

Nixu

Yhtiöpäivitys

27/11/2018

- Tarkistamme Nixun tavoitehinnan 9,0 euroon (aik. 10,0 euroa) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).
- Nixun tarina on ollut koko ajan kiinnostava, mutta osakkeen korkea arvostus on pitänyt meidät varovaisina.
- Yhtiön arvostustaso (2019e EV/S 1,2x) on kurssilaskun myötä laskenut kohtuulliseksi suhteessa pitkän aikavälin kasvutarinaan.
- Liikevaihdon kasvu etenkin jatkuvissa palveluissa on osakkeen keskeisin arvoajuri lähivuosina.

Nixu Yhtiöpäivitys 27/11/2018 08:15

Arvostustaso jälleen kohtuullinen suhteessa pitkän aikavälin kasvutarinaan

Tarkistamme Nixun tavoitehinnan 9,0 euroon (aik. 10,0 euroa) ja nostamme suosiksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Nixun osake on laskenut edellisestä päivityksestämme (16.10.) noin 22 % ja yhtiön arvostus (2018e-2019e EV/S 1,4x-1,2x) näyttää jälleen kohtuulliselta suhteessa yhtiön ja kyberturvamarkkinan pitkän aikavälin kasvunäkymiin. Näemme Nixun pitkän aikavälin kasvutarinan kiinnostavana ja osakkeen laskenut arvostus tarjoaa mielestämme pitkäjänteiselle sijoittajalle paikan hypätä mukaan yhtiön tarinaan. Lyhyen tähtäimen epävarmuus on kuitenkin koholla viime aikojen heikosta kannattavuudesta johtuen ja muistutamme, että loppuvuoteen kohdistuu näkemyksessämme tiedostamamme tulosvaroitusriski.

Nixun osakkeen kireä arvostus purkautunut viime aikojen kurssilaskussa

Nixulla on kiinnostava pitkän aikavälin kasvutarina ja yhtiö on isossa kuvassa edennyt strategiassaan hyvin, mutta osakkeen korkealla pysynyt arvostus on pitänyt meidät osakkeen suhteen varovaisella kannalla koko vuoden 2018 ajan. Vuoden alusta osake on laskenut noin 29 % ja kesällä nähdystä kurssihuipusta yli 40 %. Laskeneen arvostuksen myötä riskit aiemman korkean arvostuspreemion kestävydestä ovat purkautuneet ja suurin ”kybertuvalisä” on poistunut hinnoittelusta. Suurimmat riskit osakkeessa liittyvät yhtiön liiketoiminnan kehittymiseen, kuten kansainvälistymisessä onnistuminen, yrityskauppojen integraatio ja investoinnit skaalautuviin jatkuviin palveluihin.

Kasvuvauhdin tasaantuessa kannattavuuden tulee parantua

Kyberturvan palvelumarkkinan nykyisessä kehitysvaiheessa kasvu on keskeinen arvonluonnin ajuri ja Nixu onkin viime vuosina investoinut voimakkaasti kasvuun ja toteuttanut yritysostoja kansainvälistymisensä edistämiseksi. Yhtiö kasvoi viime vuonna noin 50 % vahvan orgaanisen kasvun (25 %) sekä yritysostojen siivittämänä ja tänä vuonna kasvuoheistus on 25 %. Nixun kasvu ei kuitenkaan ole viime vuosina ollut kannattavaa ja kannattavuuskehitys osoittaa, että yhtiöllä on lieviä kasvukipuja organisaation kasvaessa ja kansainvälistyessä. Tulosta ovat painaneet ennakoidusti investoinnit uusiin palvelumalleihin, mutta operatiivisessa tehokkuudessa ja ulkomaantoimintojen kannattavuudessa (H1'18 EBITDA-%: -15 %) on parantamisen varaa. Yhtiön ohjeistuksen perusteella selkeää parannusta pitäisi näkyä jo H2-raportissa. Nykyisellä yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitetta (>15 %) kohti tasaantuvalla orgaanisella kasvuvauhdilla yhtiön pitäisi pystyä mielestämme selvästi korkeampaan kannattavuustasoon.

