

Nixu

Yhtiöraportti

16.4.2021 07:54



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Loppuvuoden piristynvä kasvunäkymä pitkälti ennallaan

Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja 11,5 euron tavoitehinnan. Nixun Q1:n liikevaihto ja kannattavuus olivat pieni pettymys puolivuotistason ennusteisiimme nähden, kun koronatilanne ja henkilöstön vaihtuvuus hidastavat ensimmäisen vuosipuoliskon kasvua hieman aiempia odotuksiamme enemmän. Näkymien perusteella vauhdin pitäisi kiihtyä kuitenkin selvästi toisella vuosipuoliskolla, ja siten Nixun tänä vuonna asteittain vahvistuva kasvutarina on pitkälti ennallaan. Siihen nähden osakkeen arvostus (2021e EV/S: 1,4x) näyttää edelleen kohtuulliselta.

Liikevaihto kehittyi vaisusti alkuvuodesta

Nixun Q1-liikevaihto laski 6 % 13,1 MEUR:oon (Q1'20: 14,0 MEUR). Liikevaihdon pehmeän kehityksen taustalla on edelleen koronatilanne, joka jarruttaa kyberturvapalveluiden kysyntää lyhyellä aikavälillä. Vertailukaudella liiketoimintaympäristö oli vielä lähes normaali. Lisäksi viime vuonna tehtyjen säästötoimenpiteiden jälkeen Nixu lähti tähän vuoteen pienemmällä henkilöstömäärällä, mikä näkyy liikevaihdossa. Yhtiön mukaan alkuvuoden myyntisuoritus oli kuitenkin kohtuullisen hyvä ja tilauskertymä kehittyi suotuisasti. Siten tahdin pitäisi kiihtyä kesää kohti ja Nixu arvioi pääsevänsä täyteen kasvuvauhtiin toisen vuosipuoliskon aikana.

Viime vuoden perustan korjaus näkyi jälleen parantuneessa kannattavuudessa

Nixun kannattavuus parani alkuvuodesta, kun viime vuonna tehdyt kustannussäästöt näkyivät odotetusti tuloksessa. Q1:n käyttökate oli 0,37 MEUR, mikä heijastelee selkeää parannusta pehmeästä vertailukaudesta (Q1'20: -0,37 MEUR). Oikaistu käyttökate oli 0,44 MEUR (Q1'20: 0,01 MEUR), mikä vastaa noin 3 %:n käyttökatemarginaalia. Kokonaisuutena alkuvuoden tuloskehitys jäi kuitenkin hieman odotuksistamme heijastellen heikompaa liikevaihtoa, eikä myöskään Nixu ollut tyytyväinen alkuvuoden suoritukseen. H2:lla yhtiö arvioi kannattavuutensa paranevan kiihtyvän kasvun myötä, mutta jäävän alle viime vuoden tason (H2'20: 11 %).

Kasvuvaihteen pitäisi löytyä toisella vuosipuoliskolla

Vaisusta vuoden aloituksesta huolimatta Nixu toisti näkymänsä ja ohjeistaa liikevaihtonsa kasvavan orgaanisesti ja käyttökateen paranevan edellisvuodesta (2020: 2,9 MEUR). Yhtiö arvioi liiketoiminnan tahdin kiihtyvän kesää kohti, kun uudet rekrytoinnit ja uusi toimintamalli yhdessä kyberturvamarkkinan piristyvän näkymän kanssa alkavat heijastua kasvuun. Tarkistimme Q1-numeroiden pohjalta lähivuosien ennusteitamme alaspäin, mutta iso kuva yhtiön asteittain vahvistuvan kasvutarinan suhteen on ennallaan. Ennustamme nyt Nixun liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 5 % 55,9 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 3,3 MEUR (EBITDA-% 6 %). Vuonna 2022 odotamme kasvun kiihtyvän 15 %:iin ja käyttökateen olevan 7 %.

