

## Arvostustaso edelleen kireä

Toistamme Nixun vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 12,5 euroon (aik. 13,0 euroa). Yhtiön vahva kasvu H1:llä osui ennusteeseemme, mutta panostukset kasvuun ja kansainvälistymiseen painoivat tulosta selvästi odotuksiamme edemmän. Kyberturvapalveluiden markkinalla arvonluonti tulee tällä hetkellä kasvusta, sillä erityisesti jatkuvissa palveluissa voimakkaasti kasvavia markkinoita jaetaan nyt. Nixu investoi edelleen tämän markkinan haltuunottoon. Alkuvuoden perusteella kasvu tulee yhä hyvin läpi, mutta sen eteen joudutaan uhraamaan odottamaamme enemmän tulosta. Nixun pitkän aikavälin kasvutarina on yhä houkutteleva, mutta pidämme osaketta täyteen hinnoiteltuna nykyisellä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä.

### Kasvupanostukset söivät kannattavuuden H1:llä

Nixun H1-liikevaihto kasvoi täysin odotustemme mukaisesti noin 34 % hyvän orgaanisen kasvun (17 %) sekä yrityskauppojen vetämänä. Yhtiön kasvupanostukset rasittivat kannattavuutta kuitenkin odotuksiamme enemmän (EBITDA -0,7 MEUR vs. ennuste 0,1 MEUR). Nixu toisti näkymänsä (liikevaihto kasvaa n. 25 %, EBITDA lievästi positiivinen), mikä jättää H2:lle kirittävästä tuloksen suhteen, joten lievä tulosvaroitusriski on olemassa. Kyberturvan palvelumarkkinan nykyisessä kehitysvaiheessa kasvu on kuitenkin keskeinen arvonluonnin ajuri. Nixun kasvupanostukset kannattavuuden kustannuksella ovat yhä perusteltuja ja viimeisimpien suurten sopimusten perusteella Nixusta on tullut hyvin kilpailukykyinen myös suurista globaaleista asiakkaista kilpailtaessa. Strategia etenee, mutta kasvun hintalappu oli H1:llä odotuksia korkeampi.

### Jatkuvien palveluiden kasvu jälleen vahvaa

Nixu on onnistuneesti irrottamassa liiketoimintamalliaan perinteisestä konsulttiliiketoiminnasta investoimalla uusiin teknologiapohjaisiin palveluihin (jatkuvat palvelut +80 %, osuus lv:sta 37,5 %). Nämä uudet palvelumallit tukevat luontaisesti konsulttiliiketoimintaa sekä tuovat yhtiön liiketoimintamalliin jatkuvuutta ja skaalautuvuutta, mikä tekee Nixun sijoitusprofiilista houkuttelevamman. Kyberturvan valvomopalveluissa (H1-kasvu: 126 %, osuus lv:sta 9 %) markkinakysyntä on vahvaa ja Nixu on saanut hyvin jalansijaa Suomessa. Yhtiö laajentaa valvomopalveluitaan tällä hetkellä myös Ruotsiin. Uusien palveluiden ylösajo vaatii kuitenkin etupainotteisia investointeja, jotka osaltaan rasittavat kannattavuutta.

### Kv-liiketoimintojen kannattavuus lievästi huolestuttavaa

Nixun kansainväliset toiminnot olivat -1,1 MEUR tappiolla (H1'17: -0,4 MEUR), mikä painoi H1-tulosta tuntuvasti. Hollannissa yhtiöllä on ongelmia konsulttien käyttöasteiden kanssa, kun myynti ei ole vetänyt odotetusti. Ruotsissa kasvuvauhtia on jarruttanut käynnissä oleva operatiivisen toimintamallin muutos. Arvioimme kv-liikevaihdon orgaanisen kasvun olleen reilut 10 % H1:llä ja EBITDA-% oli noin -15 %. Kv-liiketoimintojen selvä tappiollisuus voi viitata siihen, että yhtiöllä on operatiivisia haasteita toimintojen ylösajossa yritysostojen jälkeen. Vaikka Nixu panostaa kv-toimintojen kasvuun, on palveluliiketoiminnassa -15 %:n marginaali erittäin heikko.