Ennusteet pysyvät ennallaan

Ennustamme yhtiön yltävän noin 17 %:n orgaaniseen kasvuun ja käyttökate-%:n olevan 4-9 % vuosina 2019-2020. Tänä vuonna odotamme liikevaihdon kasvavan noin 25 % 40,4 MEUR:oon ja käyttökateen olevan noin 0,2 MEUR. Nixun käyttökate oli H1:llä -0,7 MEUR, joten kannattavuuden osalta ohjeistuksen mukaiseen lievästi positiiviseen käyttökateeseen on kiihittävä H2:lla, mikä aiheuttaa lievän tulosvaroitusriskin. Nixun keskipitkän aikavälin tavoitteena on yli 10 %:n käyttökate-%.

Arvostus näyttää jälleen kohtuulliselta suhteessa yhtiön pitkän aikavälin kasvutarinaan

Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden EV/Liikevaihto -kertoimet ovat 1,4x ja 1,2x. Kertoimet ovat laskeneet yhtiön verrokkiryhmän tasolle, jonka arvostus on myös tullut alaspäin viime aikoina. Liikevaihtopohjainen arvostus on painunut myös alle yhtiön vuosien 2014-2017 mediaanitason (1,5x). Aiemmin yhtiön arvostuksessa nähty selvä ”kyberturvapreemio” suhteessa IT-palveluyhtiöihin on myös hävinnyt. Lähivuosien tulos pohjaiset arvostuskertoimet eivät anna osakkeelle tukea nykyisestä kehitysvaiheesta johtuen ja liikevaihdon kasvu erityisesti jatkuvissa palveluissa on tämän vuoksi osakkeen keskeisin arvoajuri lähivuosina.

Analytytikot



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



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Vähennä)



9,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi: 8,10 EUR
Potentiaali: 11,1 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

”Voimakkaan orgaanisen kasvun ja yrityskauppojen siivittämänä yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan noin 25 % tilikaudella 2018. Erityisesti H1:n voimakkaista kasvupanostuksista ja kertaluonteisista pörssiiliasiirron valmisteluun liittyvistä kuluista johtuen koko vuoden käyttökateen arvioidaan jäävän alhaiseksi, mutta olevan lievästi positiivinen.”

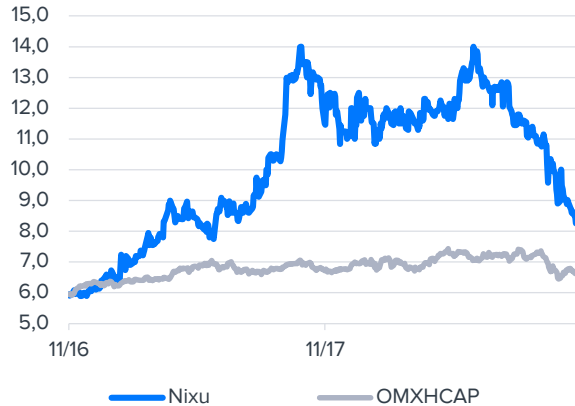
Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	32	40	47	55
kasvu-%	50 %	25 %	17 %	17 %
EBIT oik.	0,8	0,2	1,7	4,6
EBIT-% oik.	2,4 %	0,4 %	3,7 %	8,2 %
Nettotulos	-0,2	-0,9	1,0	3,2
EPS (oik.)	0,01	-0,03	0,16	0,47

P/E (oik.)	>100	neg.	49,3	17,1
P/B	4,2	3,2	3,1	2,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	32,3	11,8
EV/Liikevaihto	2,4	1,4	1,2	1,0