Arvostus on maltillinen kasvutarinan vahvistuessa

Ennusteillamme Nixun 2021e-2022e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,4x ja 1,2x. Kertoimet ovat yhtiön historiaan nähden matalalla tasolla, mutta toisaalta niin on yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmäkin tällä hetkellä. Tulos pohjaisesta arvostuksesta joudutaan hakemaan tukea usean vuoden päästä. Pehmeästä alkuvuodesta huolimatta Nixu on edelleen palamaassa tänä vuonna kannattavan kasvun polulle, ja arvioimme asteittain vahvistuvan tarinan tukevan osakkeen arvostusta. Koronakriisi myös vahvistaa kyberturvamarkkinan entuudestaan vahvoja pitkän aikavälin fundamentteja, ja odotamme Nixun kasvun kiihtyvän tilanteen normalisoituessa.

Suositus

Lisää

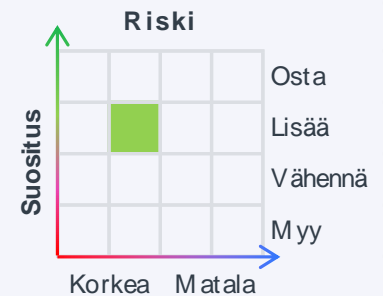
(aik. Lisää)

11,50 EUR

(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:

10,35



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	53,3	55,9	64,3	73,9
kasvu-%	4 %	5 %	15 %	15 %
EBIT oik.	0,5	1,5	2,9	4,6
EBIT-% oik.	0,9 %	2,7 %	4,6 %	6,2 %
Nettotulos	-1,8	0,6	1,7	3,1
EPS (oik.)	-0,12	0,12	0,27	0,46

P/E (oik.)	neg.	88,2	38,3	22,4
P/B	5,1	5,3	4,7	4,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	53,0	27,0	16,6
EV/EBITDA	25,4	24,2	17,2	12,3
EV/Liikevaihto	1,4	1,4	1,2	1,0

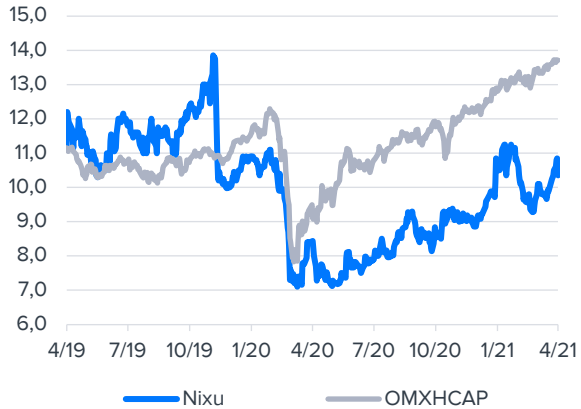
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

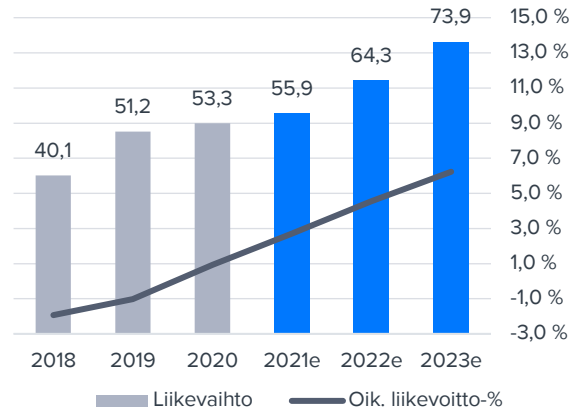
"Nixu arvioi liikevaihtonsa kasvavan orgaanisesti ja käyttökateen paranevan tilikaudesta 2020. Samalla yhtiö lisää kasvupanostuksia."