### Arvostusta katsottava nykyisen investointivaiheen ylitse

Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvavan lähivuosina orgaanisesti noin 20 %:n vauhtia, mutta kannattavuuden jäävän välttävälle tasolle (EBITDA-% 1-9 %) johtuen yhtiön kasvupanostuksista. Nixussa on houkutteleva tarina, mutta yhtiön omistajat joutuvat kantamaan riskiä nykyisen investointivaiheen onnistumisesta sekä sektorin arvostustasojen kestävydestä. Nixua hinnoitellaan nyt noin 2,2x EV/Liikevaihto-kertoimella (2018e), mikä on kipurajoilla oleva arvostus palveluyhtiölle.

#### Avainluvut

	Liikevaihto	Käyttökate (EBITDA)	EBITDA-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	EPS (oik.)	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E (oik.)	Osinko-tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	21,5	0,8	3,7 %	0,3	0,02	0,00	1,8	48,8	78,9	317,3	0,0 %
2017	32,3	1,1	3,4 %	0,1	0,01	0,00	2,4	69,0	100,2	752,0	0,0 %
2018e	40,7	0,3	0,9 %	-0,8	-0,02	0,00	2,2	258,1	318,9	-667,2	0,0 %
2019e	49,6	2,1	4,3 %	1,4	0,18	0,00	1,8	42,1	48,4	72,4	0,0 %
2020e	59,7	5,5	9,2 %	4,9	0,55	0,25	1,5	15,7	16,4	23,0	2,0 %
Markkina-arvo, MEUR			92	OPO / osake 2018e, EUR			2,53	CAGR EPS, 2017-2020, %			373 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-3	P/B 2018e			5,0	CAGR kasvu, 2017-2020, %			23 %
Yritysarvo (EV), MEUR			89	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-13,8 %	ROE 2018e, %			-4,3 %
Taseen koko 2018e, MEUR			37	Omavaraisuusaste 2018e, %			49,7 %	ROCE 2018e, %			-1,4 %

## Analyytikot

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



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



## Suositus

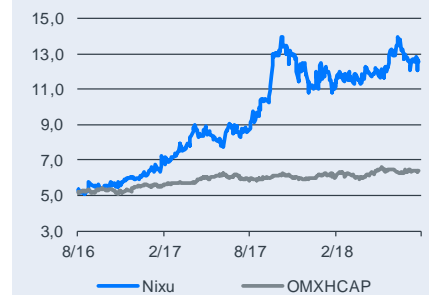
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta **12,50 EUR**

Edellinen: 13,00



Lähde: Reuters

Eiilisen päätös **12,7 EUR**

12 kk vaihteluväli **7,4-14,45 EUR**

Potentiaali **-1,6 %**

## Katso toimitusjohtajan H1-tulossaastattelu:



## Vahvaa kasvua, heikko kannattavuus

### Liikevaihto ennusteisiin, tulos jäi odotuksista

Nixun H1-liikevaihto kasvoi täysin odotustemme mukaisesti noin 34 % hyvän orgaanisen kasvun (17 %) sekä yrityskauppojen vetämänä. Epäorgaanista kasvua H1-liikevaihtoon toivat vielä ESSC (Hollanti, toukokuu 2017) ja Bitsec (Ruotsi, kesäkuu 2017) -yrityskaupat. Loppuvuodesta Nixun kasvuluvut ovat täysin orgaanisia, ellei yhtiö toteuta uusia yrityskauppoja.

Yhtiö piti näkymänsä ennallaan. Voimakkaan orgaanisen kasvun ja yrityskauppojen siivittämänä yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan noin 25 % tilikaudella 2018. Koko vuoden käyttökateen yhtiö ohjeistaa jäävän alhaiseksi, mutta olevan lievästi positiivinen. Yhtiö kommentoi kiinnittävänsä erityistä huomiota kannattavuuden parantamiseen toisella puoliskolla. Tuloksen osalta heikko alkuvuosi jättää kuitenkin nyt kirittävä H2:lle ja tulosvaroitusriski kannattavuuden osalta H2:lla ei ole täysin poissuljettu.

