

Nixu

Yhtiöpäivitys

26/11/2019

- Laskemme Nixun tavoitehinnan 10,5 euroon (aik. 13,0 EUR) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää)
- Yhtiön eilinen tulosvaroitus oli yllättävän raju ja epävarmuus ensi vuoden kehityksen suhteen kohosi selvästi
- Nixulla näyttää olevan voimakkaan yrityskauppavetoisen kasvun ja kansainvälistymisen jälkeen edelleen kasvukipuja
- Osakkeen arvostus näyttää kireältä kasvaneen epävarmuuden ja heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa

Tulosvaroitukset heijastelee kasvukipuja

Laskemme Nixun tavoitehinnan 10,5 euroon (aik. 13,0 EUR) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Yhtiön eilinen tulosvaroitukset oli yllättävän raju ja epävarmuus ensi vuoden kehityksen suhteen kohosi selvästi. Nixulla näyttää olevan voimakkaan yrityskauppavetoisen kasvun ja kansainvälistymisen jälkeen edelleen kasvukipuja, vaikka alkuvuosi indikoi niiden jo hellittäneen. Mitään perustavanlaatuisia ongelmia yhtiön liiketoiminnassa ei kuitenkaan pitäisi olla. Osakkeen arvostus (2019e EV/S 1,8x) näyttää kireältä kasvaneen epävarmuuden ja heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa.

Raju tulosvaroitukset tuli yllätyksenä

Nixu antoi eilen tulosvaroituksen ja arvioi nyt liikevaihtonsa kasvavan noin 25 % (aik. 35 %). Liikevaihdon lasku heijastuu myös käyttökateeseen ja H2:n käyttökate tulee olemaan yhtiön mukaan negatiivinen. Koko vuoden käyttökateen yhtiö arvioi paranevan edellisestä tilikaudesta (2018: -0,3 MEUR) ilman mahdollisia uudelleenjärjestelykuluja. Tulosvaroitukset oli raju odotuksiimme nähden, sillä ennustimme 2,2 MEUR:n käyttökateen H2:lle ennen varoitusta. Lisäksi yhtiön kasvuennuste Q4:lle aleni laskelmiemme perusteella noin 45 %:sta noin 13 %:iin, mikä on tässä vaiheessa vuotta yllättävän raju muutos. Yhtiön mukaan kasvun hidastumiseen vaikuttavat yhden ison kyberturvakumppanuuden merkittävä hidastuminen, useiden isojen digitaalisen identiteetin projektien aloitusten viivästyminen sekä suunniteltujen kyberturvateknologian jälleenmyyntikauppojen siirtyminen. Nixu on myös jarrutellut rekrytointeja taloudellisen epävarmuuden kasvaessa, sillä heikentynyt talouskasvunäkymä on heijastunut etenkin Suomen ulkopuolisissa markkinoissa lyhyen aikavälin asiakashasyntään.

Ennustemme laskivat selvästi, epävarmuus ensi vuoden kasvunäkymään koholla

Nixun mukaan viivästyneiden digitaalisen identiteetin projektien pitäisi kiihtyä ja lykkääntyneitä teknologian jälleenmyyntikauppoja toteutua ensi vuonna. Isossa kuvassa näyttää siltä, että Nixun voimakkaan yrityskauppavetoisen kasvuvaiheen ja kansainvälistymisen jälkeen yhtiöllä on edelleen kasvukipuja. Yhtiö toteutti vuonna 2018 onnistuneita kannattavuutta korjaavia toimenpiteitä, jotka heijastuivat H1'19:llä positiivisesti (EBITDA-% 8 %), mutta nyt yhtiöllä näyttää olevan kautta linjan haasteita liiketoimintansa ennustamisen kanssa. Vuonna 2020 Nixun fokus tulee olemaan kannattavan kasvun varmistamisessa, erityisesti kansainvälisesti, ja arvioimme tehostamistoimenpiteiden heijastuvan kasvun kulmakertoimeen negatiivisesti. Yhtiö keskittyy terävöittämään myyntiä, yhdenmukaistamaan palveluvalikoimaansa eri markkina-alueilla sekä seuraamaan tarkemmin rekrytointeja ja konsulttien käyttöasteita. Odotamme nyt Nixun liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 25 % 50,3 MEUR:oon (aik. 54,2 MEUR) ja käyttökateen olevan 1,4 MEUR (aik. 4,1 MEUR). Ensi vuonna ennustamme liikevaihdon kasvavan 18 % 59,1 MEUR:oon (aik. 66,0 MEUR) ja käyttökateen olevan 2,9 MEUR (aik. 5,5 MEUR), mikä vastaa 5 %:n käyttökate-%.