Osakekurssi



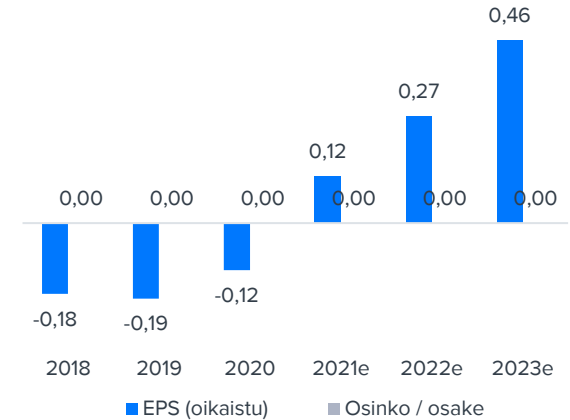
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Hyvä markkina-asema houkuttelevasti kasvavalla 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

- Liikevaihtokertoimella arvostus näyttää kohtuulliselta asteittain vahvistuvan kasvutarinan valossa
- Tuloskertoimista ei saada tukea arvostukselle
- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Strategian eteneminen ja vahva kasvu luo arvoa

Kasvuvaihteen pitäisi löytyä toisella vuosipuoliskolla

Ennusteissa tarkistuksia alaspäin

Tarkistimme Q1-katsauksen pohjalta lähivuosien ennusteitamme alaspäin. Absoluuttisin numeroin muutokset olivat suhteellisen pieniä ja eivät muuta isoa kuvaa Nixun kasvutarinan suhteen.

Vaisusta vuoden aloituksesta huolimatta Nixu toisti näkymänsä ja ohjeistaa liikevaihtonsa kasvavan orgaanisesti ja käyttökatteen paranevan edellisvuodesta (2020: 2,9 MEUR). Yhtiö aikoo myös odotetusti lisätä kasvupanostuksia, jonka vuoksi emme odota merkittävää parannusta kannattavuuteen lähivuosina. Nixu arvioi edelleen, että koronan myötä kiihtynyt digitalisaatioaalto alkaa näkyä tänä vuonna kyberturvapalveluiden kasvavana kysyntänä. Nixun henkilöstön vaihtuvuus oli tavallista voimakkaampaa loppuvuodesta 2020, mikä jarrutti alkuvuoden liikevaihdon kehitystä jatkuneen koronatilanteen lisäksi. Yhtiö vaikutti kuitenkin

luottavaiselta kasvun kiihtymisen suhteen H2:lla, kun uusi toimintamalli ja uudet rekrytoinnit saadaan ensimmäisellä vuosipuoliskolla ajettua ylös.

Ennustamme nyt Nixun liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 5 % 55,9 MEUR:oon ja käyttökatteen olevan 3,3 MEUR (EBITDA-% 6 %). Kasvun osalta odotamme Q2:lla liikevaihdon jäävän vielä edellisvuoden tasolle, mutta kiihtyvän selvästi H2:n aikana (+14 %). Tuolloin vastassa on myös koronan pehmittämä vertailukausi. Vuonna 2022 odotamme kasvun kiihtyvän 15 %:iin ja käyttökatteen olevan 7 %.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2021e		Muutos %	2022e		Muutos %	2023e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	57,5	55,9	-3 %	66,1	64,3	-3 %	76,1	73,9	-3 %
Käyttökate	3,7	3,3	-11 %	5,2	4,6	-11 %	6,9	6,2	-10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,0	1,5	-24 %	3,6	2,9	-18 %	5,3	4,6	-14 %
Liikevoitto	1,6	1,2	-25 %	3,2	2,6	-18 %	5,0	4,3	-13 %
Tulos ennen veroja	1,1	0,7	-37 %	2,7	2,1	-21 %	4,6	3,9	-15 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,17	0,12	-31 %	0,34	0,27	-21 %	0,54	0,46	-15 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan Q1-haastattelu:



Arvostus on maltillinen kasvutarinan vahvistuessa

Tuotto-odotus hyvällä tasolla kasvustrategian päästessä normaaleille urille

Ennusteillamme Nixun 2021e-2022e

EV/liikevaihtokertoimet ovat 1,4x ja 1,2x. Kertoimet ovat yhtiölle historiaan nähden edelleen matalalla tasolla, mutta toisaalta niin on yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmäkin tällä hetkellä.

Tulospohjaiset kertoimet ovat lyhyellä tähtäimellä korkeita ja niistä saadaan arvostukselle tukea vasta useamman vuoden päästä (2023e oik. P/E 22x).