H1:llä projektit ja toimeksiannot muodostivat noin 60 % liikevaihdosta ja kaikkien jatkuvien palveluiden osuus oli noin 38 % (Hallinnoidut palvelut 9 % ja Jatkuvat palvelut 29 %). Loput vajaa 3 % tulivat lisenssi kaupasta. Yhtiön strategiassa keskiössä olevien jatkuvien palveluiden voimakkaana jatkunut kasvu (80 %) ja niiden osuuden kasvu 38 %:iin liikevaihdosta (H1'17: 23 %) on positiivista, sillä jatkuvien palveluiden kasvu tuo Nixun liikevaihtoon näkyvyyttä ja skaalautuvuutta pitkällä aikavälillä. Yhtiö on tänä vuonna solminut useita merkittäviä pitkäaikaisia ja jatkuvaluonteisia sopimuksia, mikä tukee jatkuvien palveluiden kasvunäkymää. Projektiliiketoiminta kasvoi H1:llä 14 %, hallinnoidut palvelut (CDC) 126 %, jatkuvat palvelut 69 % ja lisenssimyynti 106 %.

Nixun käyttökate (EBITDA) oli H1:llä -0,7 MEUR (H1'17: 0,7 MEUR) ja -3 % liikevaihdosta (H1'17: 5 %). Kertaeristä oikaistuna käyttökate oli -0,3 MEUR (H1'18: 0,8 MEUR). Tulos jäi melko tuntuvasti ennusteestamme, joka odotti 0,1 MEUR:n käyttökateen. Tulosta rasittivat yhtiön mukaan panostukset kansainvälistymiseen, listautumisvalmisteluihin ja teknologiapohjaisten palveluiden kehitysohjelmiin sekä Suomessa tehdyt etupainotteiset rekrytoinnit. Yhtiön mukaan hintatasot ovat kuitenkin pysyneet terveinä ja palkkainflaatio maltillisena, joten liiketoiminnan fundamenteissa ei ole olennaisia muutoksia.

Nixun kansainväliset toiminnot olivat -1,1 MEUR tappiolla (H1'17: -0,4 MEUR), mikä painoi H1-tulosta tuntuvasti. Yhtiön liikevaihdosta noin 38 % tuli ulkomailta H1:n aikana. Hollannissa yhtiöllä on ongelmia konsulttien käyttöasteiden kanssa, kun myynti ei ole vetänyt odotetusti. Ruotsissa kasvuvauhtia on jarruttanut käynnissä oleva operatiivisen toimintamallin muutos. Arvioimme kv-liikevaihdon orgaanisen kasvun olleen noin 11 % H1:llä. 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.

### Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät vahvat

Kyberturvamarkkinan kysyntäfundamentit ovat erinomaisia ja voimistumassa. Uudet digitaaliset liiketoimintamallit eivät ole mahdollisia ilman kyberturvaa, mikä takaa digitaalinen liiketoiminta ja IoT ovat luomassa Nixulle voimakkaasti kasvavan alueen perinteisen tietohallintoa palvelevan markkinan rinnalle. Palvelutoimittajien rooli myös korostuu, kun tietoturvan haasteita ei pystytä enää ratkomaan pelkillä tuotteilla. Sijoituskohteena kyberturvasektori on kuitenkin muuttunut haastavaksi kohonneista arvostustasoista johtuen. Markkinan kasvunäkymä houkuttelee myös kilpailua, mutta kasvava kompleksisuus tekee markkinasta vaikean tulokkaille. Markkinoille pyrkivät uudet toimijat eivät pysty vastaamaan kysynnän siirtymään kohti kyberturvaa ulkoistettuna kokonaispalveluna, sillä se edellyttää laaja-alaista osaamista.

Kyberturvan palvelumarkkinan nykyisessä kehitysvaiheessa kasvu on keskeinen arvonluonnin ajuri, mikä takaa sektorin monien muiden yhtiöiden tavoin Nixu investoi nyt voimakkaasti kasvuun. Yhtiön panostukset kohdistuvat kansainvälistymiseen, laaja-alaiseen kyberuhkaosaamiseen, omaan digitaaliseen alustaan sekä jatkuvien ja skaalautuvien palvelumallien kehitykseen. Seuraamme Nixussa tällä hetkellä erityisesti kasvua, sillä valitulla strategialla tulos on lyhyellä aikavälillä panostusten rasittama. Kannattavuutta ei pidä kuitenkaan missään nimessä unohtaa ja erityisesti palveluliiketoiminnassa miinuksen puolelle kääntyvät numerot vaativat joko erittäin hyviä selityksiä tai todella voimakasta kasvua ylärivillä.