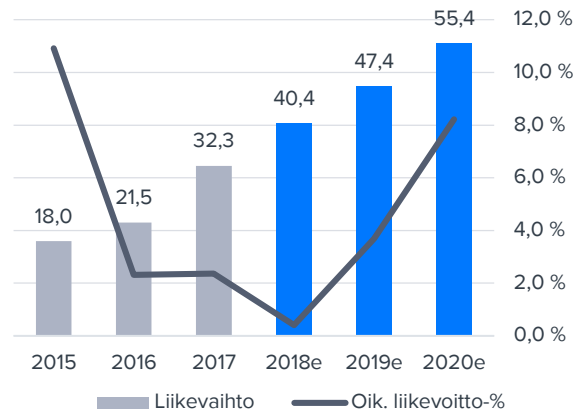
Lähde: Inderes

Osakekurssi



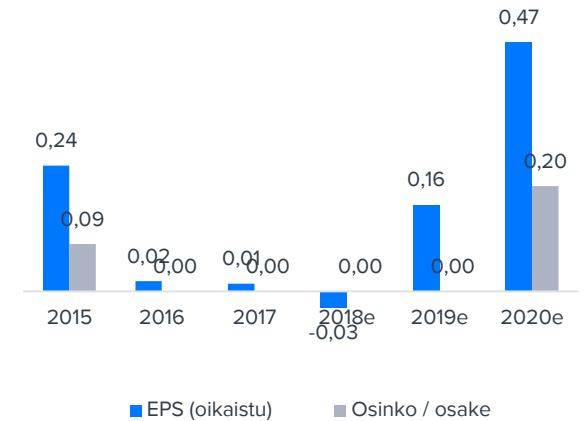
Lähde: Thomson Reuters

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

- Premio suhteessa IT-konsulttitaloihin hävinnyt kurssilaskun myötä
- Sektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Yhtiö luo jatkuvasti arvoa strategian etenemisen ja vahvan kasvun kautta

Ei ennustemuutoksia

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	40,4	40,4	0 %	47,4	47,4	0 %	55,4	55,4	0 %
Käyttökate	0,2	0,2	0 %	2,0	2,0	0 %	4,8	4,8	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,2	0,2	0 %	1,7	1,7	0 %	4,6	4,6	0 %
Liikevoitto	-0,5	-0,5	0 %	1,5	1,5	0 %	4,4	4,4	0 %
Tulos ennen veroja	-0,9	-0,9	0 %	1,3	1,3	0 %	4,1	4,1	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,03	-0,03	0 %	0,16	0,16	0 %	0,47	0,47	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,20	0,20	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso laskenut selvästi viime kuukausina

Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden EV/Liikevaihto -kertoimet ovat 1,4x ja 1,2x. Kertoimet ovat laskeneet yhtiön verrokkiryhmän tasolle, jonka arvostus on myös tullut alaspäin viime aikoina. Aiemmin yhtiön arvostuksessa nähty selvä ”kyberturvapremio” suhteessa IT-palveluyhtiöihin on myös hävinnyt. Vielä edellisen päivityksen (16.11.) aikaan Nixua hinnoiteltiin yli 20 %:n preemiolla verrokkiryhmään ja kesällä preemio kävi korkeimmillaan yli 50 %:ssa vuoden 2018 liikevaihtokertoimella mitattuna. Yhtiön suhteellisessa arvostustasossa on siis jälleen nousuvaraa, jos sijoittajat alkavat jälleen hyväksyä yhtiölle ”kyberturvapremion” osakkeen hinnoittelussa. Positiivinen näkemyksemme ei kuitenkaan nojaa tähän, vaan mielestämme osakkeessa on nykyisellä arvostuksella nousuvaraa jo pelkästään kasvun jatkuessa ja yhtiön strategian edetessä.