Alkuvuoden vaisusta kehityksestä huolimatta Nixun kannattavuushaasteet on selätetty ja yhtiö on siirtymässä tänä vuonna kannattavan kasvun polulle. Haasteiden alta esiin kuoriutunut kasvutarina on viimeisen vuoden aikana asteittain alkanut heijastua jälleen Nixun osakkeeseen, joka otti pahasti siipeensä koronakriisissä. Nykyinen liikevaihtopohjainen arvostus näyttää kuitenkin edelleen maltilliselta vahvistuvaan tarinaan peilattuna. Nixun pitkän aikavälin tavoitteet ovat edelleen kunnianhimoisia ja yhtiö tavoittelee 15-25 %:n vuotuista orgaanista kasvua. Mikäli yhtiö etenee tällä strategiapolulla, on osakkeen tuotto-odotus tulevana vuosina hyvä, olettaen nykyisen liikevaihtokertoimen pysyttelevän edes suunnilleen vakaana.

Nixun arvostus on maltillinen myös kyberturvasektorin arvostustasoihin nähden. Yhtiön kyberturvan palveluyhtiöverrokkeja NCC Groupia ja SecureWorksiä hinnoitellaan tällä hetkellä 3,0x ja 1,7x liikevaihtokertoimilla. IT-konsultteihin nähden Nixun liikevaihtokerroin on hieman alle mediaanitason (1,5x). Koko vertailuryhmän mediaanikerroin on tälle vuodelle 1,9x.