Ennustetaulukko	H1'17	H1'18	H1'18e	H1'18e	Konsensus		Erotus (%)		2018e
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	14,6	19,5	19,5					0 %	40,7
Käyttökate	0,7	-0,7	0,1					-688 %	0,3
Liikevoitto	0,4	-1,0	-0,2					458 %	-0,4
Tulos ennen veroja	0,3	-1,3	-0,3					293 %	-0,9
EPS (oikaistu)	0,04	-0,09	-0,02					322 %	-0,02
Liikevaihdon kasvu-%	44,5 %	33,6 %	33,9 %					-0,3 %-yks.	25,9 %
Käyttökate-%	4,5 %	-2,7 %	0,6 %					-3,3 %-yks.	0,7 %

Lähde: Inderes

## Ennustemuutokset

### Kuluvan vuoden tulosenusteet laskivat H1-raportin myötä

Vuoden 2018 tulosenuste laski H1:n tulosalituksen vuoksi. Odotamme kuitenkin Nixun ohjeistuksen mukaisesti yhtiön kampeavan kannattavuuden H2:lla positiiviseksi (H2'18e: EBITDA-% 4,8 %), jolloin koko vuoden käyttökate on lievästi positiivinen 0,3 MEUR (aik. 0,9 MEUR).

Pidimme liikevaihtoennusteamme ennallaan ja odotamme Nixun kasvavan tänä vuonna noin 26 % ja vahvan noin 20 %:n kasvun jatkuvan myös vuosina 2019-2020. Orgaaninen 20 %:n kasvuennuste on kova ja siihen sisältyy riskejä, mutta markkinanäkymien valossa se on silti saavutettavissa. Kasvua ajaa konsultoinnin kasvu hyvän markkinakysynnän imussa sekä voimakas kasvu jatkuvissa palveluissa. Pidimme vuosien 2019-2020 tulosenusteet käytännössä ennallaan H1-raportin jäljiltä. Vuosina 2019-2020 odotamme yhtiön yltävän 4-9 %:n käyttökate-%:iin. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on yli 10 %:n käyttökate-%.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	40,7	40,7	0 %	49,6	49,6	0 %	59,7	59,7	0 %
Käyttökate	0,9	0,3	-62 %	2,2	2,1	-2 %	5,6	5,5	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,5	0,3	-44 %	1,9	1,9	-1 %	5,3	5,3	-1 %
Liikevoitto	0,3	-0,4	-228 %	1,7	1,7	-1 %	5,1	5,1	-1 %
Tulos ennen veroja	0,0	-0,8	-3990 %	1,4	1,4	-2 %	4,9	4,9	-1 %
EPS (oikaistu)	0,03	-0,02	-164 %	0,18	0,18	-1 %	0,55	0,55	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet

### Osake täyteen hinnoiteltu

Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden EV/Liikevaihto -kertoimet ovat 2,2x ja 1,8x. Kertoimet ovat palveluyhtiölle absoluuttisesti korkealla tasolla ja selvällä preemiolla myös Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöihin nähden, joista kannattavimpia hinnoitellaan noin 2x tasolla olevilla kertoimilla. Keskimäärin IT-palvelusektorin yhtiöitä hinnoitellaan reilulla 1x -liikevaihtokertoimella, mihin nähden Nixun arvostus edustaa tuntuvaa preemiota erityisesti yhtiön kannattavuustaso huomioiden. Kyberturvamarkkina käy nyt niin kuumana, että sijoittajat näyttävät hyväksyvän Nixulle selkeän ”kyberturvalisän” yhtiön arvostustasossa.