Arvostus näyttää kireältä heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa

Ennusteillamme Nixun 2019-2020e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,8x ja 1,5x. Kertoimet eivät juurikaan houkuttele lyhyen aikavälin kasvaneen epävarmuuden ja heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa. Arvostus ei myöskään saa tukea lähivuosien tuloskertoimista. Osakkeen tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla, jos yhtiö yltää pitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiinsa, mutta tulosvaroituksen myötä kohonnut epävarmuus kääntää osakkeen tuotto/riski-suhteen lyhyellä tähtäimellä epäedulliseksi. Jäämme seuraamaan sivusta yhtiön kannattavuusperustan korjaamista, josta voi lyhyellä aikavälillä aiheutua vielä kertaluonteisia kustannuksia ja yrityskauppoihin liittyvien aineettomien erien alaskirjauksia.

Analytiikot



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



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

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Lisää)



10,50 EUR

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi: 10,90 EUR

Potentiaali: -3,7 %

Ohjeistus

(Laskenut)

Yhtiö arvioi voimakkaan organisen kasvun sekä toteutuneiden yritys- ja liiketoimintakauppojen johdosta liikevaihdon kasvavan noin 25 % edellisestä tilikaudesta. Koko vuoden käyttökateen arvioidaan paranevan edellisestä tilikaudesta ilman mahdollisia uudelleenjärjestelykuluja

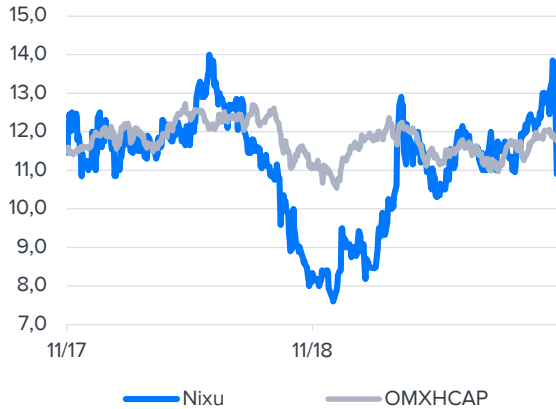
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	40,1	50,3	59,1	69,2
kasvu-%	24,3 %	25,3 %	17,6 %	17,0 %
EBIT oik.	-0,8	-0,2	1,4	3,4
EBIT-% oik.	-1,9 %	-0,3 %	2,4 %	4,9 %
Nettotulos	-2,0	-0,9	0,4	2,0
EPS (oik.)	-0,18	-0,09	0,11	0,32

P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	34,4
P/B	3,3	5,1	5,0	4,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	64,7	26,3
EV/EBITDA	neg.	63,7	30,9	17,8
EV/Liikevaihto	1,4	1,8	1,5	1,3

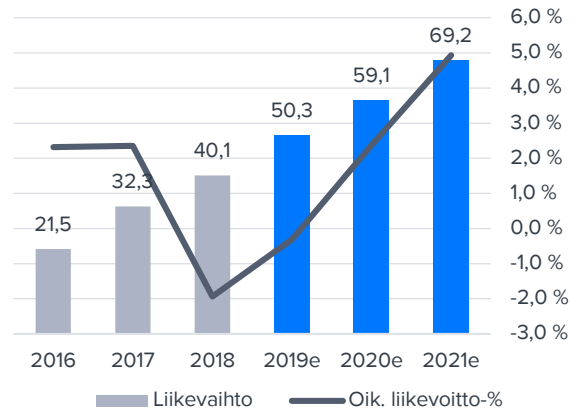
Lähde: Inderes

Osakekurssi



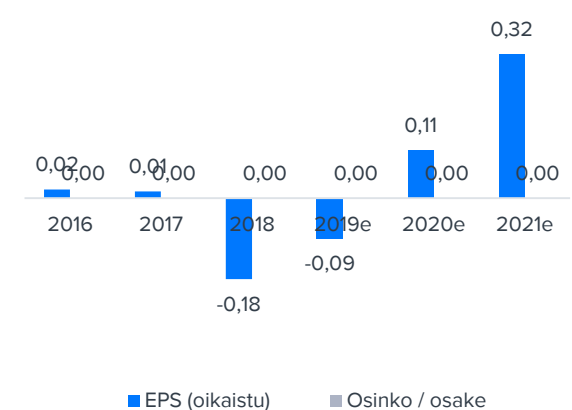
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

