu)	0,01	-0,18	-0,19	<b>-0,25</b>	<b>0,17</b>
Liikevoitto	0,5	-1,5	-2,6	<b>-2,2</b>	<b>1,6</b>	Operat. kassavirta / osake	-0,04	-0,04	0,24	<b>-0,14</b>	<b>0,39</b>
Voitto ennen veroja	0,1	-1,9	-3,3	<b>-2,8</b>	<b>1,1</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,45	-0,09	-1,14	<b>-0,38</b>	<b>0,14</b>
Nettovoitto	-0,2	-2,0	-3,5	<b>-2,3</b>	<b>0,9</b>	Omapääoma / osake	2,85	2,33	2,08	<b>1,77</b>	<b>1,89</b>
Kertaluontoiset erät	-0,3	-0,7	-2,1	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	36,8	35,3	41,3	<b>38,8</b>	<b>42,6</b>	Liikevaihdon kasvu-%	50 %	24 %	28 %	<b>0 %</b>	<b>20 %</b>
Oma pääoma	18,9	16,8	15,4	<b>13,1</b>	<b>14,0</b>	Käyttökateen kasvu-%	38 %	-123 %	-430 %	<b>-125 %</b>	<b>-1805 %</b>
Liikearvo	9,8	9,6	13,9	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	53 %	-202 %	-32 %	<b>246 %</b>	<b>-208 %</b>
Nettovelat	-3,4	-0,1	7,0	<b>10,3</b>	<b>9,6</b>	EPS oik. kasvu-%	-23 %	-1322 %	7 %	<b>30 %</b>	<b>-168 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	3,4 %	-0,6 %	1,6 %	<b>-0,4 %</b>	<b>5,9 %</b>
Käyttökate	1,1	-0,3	0,8	<b>-0,2</b>	<b>3,6</b>	Oik. Liikevoitto-%	2,4 %	-1,9 %	-1,0 %	<b>-3,5 %</b>	<b>3,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,1	0,1	0,9	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	Liikevoitto-%	1,5 %	-3,6 %	-5,1 %	<b>-4,3 %</b>	<b>2,6 %</b>
Operatiivinen kassavirta	-0,3	-0,3	1,8	<b>-1,0</b>	<b>2,9</b>	ROE-%	-1,3 %	-11,0 %	-21,9 %	<b>-15,8 %</b>	<b>6,5 %</b>
Investoinnit	-6,2	-2,4	-10,4	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	ROI-%	2,5 %	-5,4 %	-10,1 %	<b>-8,5 %</b>	<b>6,0 %</b>
Vapaa kassavirta	3,0	-0,7	-8,5	<b>-2,8</b>	<b>1,0</b>	Omavaraisuusaste	51,4 %	47,6 %	37,3 %	<b>33,8 %</b>	<b>32,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-17,9 %	-0,7 %	45,4 %	<b>78,5 %</b>	<b>68,8 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Nordea Bank Ab (Hallintarekisteröidy)			11,1 %			EV/Liikevaihto	2,4	1,4	1,7	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
Gylfe Bo Peter			9,9 %			EV/EBITDA (oik.)	69,0	neg.	>100	<b>neg.</b>	<b>19,4</b>
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Varma			3,6 %			EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>36,0</b>
Tenendum Oy			3,4 %			P/E (oik.)	>100	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>48,7</b>
Skandiska Enskilda Banken Ab (hallintarekisteröity)			2,8 %			P/B	4,2	3,3	5,1	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka			2,8 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

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 suosituksen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenettelmät 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
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 €
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 €
16.4.2020	Vähennä	8,20 €	8,22 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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 analyysia osoitteessa [www.inderes.fi](http://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



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**