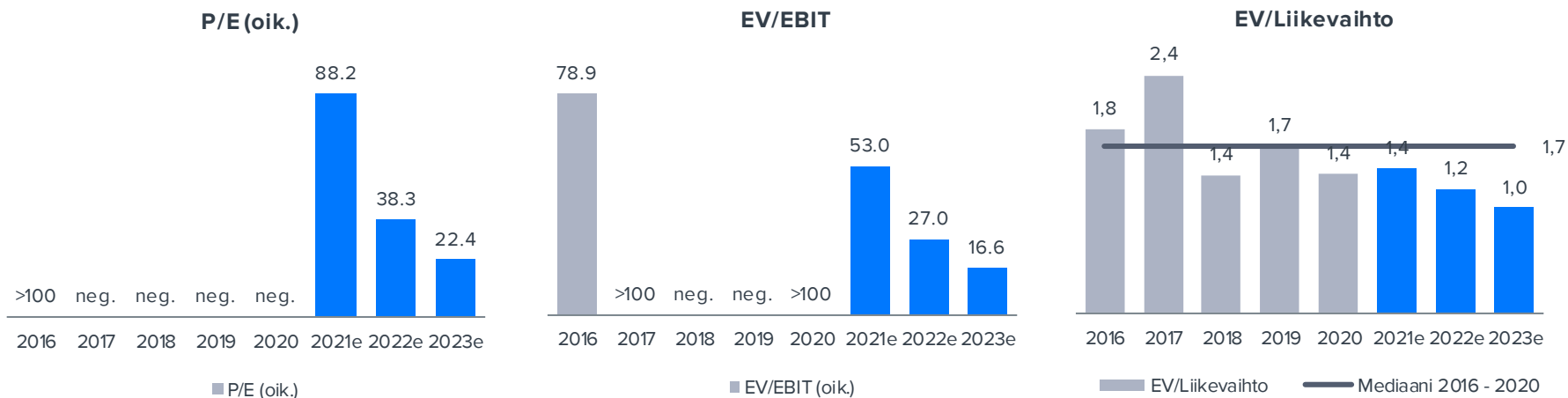
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	7,41	7,41	7,41
Markkina-arvo	77	77	77
Yritysarvo (EV)	80	79	77
P/E (oik.)	88,2	38,3	22,4
P/E	>100	45,0	24,6
P/Kassavirta	neg.	48,9	28,8
P/B	5,3	4,7	4,0
P/S	1,4	1,2	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	24,2	17,2	12,3
EV/EBIT (oik.)	53,0	27,0	16,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,05	11,0	7,60	10,5	9,62	10,4	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	6,19	6,63	7,23	7,41	7,41	7,41	7,41	7,41	7,41
Markkina-arvo	39	80	55	78	71	77	77	77	77
Yritysarvo (EV)	39	76	55	85	74	80	79	77	73
P/E (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	88,2	38,3	22,4	16,1
P/E	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	45,0	24,6	17,2
P/Kassavirta	neg.	32,3	neg.	neg.	13,0	neg.	48,9	28,8	20,7
P/B	4,7	4,2	3,3	5,1	5,1	5,3	4,7	4,0	3,2
P/S	1,8	2,5	1,4	1,5	1,3	1,4	1,2	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,8	2,4	1,4	1,7	1,4	1,4	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	48,8	>100	neg.	81,1	25,4	24,2	17,2	12,3	9,4
EV/EBIT (oik.)	78,9	>100	neg.	neg.	>100	53,0	27,0	16,6	11,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Innofactor Plc	2,0	73	86	17,2	12,3	9,5	9,0	1,2	1,2	17,1	14,6	2,3	3,1	2,9
Bouvet ASA	683,0	695	660	20,1	17,8	16,4	14,7	2,5	2,2	27,5	24,3	3,3	3,7	18,3
Digia Oyj	8,1	215	226	16,1	15,0	11,1	10,4	1,5	1,4	20,1	18,3	2,1	2,4	3,2
Enea AB	238,0	498	526	21,6	16,5	14,7	11,8	5,3	4,6	26,6	20,1			3,0
Siili Solutions Oyj	17,3	121	109	15,6	11,5	8,7	7,5	1,1	1,0	15,7	12,8	2,3	2,6	4,7
Solteq Oyj	5,1	99	126	16,8	14,8	9,7	9,0	1,9	1,7	22,3	18,3	2,0	2,6	3,5
Tieto Oyj	28,2	3354	4244	12,6	11,7	8,6	8,1	1,5	1,5	12,2	11,4	5,2	5,1	2,0
Knowit AB (publ)	298,5	570	543	15,1	13,7	12,1	11,0	1,5	1,4	21,4	19,2	2,4	2,6	3,6
Vincit Oyj	10,4	127	119	16,9	14,8	13,2	11,9	2,0	1,8	19,3	16,8	1,9	2,1	4,6
Gofore Oyj	23,6	317	303	24,2	20,2	17,3	15,9	3,0	2,7	28,6	25,1	1,3	1,5	7,4
F-Secure Oyj	4,1	656	646	29,1	24,6	17,8	16,0	2,8	2,6	42,8	35,5	1,1	1,0	7,2
NCC Group	280,0	904	945	24,9	21,4	17,6	15,4	3,0	2,7	33,1	27,6	1,7	1,7	
SecureWorks	14,1	958	774	43,5		27,5		1,7	1,7	61,6				1,7
Nixu (Inderes)	10,35	77	80	53,0	27,0	24,2	17,2	1,4	1,2	88,2	38,3	0,0	0,0	5,3
Keskiarvo				21,1	16,2	14,2	11,7	2,2	2,0	26,8	20,3	2,3	2,6	5,2
Mediaani				17,2	14,9	13,2	11,4	1,9	1,7	22,3	18,8	2,1	2,6	3,5
Erotus-% vrt. mediaani				209 %	81 %	84 %	51 %	-23 %	-30 %	296 %	104 %	-100 %	-100 %	49 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	40,1	25,7	25,5	51,2	27,7	25,6	53,3	26,8	29,1	55,9	64,3	73,9
Käyttökate	-0,3	2,0	-0,9	1,0	0,1	2,8	2,9	0,8	2,5	3,3	4,6	6,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,9	-2,7	-3,7	-1,1	-2,5	-3,6	-1,1	-1,1	-2,1	-2,0	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,8	1,1	-1,6	-0,5	0,0	0,5	0,5	-0,1	1,6	1,5	2,9	4,6
Liikevoitto	-1,5	1,0	-3,7	-2,6	-1,1	0,4	-0,7	-0,2	1,5	1,2	2,6	4,3
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,7	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	-1,9	0,7	-4,0	-3,2	-1,4	0,0	-1,4	-0,5	1,2	0,7	2,1	3,9
Verot	0,0	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,5	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8
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
Nettotulos	-2,0	0,5	-4,0	-3,5	-1,5	-0,4	-1,8	-0,4	1,0	0,6	1,7	3,1
EPS (oikaistu)	-0,18	0,08	-0,27	-0,19	-0,08	-0,04	-0,12	-0,03	0,15	0,12	0,27	0,46
EPS (raportoitu)	-0,27	0,07	-0,54	-0,47	-0,20	-0,05	-0,25	-0,05	0,13	0,08	0,23	0,42

Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	24,3 %	31,9 %	23,3 %	27,5 %	7,7 %	0,5 %	4,1 %	-3,2 %	13,6 %	4,9 %	15,0 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-	-	-	-	-	-	-	219 %	209 %	93,8 %	57,1 %
Käyttökate-%	-0,6 %	7,7 %	-3,6 %	2,0 %	0,2 %	11,1 %	5,4 %	3,0 %	8,6 %	5,9 %	7,1 %	8,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,9 %	4,3 %	-6,4 %	-1,0 %	-0,1 %	2,0 %	0,9 %	-0,4 %	5,5 %	2,7 %	4,6 %	6,2 %
Nettotulos-%	-4,9 %	1,9 %	-15,7 %	-6,9 %	-5,3 %	-1,5 %	-3,4 %	-1,5 %	3,3 %	1,0 %	2,7 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	21,2	18,5	18,2	18,0	17,9
Liikearvo	13,9	12,7	12,7	12,7	12,7
Aineettomat hyödykkeet	2,9	2,5	2,5	2,4	2,3
Käyttöomaisuus	3,9	3,0	2,7	2,6	2,6
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	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	20,1	22,2	20,5	24,2	27,8
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	16,2	16,2	16,5	19,0	21,9
Likvidit varat	3,9	6,0	3,9	5,1	5,9
Taseen loppusumma	41,3	40,7	38,7	42,2	45,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	15,4	14,0	14,6	16,3	19,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-3,4	-5,0	-4,5	-2,8	0,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,7	19,0	19,0	19,0	19,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,7	6,9	5,6	5,4	4,7
Laskennalliset verovelat	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,1	6,4	5,1	4,9	4,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	23,2	19,8	18,5	20,5	21,6
Lainat rahoituslaitoksilta	8,8	1,9	2,3	2,5	1,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,4	17,9	16,2	18,0	20,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	41,3	40,7	38,7	42,2	45,7

DCF-laskelma

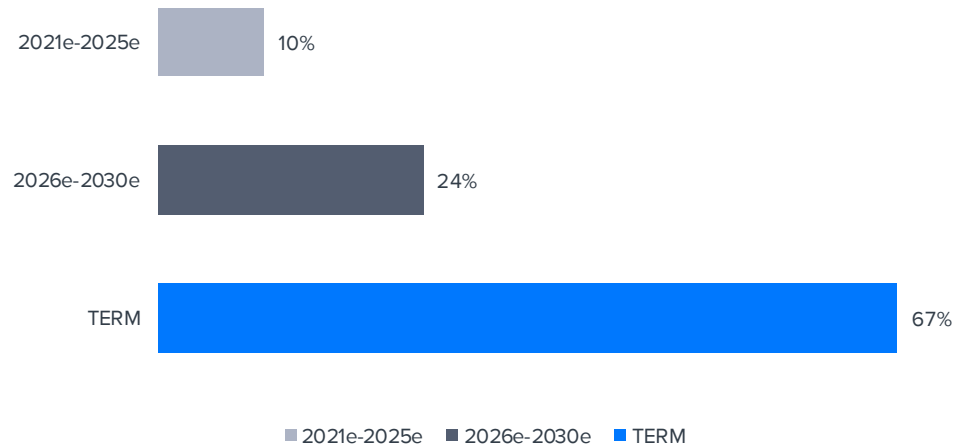
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,7	1,2	2,6	4,3	5,9	7,3	9,6	11,0	11,4	10,7	10,9	
+ Kokonaispoistot	3,6	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
- Maksetut verot	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	-1,1	-1,4	-1,9	-2,2	-2,3	-2,1	-2,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-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	3,6	-2,1	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	6,3	1,0	3,4	4,5	5,5	6,5	8,3	10,4	10,8	10,2	10,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,0	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,5	-0,8	1,6	2,7	3,7	4,7	6,5	8,6	9,0	8,4	8,6	
+/- 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	5,5	-0,8	1,6	2,7	3,7	4,7	6,5	8,6	9,0	8,4	8,6	136
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,8	1,4	2,1	2,7	3,1	4,0	4,8	4,6	4,0	3,7	59,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		88,6	89,4	88,0	85,9	83,2	80,1	76,1	71,3	66,7	62,7	59,0
Velaton arvo DCF		88,6										
- Korolliset velat		-8,3										
+ Rahavarat		6,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		86,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,7										