- Hinnoitellaan oikeutetusti preemiolla suhteessa IT-konsulttitaloihin
- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Yhtiö luo jatkuvasti arvoa strategian etenemisen ja vahvan kasvun kautta
- Arvostus näyttää kireältä tulosvaroituksen myötä kasvaneen epävarmuuden ja heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa

Ennustemme laskivat selvästi tulosvaroituksen myötä

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	54,2	50,3	-7 %	66,0	59,1	-10 %	77,2	69,2	-10 %
Käyttökate	4,1	1,4	-66 %	5,5	2,9	-47 %	7,2	5,0	-30 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	-0,2	-106 %	4,0	1,4	-65 %	5,6	3,4	-39 %
Liikevoitto	2,3	-0,4	-118 %	3,6	1,0	-71 %	5,2	3,0	-42 %
Tulos ennen veroja	1,7	-1,0	-162 %	3,1	0,5	-83 %	4,9	2,5	-48 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,20	-0,09	-143 %	0,38	0,11	-72 %	0,56	0,32	-43 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostus näyttää kireältä heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa

Ennusteillamme Nixun 2019-2020e EV/liikevaihtokertoimet ovat 1,8x ja 1,5x. Kertoimet eivät juurikaan houkuttele lyhyen aikavälin kasvaneen epävarmuuden ja heikentyneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa. Arvostus ei myöskään saa tukea lähivuosien tuloskerroimista.

Osakkeen tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla, jos yhtiö yltää pitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiinsa, mutta tulosvaroituksen myötä kohonnut epävarmuus kääntää osakkeen tuotto/riski-suhteen lyhyellä tähtäimellä epäedulliseksi. Olemme avanneet oikealta löytyvää skenaariolaskelmaa tarkemmin lokakuussa julkaistussa [laajassa analyysiraportissa](#).

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	10,9	10,9	10,9
Osakemäärä, milj. kpl	7,41	7,41	7,41
Markkina-arvo	81	81	81
Yritysarvo (EV)	90	91	90
P/E (oik.)	neg.	>100	34,4
P/E	neg.	>100	40,8
P/Kassavirta	neg.	>100	60,0
P/B	5,1	5,0	4,4
P/S	1,6	1,4	1,2
EV/Liikevaihto	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	63,7	30,9	17,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	64,7	26,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakkeen tuotto-odotus eri skenaarioissa

Vuonna 2024	Kasvu 15 %	Inderes	Kasvu 25 %
Liikevaihto	101	105	153
x EV/S	1,2	1,2	1,2
Yritysarvo	121	126	184
+Nettokassa	4	5	17
Markkina-arvo	125	131	201
Osakekurssi 2024	16,9	17,7	27,1
Tuotto	55 %	62 %	149 %
Vuotuinen tuotto	9 %	10 %	20 %

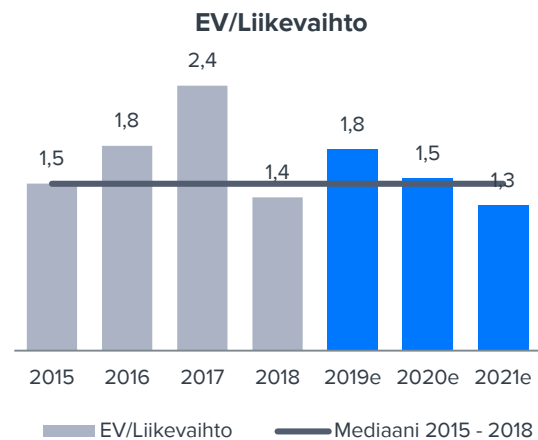
Vuotuisen tuoton herkkyyksi eri liikevaihtokertoimilla

