

# Nixu

## Yhtiöpäivitys

29/3/2019

- Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintamme 11,0 euroon (aik. 9,5 euroa).
- Yhtiön eilen ja viime viikolla tiedottamat yrityskaupat vahvistavat yhtiön markkina-asemaa Pohjois-Euroopassa sekä laajentavat strategisesti tärkeiden jatkuvien palveluiden tarjoamaa.
- Nixun kasvu kiihtyy tänä vuonna selvästi tiedotettujen yrityskauppojen myötä
- Nixun arvostus on kohonnut alkuvuonna (2019e EV/S 1,5x), mutta arvioimme liikevaihdon kiihtyvän kasvun tukevan arvostusta yhdessä kiinnostavan pitkän aikavälin tarinan kanssa

# Kasvutarinassa uusi vaihde silmään

Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintamme 11,0 euroon (aik. 9,5 euroa). Yhtiön eilen ja viime viikolla tiedottamat yrityskaupat vahvistavat yhtiön markkina-asemaa Pohjois-Euroopassa sekä laajentavat strategisesti tärkeiden jatkuvien palveluiden tarjoamaa. Nixun viime vuosi meni aiempien kansainvälisten yrityskauppojen sulattelussa ja nyt yhtiö näyttää olevan valmis ottamaan seuraavan askeleen kasvutarinassaan. Nixun arvostus (2019e-2020e EV/S 1,5x-1,3x) on kohonnut alkuvuoden kurssinousun myötä, mutta arvioimme yrityskauppojen myötä kiihtyvän kasvun tukevan osakkeen arvostusta yhdessä yhtiön pitkän aikavälin kiinnostavan tarinan kanssa.

## Nixu laajenee yritysostolla Tanskaan

Nixu kertoi eilen laajentavansa toimintaansa Tanskaan ostamalla tanskalaisen Ezentan. Kaupan myötä Nixu saavuttaa merkittävän jalansijan Tanskan melko fragmentoituneella markkinalla ja laajentaa jatkuvien palvelujen tarjoamaansa. Ezentan liikevaihto kasvoi viime vuonna 23 % 8,8 MEUR:oon ja käyttökate oli 4 % liikevaihdosta. Ezenta on erikoistunut jatkuviin teknologiapohjaisiin palveluihin ja kyberturvateknologioiden jälleenmyyntiin. Yhtiö työllistää vain 28 henkilöä, joten arvioimme liiketoimintamalliltaan suhteellisen matalakatteisen teknologialisensien myynnin vastaavan yli puolta liikevaihdosta. Kauppahintana Nixu maksaa 5,25 MEUR käteisenä sekä omina osakkeina noin 0,87 MEUR. Lisäkauppahinta vuoden 2020 alussa on enintään 2,0 MEUR, jos vuoden 2019 kannattavuustavoitteet täyttyvät. Lisäkauppahinnasta riippuen yrityskaupan arvostus vastaa noin 0,7x-0,9x EV/Liikevaihto-kerrointa, mikä vaikuttaa kohtuulliselta.

## Kauppa tarjoaa ristiinmyyntimahdollisuuksia ja jatkuviin valvomopalveihin vahvistusta

Kaupan myötä Nixu pystyy tarjoamaan omia kyberturvallisuuspalveluitaan Ezentan asiakaskuntaan, joka käsityksemme mukaan koostuu sekä suurista että pääasiallisesti keskisuurista tanskalaisista yrityksistä. Ezenta tarjoaa tietomurtojen havainnointiin ja reagointiin (Managed Detection and Response, MDR) jatkuvaa palvelua, joka on yhdistettävissä Nixun CDC-valvomopalveluihin. Yhdistyminen vahvistaa näin ollen Nixun strategisesti tärkeiden jatkuvien palveluiden valikoimaa. Yrityskaupan myötä Nixu ottaa jälleen kasvutarinassaan askeleen kohti pitkän aikavälin visiotaan tulla halutuimmaksi kyberturvakumppaniksi Pohjois-Euroopan alueella pääkonttoriaan pitävälle yhtiölle.