Emme näe Nixun osakkeessa tällä hetkellä nousuvaraa 12 kuukauden tähtäimellä, mutta yhtiön houkutteleva kasvutarina ja nykyinen kasvunopeus pitää arviomme mukaan arvostustason korkeana. Huomautamme, että nykyisellä arvostustasolla turvamarginaali pettymysten varalle on ohut. Osake sietää verrattain hyvin pettymyksiä kannattavuuden suhteen (kuten H1-tulos jälleen osoitti), mutta kasvun nopea hidastuminen voisi olla selkeä negatiivinen ajuri osakkeelle.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Innofactor	0,72	26	40			13,3	9,2	0,6	0,5	36,6	9,0		
Digia	2,96	77	81	10,9	8,7	8,6	6,8	0,7	0,7	15,2	13,4	1,8	2,5
Enea	96,20	183	224	14,4	11,8	15,7	11,3	2,9	2,6	16,4	14,0		1,1
HiQ International	56,10	289	279	14,3	12,5	13,4	11,9	1,6	1,5	18,6	16,1	6,3	6,8
Siili Solutions	12,05	82	74	13,6	8,7	11,4	7,9	1,1	0,8	17,8	12,5	3,7	4,9
Solteq	1,48	29	52	18,0	13,0	10,8	7,4	0,9	0,9	30,0	13,6	0,7	2,0
Tieto Oyj	27,64	2002	2214	13,3	12,8	10,0	9,7	1,3	1,3	15,4	14,8	5,2	5,4
KnowIT	175,80	317	323	10,6	9,0	10,0	8,6	1,1	1,0	14,1	12,3	3,4	3,8
NCC Group	219,20	679	727	22,8	17,8	16,5	13,2	2,8	2,5		22,8	2,4	2,3
Vincit	7,22	84	85	12,0	9,4	10,1	8,1	1,7	1,4	14,5	12,4	2,2	2,5
F-Secure	3,35	517	519	127,0	36,0	49,2	24,5	2,6	2,3	129,0	51,4	1,5	1,8
Gofore	8,80	114	106	14,1	10,3	12,4	9,3	1,9	1,4	18,7	15,2	2,0	2,6
<b>Nixu (Inderes)</b>	<b>12,70</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>318,9</b>	<b>48,4</b>	<b>258,1</b>	<b>42,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-667,2</b>	<b>72,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>24,6</b>	<b>13,6</b>	<b>15,1</b>	<b>10,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>29,7</b>	<b>17,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,1</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>9,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>17,8</b>	<b>13,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>2155 %</b>	<b>312 %</b>	<b>2071 %</b>	<b>355 %</b>	<b>52 %</b>	<b>36 %</b>	<b>-3848 %</b>	<b>425 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>

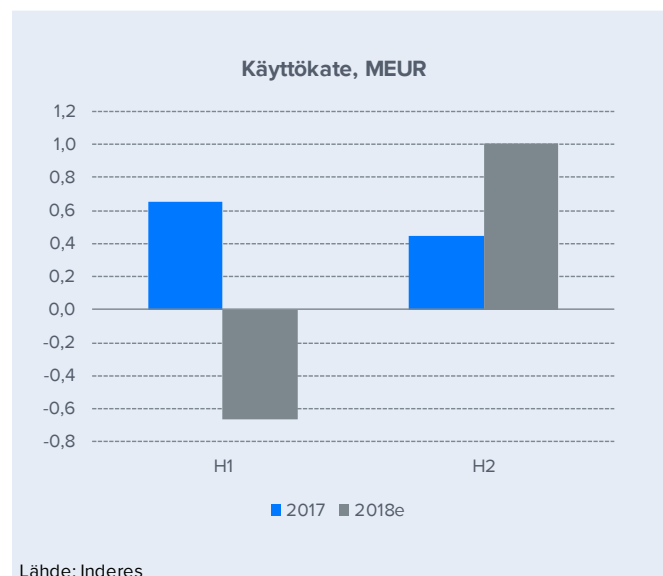
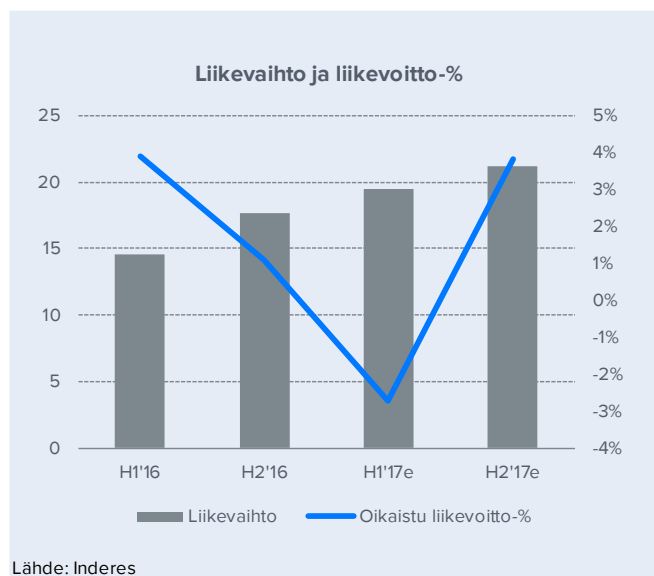
Lähde: Reuters / Inderes