EV/S	Kasvu 15 %	Inderes	Kasvu 25 %
0,8	1 %	2 %	11 %
1,0	5 %	6 %	16 %
1,2	9 %	10 %	20 %
1,4	12 %	13 %	23 %
1,6	15 %	16 %	26 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,91	6,05	11,0	7,60	10,9	10,9	10,9	10,9
Osakemäärä, milj. kpl	6,11	6,19	6,63	7,23	7,41	7,41	7,41	7,41
Markkina-arvo	30	39	80	55	81	81	81	81
Yritysarvo (EV)	27	39	76	55	90	91	90	87
P/E (oik.)	20,6	>100	>100	neg.	neg.	>100	34,4	19,2
P/E	43,7	>100	neg.	neg.	neg.	>100	40,8	21,0
P/Kassavirta	neg.	neg.	27,0	neg.	neg.	>100	60,0	23,9
P/B	3,8	4,7	4,2	3,3	5,1	5,0	4,4	3,6
P/S	1,7	1,8	2,5	1,4	1,6	1,4	1,2	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	1,4	1,8	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA (oik.)	13,0	48,8	69,0	neg.	63,7	30,9	17,8	12,0
EV/EBIT (oik.)	13,6	78,9	>100	neg.	neg.	64,7	26,3	15,4
Osinko/tulos (%)	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	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 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Innofactor Plc	0,77	29	47	40,8	23,5	8,5	7,8	0,7	0,7	51,2	30,7			1,3
Bouvet ASA	337,00	349	359	15,5	14,4	12,3	11,5	1,7	1,5	19,4	18,2	4,7	4,7	11,0
Digia Oyj	3,83	103	119	12,1	10,0	8,0	6,9	0,9	0,8	14,2	11,5	2,5	3,3	1,9
Enea AB	186,00	378	399	16,2	16,8	13,1	13,1	4,1	3,9	21,9	19,8			
HiQ International AB	46,35	245	243	11,2	11,3	9,4	9,4	1,4	1,3	14,9	14,8	7,4	7,7	3,2
Siili Solutions Oyj	9,12	64	63	12,5	8,9	7,8	6,9	0,8	0,7	13,8	10,7	3,7	5,3	
Solteq Oyj	1,47	28	61	15,3	12,3	7,7	6,4	1,1	1,0	16,3	11,3	2,0	2,7	1,2
Tieto Oyj	25,62	1899	2210	13,1	12,1	9,0	8,4	1,4	1,3	14,0	13,4	5,3	5,8	4,1
Knowit AB (publ)	187,00	343	353	11,2	10,2	9,1	8,4	1,1	1,0	14,7	13,2	3,3	3,9	2,9
Vincit Oyj	5,16	62	61	20,4	15,3	12,2	10,2	1,2	1,2	20,6	14,7	2,9	3,3	3,3
Gofore Oyj	7,70	108	100	15,4	11,7	11,7	10,0	1,5	1,4	18,8	15,1	2,9	3,3	3,6
F-Secure Oyj	3,18	505	525	61,1	35,4	18,4	16,7	2,4	2,2	136,3	47,7		1,0	7,1
NCC Group	204,50	661	685	17,3	14,9	13,3	12,0	2,3	2,1	23,6	19,4	2,3	2,5	2,7
SecureWorks	10,95	827	721			67,4	206,9	1,5	1,5	1826,0				1,3
Nixu (Inderes)	10,90	81	90	-583,3	64,7	63,7	30,9	1,8	1,5	-123,7	102,8	0,0	0,0	5,1
Keskiarvo				20,2	15,2	14,8	23,9	1,6	1,5	157,6	18,5	3,7	3,9	3,6
Mediaani				15,4	12,3	10,6	9,7	1,4	1,3	19,1	14,8	3,1	3,3	3,1
Erutus-% vrt. mediaani				-3897 %	428 %	503 %	219 %	32 %	16 %	-747 %	594 %	-100 %	-100 %	66 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	14,6	17,7	32,3	19,5	20,7	40,1	25,7	24,6	50,3	59,1	69,2	79,6
Käyttökate	0,7	0,4	1,1	-0,7	0,4	-0,3	2,0	-0,6	1,4	2,9	5,0	7,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	-1,2	-0,9	-0,9	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,6	0,2	0,8	-0,5	-0,2	-0,8	1,1	-1,3	-0,2	1,4	3,4	5,6
Liikevoitto	0,4	0,1	0,5	-1,0	-0,4	-1,5	1,0	-1,5	-0,4	1,0	3,0	5,3
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	0,3	-0,2	0,1	-1,3	-0,6	-1,9	0,7	-1,8	-1,0	0,5	2,5	4,8
Verot	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,4	0,1	-0,1	-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
Nettotulos	0,1	-0,3	-0,2	-1,2	-0,8	-2,0	0,5	-1,4	-0,9	0,4	2,0	3,8
EPS (oikaistu)	0,04	-0,03	0,01	-0,09	-0,09	-0,18	0,08	-0,16	-0,09	0,11	0,32	0,57
EPS (raportoitu)	0,02	-0,05	-0,03	-0,16	-0,11	-0,27	0,07	-0,19	-0,12	0,06	0,27	0,52