## Lisäsimme Ezenta-kaupan ja aiemmin tiedotetun Vesper-kaupan alustavasti ennusteisiimme

Nixu kertoi arvioivansa uudelleen vuoden 2019 ohjeistustaan (nyt lv:n kasvu >20 %, käyttökate paranee merkittävästi vuodesta 2018), kun yrityskauppa saadaan päätökseen huhtikuun alkuun mennessä. Lisäsimme alustavasti Ezenta-kaupan ja viime viikolla tiedotetun pienemmän Vesper-kaupan (kommentti luettavissa [täällä](#)) ennusteisiimme. Arvioimme Nixun aiemman kasvuohjeistuksen jo osaltaan pitäneen sisällään tulevia yrityskauppoja ja oletamme yhtiön orgaanisen kasvun olevan tänä vuonna noin 16 %:n ja vuonna 2020 noin 12 %:n tasolla. Epäorgaanisen kasvun myötä odotamme Nixun liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 35 % 54,1 MEUR:oon (aik. 48,6 MEUR). Vuonna 2020 odotamme liikevaihdon kasvavan 17 % 63,2 MEUR:oon (aik. 56,6 MEUR). Arvioimme yritysostojen integraatioiden sekä kasvu- ja kansainvälistymispanostusten takia yhtiön kannattavuuden (oik. EBIT-%) jäävän vuosina 2019-2020 vaatimattomalle 3-5 %:n tasolle.

## Arvostus on kohonnut alkuvuodesta, mutta arvioimme vahvan kasvunäkymän tukevan osaketta

Ennusteillamme Nixun vuosien 2019-2020 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 1,5x ja 1,3x. Kertoimet ovat kohonneet alkuvuoden kurssinousun myötä ja ne ovat reilun 10 %:n preemiolla suhteessa pääsosan IT-konsulteista koostuvaan vertailuryhmään. Nixulle on kuitenkin historiassa hyväksytty myös selvästi nykytasoja korkeampiakin kertoimia. Vaikka emme näe kertoimissa enää juurikaan nousuvaraa, arvioimme Nixun yrityskauppojen myötä kiihtyvän kasvun tukevan osakkeen arvostusta lyhyellä tähtäimellä. Nixun pitkän aikavälin tarina on kiinnostava ja mielestämme nykyarvostus puoltaa vielä osakkeen kydyissä pysymistä. Voimakas yrityskauppavetoinen kansainvälinen laajentuminen pitää riskitason koholla.

## Analytikot



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



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

(aik. Lisää)



**11,00 EUR**

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi: 10,30 EUR

Potentiaali: 6,8 %

## Ohjeistus

(Tulee muuttumaan)

Yhtiö arvioi voimakkaan orgaanisen kasvun johdosta liikevaihdon kasvavan yli 20 % edellisestä tilikaudesta. Koko vuoden käyttökateen arvioidaan paranevan merkittävästi edellisestä tilikaudesta. Nixu tulee arvioimaan uudelleen vuoden 2019 taloudellista ohjeistustaan Ezenta-kaupan tullessa päätökseen.

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	40,1	54,1	63,2	69,6
<b>kasvu-%</b>	24,3 %	34,9 %	16,8 %	10,0 %
<b>EBIT oik.</b>	-0,8	1,4	3,1	5,0
<b>EBIT-% oik.</b>	-1,9 %	2,7 %	5,0 %	7,2 %
<b>Nettotulos</b>	-2,0	0,7	2,0	3,5
<b>EPS (oik.)</b>	-0,18	0,12	0,30	0,51
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	86,5	34,2	20,2
<b>P/B</b>	3,3	4,2	3,8	3,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	55,8	25,6	15,4
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	29,2	18,2	12,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,5	1,3	1,1

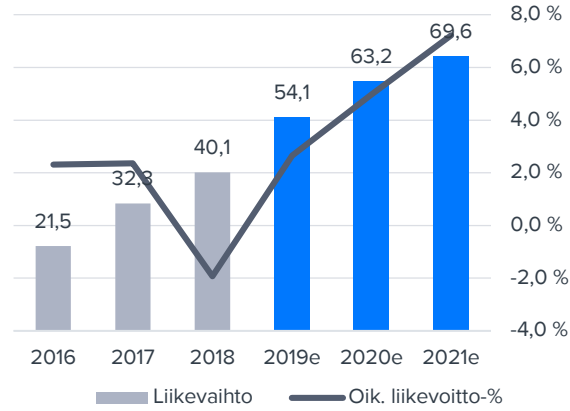
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