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: Ideres

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osaakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	40,1	51,2	53,3	55,9	64,3	EPS (raportoitu)	-0,27	-0,47	-0,25	0,08	0,23
Käyttökate	-0,3	1,0	2,9	3,3	4,6	EPS (oikaistu)	-0,18	-0,19	-0,12	0,12	0,27
Liikevoitto	-1,5	-2,6	-0,7	1,2	2,6	Operat. kassavirta / osake	-0,04	0,27	0,85	0,13	0,45
Voitto ennen veroja	-1,9	-3,2	-1,4	0,7	2,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,37	-1,14	0,74	-0,11	0,21
Nettovoitto	-2,0	-3,5	-1,8	0,6	1,7	Omapääoma / osake	2,33	2,08	1,89	1,97	2,20
Kertaluontoiset erät	-0,7	-2,1	-1,2	-0,3	-0,3	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	35,3	41,3	40,7	38,7	42,2	Liikevaihdon kasvu-%	24 %	28 %	4 %	5 %	15 %
Oma pääoma	16,8	15,4	14,0	14,6	16,3	Käyttökateen kasvu-%	-141 %	-512 %	177 %	14 %	39 %
Liikearvo	9,6	13,9	12,7	12,7	12,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-388 %	-32 %	-194 %	209 %	94 %
Nettovelat	-0,1	7,0	2,2	3,5	2,3	EPS oik. kasvu-%	200 %	7 %	-38 %	-199 %	131 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	-0,6 %	2,0 %	5,4 %	5,9 %	7,1 %
Käyttökate	-0,3	1,0	2,9	3,3	4,6	Oik. Liikevoitto-%	-1,9 %	-1,0 %	0,9 %	2,7 %	4,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,1	0,9	3,6	-2,1	-0,7	Liikevoitto-%	-3,6 %	-5,1 %	-1,3 %	2,2 %	4,1 %
Operatiivinen kassavirta	-0,3	2,0	6,3	1,0	3,4	ROE-%	-11,0 %	-21,9 %	-12,5 %	4,0 %	11,1 %
Investoinnit	-2,4	-10,6	-1,0	-1,8	-1,8	ROI-%	-5,4 %	-10,1 %	-2,9 %	5,5 %	11,5 %
Vapaa kassavirta	-2,7	-8,5	5,5	-0,8	1,6	Omavaraisuusaste	47,6 %	37,3 %	34,4 %	37,7 %	38,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-0,7 %	45,4 %	16,0 %	23,8 %	14,1 %
Suurimmat omistajat				%- osakkeista		Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Gylfe Bo Peter				9,7 %		EV/Liikevaihto	1,4	1,7	1,4	1,4	1,2
Nordea Bank (hallintarekisteri)				4,9 %		EV/EBITDA (oik.)	neg.	81,1	25,4	24,2	17,2
Turret Oy				4,4 %		EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	53,0	27,0
OP Suomi Pienyhtiöt sijoitusrahasto				3,8 %		P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	88,2	38,3
Varma				3,5 %		P/B	3,3	5,1	5,1	5,3	4,7
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka				3,4 %		Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttämät 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöityinä 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
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 €
12.2.2021	Lisää	11,50 €	10,80 €
16.4.2021	Lisää	11,50 €	10,35 €

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 analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**