Lähivuosien tulospohjaiset arvostuskertoimet eivät anna osakkeelle tukea nykyisestä kehitysvaiheesta johtuen ja liikevaihdon kasvu on tästä johtuen osakkeen keskeisin arvoajuri lähivuosina. Liikevaihdon orgaanisen kasvuvauhdin nopea hidastuminen olisi nykyiselläkin arvostuksella edelleen selkeä negatiivinen ajuri osakkeelle.

Nixun pitkän aikavälin kasvutarina on houkutteleva, sillä kyberturvamarkkinan trendit voimistuvat edelleen ja Nixun asema markkinalla ainoana merkittävänä kyberturvaan erikoistuneena palveluyhtiönä on vahva. Osakkeen laskenut arvostus tarjoaa mielestämme pitkäjänteiselle sijoittajalle paikan hypätä mukaan yhtiön tarinaan.

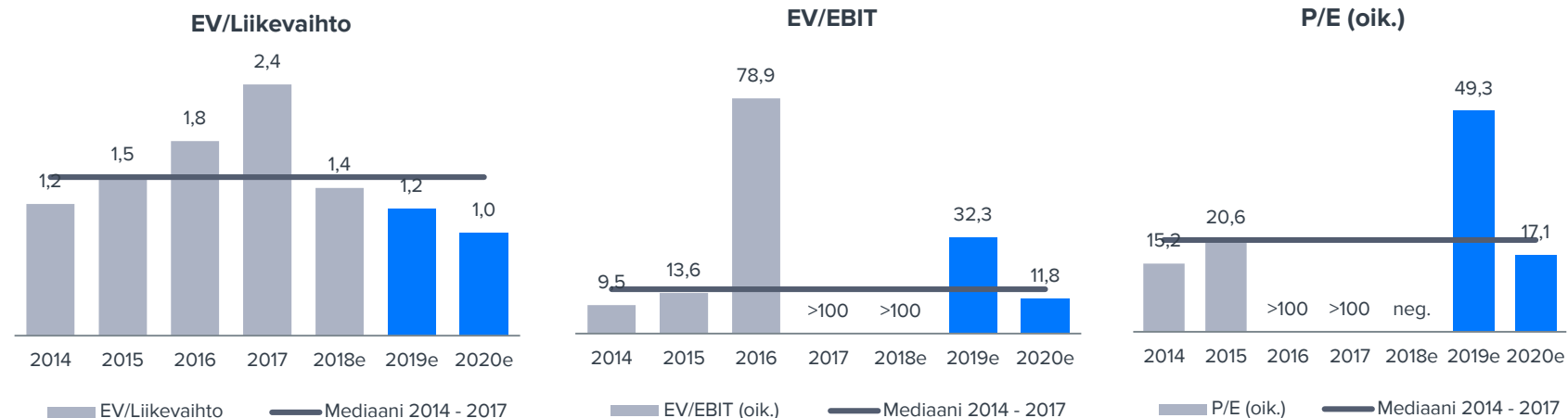
Arvostustaso	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	8,10	8,10	8,10
Osakemäärä, milj. kpl	7,23	7,23	7,23
Markkina-arvo	59	59	59
Yritysarvo (EV)	56	56	54
P/E (oik.)	neg.	49,3	17,1
P/E	neg.	59,1	18,2
P/Kassavirta	neg.	neg.	20,3
P/B	3,2	3,1	2,6
P/S	1,5	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	>100	27,8	11,2
EV/EBIT (oik.)	>100	32,3	11,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	44,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,21	4,91	6,05	11,0	8,10	8,10	8,10	8,10
Osakemäärä, milj. kpl	6,11	6,11	6,19	6,63	7,23	7,23	7,23	7,23
Markkina-arvo	26	30	39	80	59	59	59	59
Yritysarvo (EV)	21	27	39	76	56	56	54	52
P/E (oik.)	15,2	20,6	>100	>100	neg.	49,3	17,1	12,2
P/E	28,2	43,7	>100	neg.	neg.	59,1	18,2	12,7
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	27,0	neg.	neg.	20,3	16,0
P/B	3,3	3,8	4,7	4,2	3,2	3,1	2,6	2,3
P/S	1,5	1,7	1,8	2,5	1,5	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	2,4	1,4	1,2	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	9,3	13,0	48,8	69,0	>100	27,8	11,2	8,0
EV/EBIT (oik.)	9,5	13,6	78,9	>100	>100	32,3	11,8	8,2
Osinko/tulos (%)	53,6 %	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	44,8 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Innofactor	0,41	15	31		43,0	425,0	12,9	0,5	0,5		18,2			0,7
Digia	2,82	76	90	10,2	8,6	8,2	6,5	0,7	0,6	13,9	12,1	2,5	2,6	1,6
Enea	91,80	175	207	13,9	12,8	18,4	14,1	2,6	2,4	13,9	13,3		2,4	
HiQ International	47,95	260	250	13,1	11,5	12,2	10,8	1,4	1,3	17,1	15,0	6,2	7,0	3,3
Siili Solutions	8,34	58	55	17,5	8,2	13,4	7,3	0,8	0,6	23,4	11,5	4,4	5,7	2,9
Solteq	1,39	27	51	16,3	11,0	9,1	6,9	0,9	0,8	22,7	12,4	0,7	2,2	1,2
Tieto	25,70	1905	2107	12,8	12,3	9,7	9,5	1,3	1,2	14,4	13,8	5,5	5,7	3,9
Knowit	162,20	302	300	10,6	9,1	10,1	8,7	1,1	1,0	13,0	11,5	4,5	4,9	2,8
NCC Group	181,70	570	602	19,0	13,2	13,8	9,6	2,3	2,0		18,8	2,8	3,0	