## Tuloslaskelma ja ennusteet puolivuositain

Tuloskehitys puolivuotistasolla	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>21,5</b>	<b>14,6</b>	<b>17,7</b>	<b>32,3</b>	<b>19,5</b>	<b>21,2</b>	<b>40,7</b>	<b>49,6</b>	<b>59,7</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>5,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,7	-0,5	-0,4
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>5,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>4,9</b>
Verot	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,3	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>3,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,18</b>	<b>0,55</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,16</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>0,52</b>

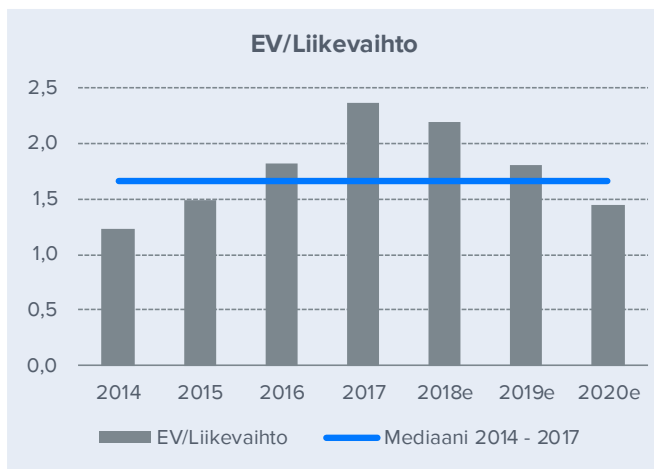
Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	19,3 %	44,5 %	55,3 %	50,2 %	33,6 %	19,6 %	25,9 %	22,0 %	20,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-74,7 %	76,2 %	9,7 %	52,8 %	-193 %	321,3 %	-63,2 %	560,9 %	185,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	3,7 %	4,5 %	2,5 %	3,4 %	-3,4 %	4,8 %	0,9 %	4,3 %	9,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	2,3 %	3,9 %	1,1 %	2,4 %	-2,7 %	3,8 %	0,7 %	3,7 %	8,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	0,3 %	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-5,9 %	1,7 %	-2,0 %	2,2 %	6,4 %

Lähde: Inderes



## Arvostus

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,21	4,91	6,05	11,00	12,70	12,70	12,70	12,70
Markkina-arvo	26	30	39	80	92	92	92	92
Yritysarvo (EV)	21	27	39	76	89	90	87	84
P/E (oik.)	15,2	20,6	317,3	752,0	neg.	72,4	23,0	14,8
P/E	28,2	43,7	656,8	neg.	neg.	85,7	24,2	15,3
P/Kassavirta	-41,3	-29,3	-9,6	27,0	-155,1	-555,8	28,5	18,5
P/B	3,3	3,8	4,7	4,2	5,0	4,7	4,0	3,4
P/S	1,5	1,7	1,8	2,5	2,3	1,9	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	2,4	2,2	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA	9,3	13,0	48,8	69,0	258,1	42,1	15,7	10,2
EV/EBIT (oik.)	9,5	13,6	78,9	100,2	318,9	48,4	16,4	10,4
Osinko/tulos (%)	53,6 %	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	47,6 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,0 %	3,3 %

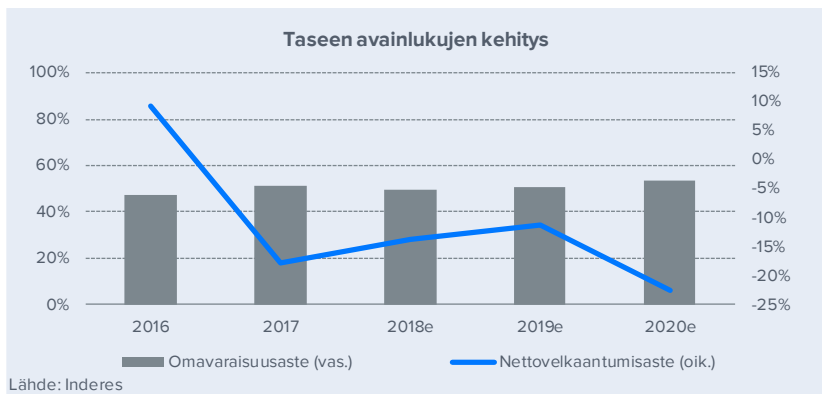


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
Liikearvo	0	6	10	10	10
Aineettomat oikeudet	3	1	2	2	2
Käyttöomaisuus	0	1	1	1	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>26</b>
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	5	7	12	14	17
Likvidit varat	7	3	12	11	9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	2	2	2	1	2
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	5	6	17	17	17
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	3	2	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	8	8	7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4	5	9	10	11
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>