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	44,5 %	55,3 %	50,2 %	33,6 %	16,7 %	24,3 %	31,9 %	19,0 %	25,3 %	17,6 %	17,0 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,2 %	9,7 %	52,8 %	-193,0 %	-228,6 %	-202,0 %	-	-	-	-1005,1 %	143,0 %	65,5 %
Käyttökate-%	4,5 %	2,5 %	3,4 %	-3,4 %	2,0 %	-0,6 %	7,7 %	-2,3 %	2,8 %	5,0 %	7,3 %	9,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,9 %	1,1 %	2,4 %	-2,7 %	-1,2 %	-1,9 %	4,3 %	-5,2 %	-0,3 %	2,4 %	4,9 %	7,1 %
Nettotulos-%	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-5,9 %	-3,9 %	-4,9 %	1,9 %	-5,7 %	-1,8 %	0,7 %	2,9 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	13,0	14,2	22,3	22,3	22,2
Liikearvo	9,8	9,6	16,2	16,2	16,2
Aineettomat hyödykkeet	2,3	1,6	3,1	2,9	2,6
Käyttöomaisuus	0,9	3,0	3,0	3,2	3,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	23,7	21,2	18,5	21,3	26,0
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,9	11,9	14,5	17,1	20,5
Likvidit varat	11,9	9,3	4,0	4,1	5,5
Taseen loppusumma	36,8	35,3	40,8	43,5	48,2

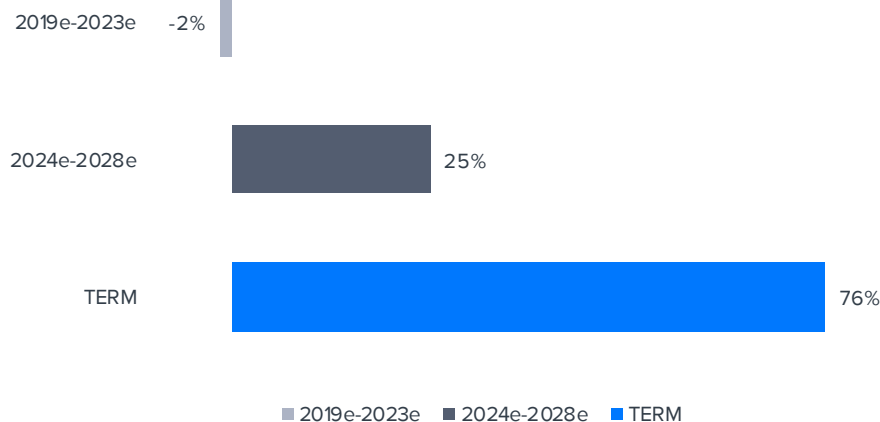
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	18,9	16,8	15,9	16,3	18,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,8	-0,1	-1,0	-0,6	1,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muu oma pääoma	17,1	17,3	17,3	17,3	17,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,5	2,5	3,8	4,7	5,1
Laskennalliset verovelat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	2,4	3,7	4,6	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	17,3	16,0	21,0	22,5	24,8
Lainat rahoituslaitoksilta	8,3	6,8	10,0	9,5	9,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,0	9,2	11,1	13,0	15,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,8	35,3	40,8	43,5	48,2