Vincit	5,56	64	59	12,6	8,3	9,2	6,6	1,3	1,1	13,3	10,4	3,6	4,0	3,2
F-Secure	2,38	377	393	125,9	40,6	38,0	21,1	2,2	1,9	107,5	48,2	1,6	1,9	5,6
Gofore	8,40	110	104	13,5	10,0	12,2	9,2	1,9	1,4	16,7	13,5	2,3	2,9	5,0
Nixu (Inderes)	8,10	59	56	336,5	32,3	241,1	27,8	1,4	1,2	-260,4	49,3	0,0	0,0	3,2
Keskiarvo				24,1	15,7	48,3	10,3	1,4	1,2	25,6	16,6	3,4	3,8	3,0
Mediaani				13,5	11,2	12,2	9,3	1,3	1,2	15,6	13,4	3,2	3,0	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				2393 %	187 %	1880 %	198 %	6 %	0 %	-1774 %	269 %	-100 %	-100 %	5 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	10,1	11,4	21,5	14,6	17,7	32,3	19,5	20,9	40,4	47,4	55,4	61,0
	10,1	11,4	21,5	14,6	17,7	32,3	19,5	20,9	40,4	47,4	55,4	61,0
Käyttökate	0,1	0,7	0,8	0,7	0,4	1,1	-0,7	0,9	0,2	2,0	4,8	6,4
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,2	0,5	0,6	0,2	0,8	-0,5	0,7	0,2	1,7	4,6	6,3
Liikevoitto	0,0	0,5	0,4	0,4	0,1	0,5	-1,0	0,5	-0,5	1,5	4,4	6,1
	0,0	0,5	0,4	0,4	0,1	0,5	-1,0	0,5	-0,5	1,5	4,4	6,1
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	-0,1	0,4	0,3	0,3	-0,2	0,1	-1,3	0,3	-0,9	1,3	4,1	5,9
Verot	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,9	-1,3
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	0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-1,2	0,3	-0,9	1,0	3,2	4,6
EPS (oikaistu)	0,04	-0,02	0,02	0,04	-0,03	0,01	-0,09	0,06	-0,03	0,16	0,47	0,66
EPS (raportoitu)	-0,02	0,03	0,01	0,02	-0,05	-0,03	-0,16	0,04	-0,12	0,14	0,45	0,64
Tunnusluvut	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	13,9 %	24,5 %	19,3 %	44,5 %	55,3 %	50,2 %	33,6 %	18,1 %	25,1 %	17,3 %	17,1 %	10,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-58,7 %	-85,2 %	-74,7 %	76,2 %	9,7 %	52,8 %	-193,0 %	262,3 %	-78,1 %	947,6 %	161,0 %	38,2 %
Käyttökate-%	1,1 %	6,1 %	3,7 %	4,5 %	2,5 %	3,4 %	-3,4 %	4,3 %	0,6 %	4,3 %	8,6 %	10,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,2 %	1,5 %	2,3 %	3,9 %	1,1 %	2,4 %	-2,7 %	3,3 %	0,4 %	3,7 %	8,2 %	10,3 %
Nettotulos-%	-1,4 %	1,8 %	0,3 %	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-5,9 %	1,3 %	-2,2 %	2,1 %	5,8 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	7,5	13,0	12,4	12,0	11,7
Liikearvo	5,6	9,8	9,8	9,8	9,8
Aineettomat hyödykkeet	1,0	2,3	2,1	1,9	1,7
Käyttöomaisuus	0,9	0,9	0,5	0,3	0,2
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	9,9	23,7	24,2	25,3	29,8
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	7,2	11,9	13,7	16,1	18,9
Likvidit varat	2,7	11,9	10,5	9,2	10,9
Taseen loppusumma	17,4	36,8	36,6	37,4	41,5