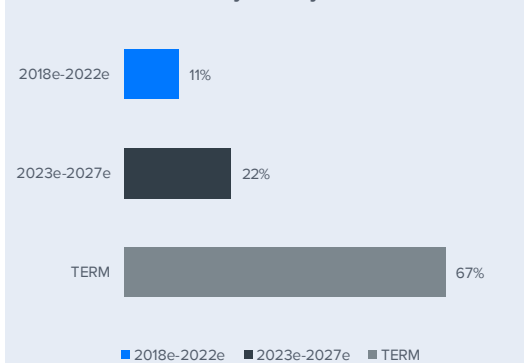
### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,3</b>	
+ Kokonaispoistot	0,6	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	-0,20	0,0	-0,3	-1,1	-1,7	-1,6	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	-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	-1,1	-0,8	-1,8	-1,1	-1,3	-1,2	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	
+/- Muut	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,0	-0,6	-0,2	3,2	4,9	5,6	5,9	7,0	6,7	6,9	7,3	119,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,6	-0,1	2,7	3,8	4,0	3,9	4,3	3,7	3,6	3,5	56,8
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>85,4</b>	<b>86,0</b>	<b>86,1</b>	<b>83,5</b>	<b>79,7</b>	<b>75,7</b>	<b>71,8</b>	<b>67,6</b>	<b>63,9</b>	<b>60,3</b>	<b>56,8</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>85,4</b>										
- Korolliset velat		-8,5										
+ Rahavarat		11,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>88,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>12,28</b>										

### Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

### Rahavirran jakauma jaksoittain



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	18,0	21,5	32,3	40,7	49,6
EBITDA	2,1	0,8	1,1	0,3	2,1
EBITDA-marginaali (%)	11,5	3,7	3,4	0,9	4,3
EBIT	1,2	0,4	0,5	-0,4	1,7
Voitto ennen veroja	1,1	0,3	0,1	-0,8	1,4
Nettovoitto	0,7	0,1	-0,2	-0,8	1,1
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	15,1	17,4	36,8	36,7	38,1
Oma pääoma	7,9	8,2	18,9	18,3	19,3
Liikearvo	0,0	5,6	9,8	9,8	9,8
Korolliset velat	3,5	3,5	8,5	8,0	7,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	2,1	0,8	1,1	0,3	2,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,4	-0,2	-1,1	-0,8	-1,8
Operatiivinen kassavirta	-0,7	0,5	-0,3	-0,5	0,0
Vapaa kassavirta	-1,0	-4,0	3,0	-0,6	-0,2

**Yhtiökuvaus**  
 Nixu tarjoaa kyberturvapalveluita, missiona pitää digitaalinen yhteiskunta toiminnassa. Nixun intohimona on auttaa organisaatioita hyödyntämään digitalisaatiota turvallisesti. Nixu tuottaa yhdessä asiakkaidensa kanssa käytännönläheisiä ratkaisuja liiketoiminnan jatkuvuuden, digitaalisten palvelujen helpon saatavuuden ja tietosuojan varmistamiseksi. Nixu työllistää yli 350 kyberturva-alan ammattilaista.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,11	0,01	-0,03	-0,11	0,15
EPS oikaistu	0,24	0,02	0,01	-0,02	0,18
Operat. kassavirta per osake	-0,11	0,08	-0,04	-0,07	-0,01
Tasearvo per osake	1,30	1,33	2,85	2,53	2,67
Osinko per osake	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	80	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	43,7	675,6	neg.	neg.	85,7
P/B	3,8	4,7	4,2	5,0	4,7
P/Liikevaihto	1,7	1,8	2,5	2,3	1,9
P/CF	neg.	76,1	neg.	neg.	neg.
EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	2,2	1,8
EV/EBITDA	13,0	48,8	69,0	258,1	42,1
EV/EBIT	22,5	89,9	155,0	neg.	54,2

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 %

## Suositus historia

### Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €



## Vastuuvapauslauseke

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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>