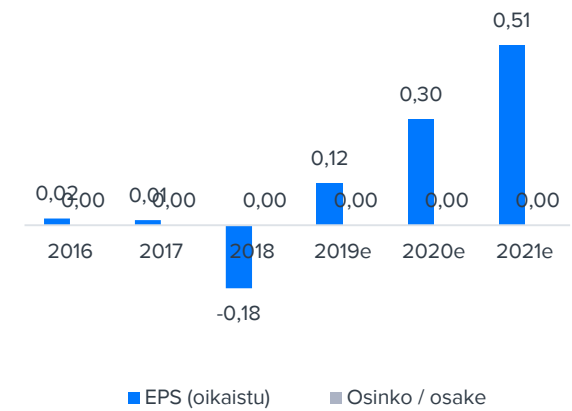
Lähde: Thomson Reuters

## 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

- Arvioimme yrityskauppojen myötä kiihtyvän kasvun tukevan osakkeen arvostusta
- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Yhtiö luo jatkuvasti arvoa strategian etenemisen ja vahvan kasvun kautta

MCAP  
**74**  
MEUR

EV  
**80**  
MEUR

EV/S  
**1,5x**  
2019e

EV/S  
**1,3x**  
2020e

# Ennustemuutokset

Lisäsimme alustavasti Nixun tiedottamat yrityskaupat ennusteisiimme. Tulemme tarkentamaan ennusteitamme, kun yrityskaupoista ja Nixun päivitetystä ohjeistuksesta saadaan lisätietoja.

Yrityskauppojen myötä lähivuosien liikevaihtoennusteemme nousivat noin 11-12 %, mutta laskimme samaan aikaan kannattavuusennusteitamme, sillä odotamme yrityskauppojen integraation ja kansainvälistymispanostusten rasittavan edelleen Nixun kannattavuutta, eikä kannattavuus nouse ennusteissamme lähivuosina Nixun keskipitkällä aikavälillä tavoittelemalle yli 10 %:n käyttökatetasolle.

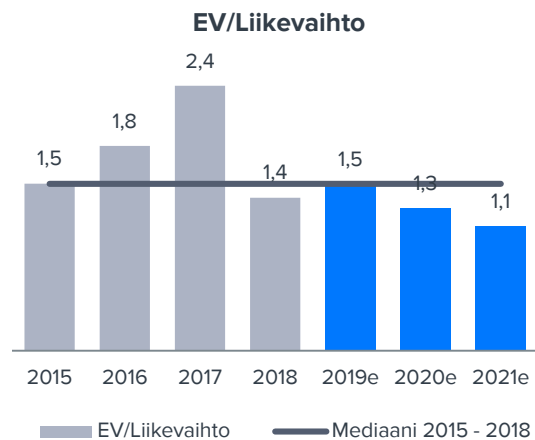
Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	48,6	54,1	11 %	56,6	63,2	12 %	62,3	69,6	12 %
Käyttökate	3,1	2,7	-12 %	5,8	4,4	-24 %	7,6	6,4	-16 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,9	1,4	-25 %	4,6	3,1	-32 %	6,4	5,0	-21 %
Liikevoitto	1,8	1,3	-27 %	4,5	3,0	-33 %	6,2	4,9	-22 %
Tulos ennen veroja	1,4	0,9	-35 %	4,1	2,6	-36 %	6,0	4,5	-24 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,17	0,12	-31 %	0,46	0,30	-35 %	0,67	0,51	-24 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,30	0,00	-100 %