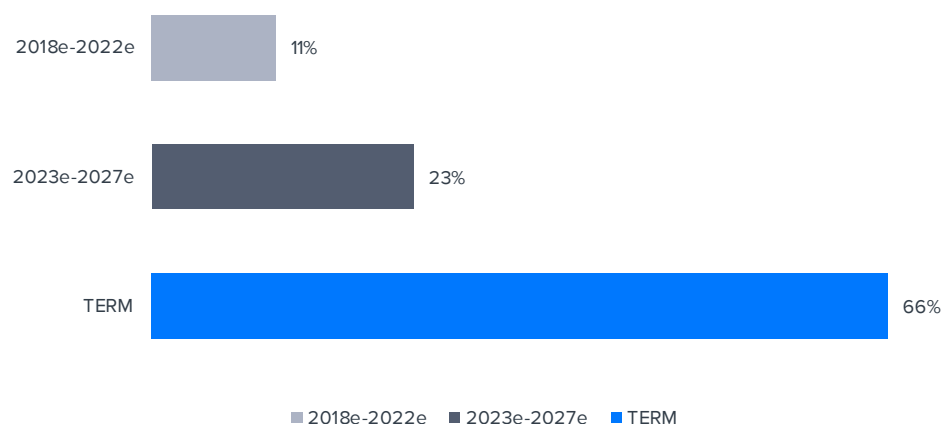
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	8,2	18,9	18,2	19,2	22,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,9	1,8	1,0	1,9	5,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	6,2	17,1	17,1	17,1	17,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,6	0,5	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verovelat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,4	0,2	0,0	0,0	0,0
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	6,6	17,3	18,1	17,9	18,8
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	8,3	8,0	7,0	6,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,5	9,0	10,1	10,9	12,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	17,4	36,8	36,6	37,4	41,5