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	-1,5	-0,4	1,0	3,0	5,3	8,6	12,0	13,1	13,0	12,8	13,2	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	
- Maksetut verot	-0,2	0,1	-0,1	-0,6	-1,0	-1,6	-2,3	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	-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	0,1	-0,7	-0,7	-1,1	-0,8	-1,4	-1,6	-1,5	-0,4	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	-0,3	0,7	2,0	3,2	5,4	7,5	10,0	11,0	12,1	12,1	12,4	
+ 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	-2,4	-10,0	-1,9	-1,9	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,7	-9,2	0,1	1,3	3,4	5,3	7,8	8,7	9,9	9,8	10,5	
+/- Muut	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	-9,2	0,1	1,3	3,4	5,3	7,8	8,7	9,9	9,8	10,5	166
Diskontattu vapaa kassavirta		-9,1	0,1	1,1	2,6	3,7	5,1	5,2	5,3	4,9	4,8	76,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		99,7	109	109	108	105	101	96,2	91,0	85,7	80,8	76,0
Velaton arvo DCF		99,7										
- Korolliset velat		-9,2										
+ Rahavarat		9,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		99,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	21,5	32,3	40,1	50,3	59,1	EPS (raportoitu)	0,01	-0,03	-0,27	-0,12	0,06
Käyttökate	0,8	1,1	-0,3	1,4	2,9	EPS (oikaistu)	0,02	0,01	-0,18	-0,09	0,11
Liikevoitto	0,4	0,5	-1,5	-0,4	1,0	Operat. kassavirta / osake	0,08	-0,04	-0,04	0,10	0,27
Voitto ennen veroja	0,3	0,1	-1,9	-1,0	0,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,65	0,45	-0,09	-1,24	0,01
Nettovoitto	0,1	-0,2	-2,0	-0,9	0,4	Omapääoma / osake	1,33	2,85	2,33	2,15	2,20
Kertaluontoiset erät	-0,1	-0,3	-0,7	-0,3	-0,4	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	17,4	36,8	35,3	40,8	43,5	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	50 %	24 %	25 %	18 %
Oma pääoma	8,2	18,9	16,8	15,9	16,3	Käyttökateen kasvu-%	-61 %	38 %	-123 %	-659 %	107 %
Liikearvo	5,6	9,8	9,6	16,2	16,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-75 %	53 %	-202 %	-80 %	-1005 %
Nettovelat	0,8	-3,4	-0,1	9,6	9,9	EPS oik. kasvu-%	-92 %	-23 %	-1322 %	-51 %	-220 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	3,7 %	3,4 %	-0,6 %	2,8 %	5,0 %
Käyttökate	0,8	1,1	-0,3	1,4	2,9	Oik. Liikevoitto-%	2,3 %	2,4 %	-1,9 %	-0,3 %	2,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-1,1	0,1	-0,7	-0,7	Liikevoitto-%	2,0 %	1,5 %	-3,6 %	-0,8 %	1,7 %
Operatiivinen kassavirta	0,5	-0,3	-0,3	0,7	2,0	ROE-%	0,7 %	-1,3 %	-11,0 %	-5,6 %	2,6 %
Investoinnit	-4,5	-6,2	-2,4	-10,0	-1,9	ROI-%	3,8 %	2,5 %	-5,4 %	-1,5 %	3,4 %
Vapaa kassavirta	-4,0	3,0	-0,7	-9,2	0,1	Omavaraisuusaste	47,2 %	51,4 %	47,6 %	39,0 %	37,5 %
						Nettovelkaantumisaste	9,3 %	-17,9 %	-0,7 %	60,6 %	60,9 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Nordea Bank Ab (Hallintarekisteröidy)			11,1 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,4	1,4	1,8	1,5
Gylfe Bo Peter			9,9 %			EV/EBITDA (oik.)	48,8	69,0	neg.	63,7	30,9
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Varma			3,6 %			EV/EBIT (oik.)	78,9	>100	neg.	neg.	64,7
Tenendum Oy			3,4 %			P/E (oik.)	>100	>100	neg.	neg.	>100
Skandiska Enskilda Banken Ab (hallintarekisteröity)			2,8 %			P/B	4,7	4,2	3,3	5,1	5,0
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka			2,8 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 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 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.

Suositushistoria (>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 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



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.**