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	0,5	-0,5	1,5	4,4	6,1	7,8	8,2	8,6	8,2	8,5	8,6	
+ 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	-0,2	0,0	-0,3	-0,9	-1,3	-1,5	-1,6	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7	
- 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	-1,6	-0,9	-1,2	-1,1	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	-0,3	-0,6	0,1	2,9	3,9	5,4	5,7	6,8	6,4	6,6	7,0	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-6,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,4	-0,7	0,0	2,9	3,7	5,2	5,5	6,5	6,2	6,4	6,8	
+/- 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	-0,7	0,0	2,9	3,7	5,2	5,5	6,5	6,2	6,4	6,8	104
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,7	0,0	2,4	2,8	3,7	3,6	4,0	3,5	3,3	3,2	49,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		75,1	75,8	75,8	73,4	70,6	66,8	63,2	59,3	55,8	52,5	49,3
Velaton arvo DCF		75,1										
- Korolliset velat		-8,5										
+ Rahavarat		11,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		78,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero- % (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e	Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	18,0	21,5	32,3	40,4	47,4	EPS (raportoitu)	0,11	0,01	-0,03	-0,12	0,14
Käyttökate	2,1	0,8	1,1	0,2	2,0	EPS (oikaistu)	0,24	0,02	0,01	-0,03	0,16
Liikevoitto	1,2	0,4	0,5	-0,5	1,5	Operat. kassavirta / osake	-0,11	0,08	-0,04	-0,08	0,01
Voitto ennen veroja	1,1	0,3	0,1	-0,9	1,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,17	-0,65	0,45	-0,09	0,00
Nettovoitto	0,7	0,1	-0,2	-0,9	1,0	Omapääoma / osake	1,30	1,33	2,85	2,51	2,65
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2	Osinko / osake	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e	Kasvu ja kannattavuus	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	15,1	17,4	36,8	36,6	37,4	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	19 %	50 %	25 %	17 %
Oma pääoma	7,9	8,2	18,9	18,2	19,2	Käyttökateen kasvu-%	-8 %	-61 %	38 %	-79 %	771 %
Liikearvo	0,0	5,6	9,8	9,8	9,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-11 %	-75 %	53 %	-78 %	948 %
Nettovelat	-3,2	0,8	-3,4	-2,5	-2,2	EPS oik. kasvu-%	-14 %	-92 %	-23 %	-313 %	-628 %
Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e	Käyttökate-%	11,5 %	3,7 %	3,4 %	0,6 %	4,3 %
Käyttökate	2,1	0,8	1,1	0,2	2,0	Oik. Liikevoitto-%	10,9 %	2,3 %	2,4 %	0,4 %	3,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,4	-0,2	-1,1	-0,8	-1,6	Liikevoitto-%	6,6 %	2,0 %	1,5 %	-1,2 %	3,3 %
Operatiivinen kassavirta	-0,7	0,5	-0,3	-0,6	0,1	ROE-%	8,8 %	0,7 %	-1,3 %	-4,8 %	5,3 %
Investoinnit	-0,3	-4,5	-6,2	-0,1	-0,1	ROI-%	10,3 %	3,8 %	2,5 %	-1,9 %	5,9 %
Vapaa kassavirta	-1,0	-4,0	3,0	-0,7	0,0	Omavaraisuusaste	52,6 %	47,2 %	51,4 %	49,7 %	51,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-39,9 %	9,3 %	-17,9 %	-13,6 %	-11,7 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2015	2016	2017	2018e	2019e
Nordea Bank Ab (Hallintarekisteröidyt)			11,1 %			EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	1,4	1,2
Gylfe Bo Peter			9,9 %			EV/EBITDA (oik.)	13,0	48,8	69,0	>100	27,8
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Varma			3,6 %			EV/EBIT (oik.)	13,6	78,9	>100	>100	32,3
Tenendum Oy			3,4 %			P/E (oik.)	20,6	>100	>100	neg.	49,3
Skandiska Enskilda Banken Ab (hallintarekisteröity)			2,8 %			P/B	3,8	4,7	4,2	3,2	3,1
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka			2,8 %			Osinkotuotto-%	1,8 %	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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.12.2014	Lisää	4,50 €	4,17 €
27.2.2015	Osta	4,90 €	4,18 €
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 €



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



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**