Lähde: Indes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,91	6,05	11,0	7,60	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,11	6,19	6,63	7,23	<b>7,23</b>	<b>7,23</b>	<b>7,23</b>
Markkina-arvo	30	39	80	55	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>74</b>
Yritysarvo (EV)	27	39	76	55	<b>80</b>	<b>81</b>	<b>77</b>
P/E (oik.)	20,6	>100	>100	neg.	<b>86,5</b>	<b>34,2</b>	<b>20,2</b>
P/E	43,7	>100	neg.	neg.	<b>&gt;100</b>	<b>36,8</b>	<b>21,0</b>
P/Kassavirta	neg.	neg.	27,0	neg.	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>22,5</b>
P/B	3,8	4,7	4,2	3,3	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>
P/S	1,7	1,8	2,5	1,4	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	1,4	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
EV/EBITDA (oik.)	13,0	48,8	69,0	neg.	<b>29,2</b>	<b>18,2</b>	<b>12,2</b>
EV/EBIT (oik.)	13,6	78,9	>100	neg.	<b>55,8</b>	<b>25,6</b>	<b>15,4</b>
Osinko/tulos (%)	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
Osinkotuotto-%	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Innofactor Plc	0,51	19	34	21,3	8,5	5,6	0,5	0,5	25,4	11,4				0,8
Digia Oyj	2,54	69	81	8,3	6,3	6,6	5,1	0,7	0,6	10,2	8,3	3,5	4,8	1,3
Enea AB	137,00	251	304	14,9	11,7	12,3	9,7	3,1	2,7	19,6				
HiQ International AB	59,80	322	307	13,4	12,4	12,1	11,3	1,6	1,5	18,7	17,3	5,9	6,2	4,2
Siili Solutions Oyj	8,64	61	59	13,5	9,2	8,2	6,3	0,8	0,7	12,9	10,1	3,9	5,5	2,8
Solteq Oyj	1,53	27	50	12,5	10,4	5,9	5,8	0,8	0,8	15,8	11,8	2,1	2,8	1,2
Tieto Oyj	26,86	1985	2121	12,6	11,8	9,3	8,7	1,3	1,3	14,4	13,8	5,5	5,5	3,9
Knowit AB (publ)	197,20	379	370	9,5	8,5	8,3	7,5	1,0	0,9	15,3	14,2	3,0	3,5	3,2
NCC Group PLC	143,30	463	516	12,5	10,4	9,4	8,0	1,7	1,4	16,1	13,2	3,4	3,9	1,9
Vincit Oyj	6,02	72	67	11,2	9,3	8,7	7,5	1,3	1,1	14,2	12,2	3,0	3,7	3,3
F-Secure Oyj	2,41	382	391	74,1	25,2	25,6	13,5	1,8	1,6	120,9	30,1	0,6	1,4	5,3
Gofore Oyj	7,38	97	85	13,0	10,3	10,4	8,2	1,4	1,2	14,7	12,2	3,0	3,4	3,5
<b>Nixu (Inderes)</b>	<b>10,30</b>	<b>74</b>	<b>80</b>	<b>55,8</b>	<b>25,6</b>	<b>29,2</b>	<b>18,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>86,5</b>	<b>34,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>17,8</b>	<b>12,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>24,8</b>	<b>14,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,6</b>	<b>10,4</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>15,5</b>	<b>12,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>				<b>342 %</b>	<b>146 %</b>	<b>224 %</b>	<b>135 %</b>	<b>16 %</b>	<b>12 %</b>	<b>456 %</b>	<b>180 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>34 %</b>

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	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	<b>14,6</b>	<b>17,7</b>	<b>32,3</b>	<b>19,5</b>	<b>20,7</b>	<b>40,1</b>	<b>25,0</b>	<b>29,1</b>	<b>54,1</b>	<b>63,2</b>	<b>69,6</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	-1,2	-0,7	-0,8	-1,5	-1,4	-1,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>
Verot	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-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
<b>Nettotulos</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,02</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,30</b>	<b>0,51</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,01</b>	<b>0,09</b>	<b>0,10</b>	<b>0,28</b>	<b>0,49</b>

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	44,5 %	55,3 %	50,2 %	33,6 %	16,7 %	24,3 %	28,4 %	41,1 %	34,9 %	16,8 %	10,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	76,2 %	9,7 %	52,8 %	-193,0 %	-228,6 %	-202,0 %	-	-	-	118,6 %	59,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	4,5 %	2,5 %	3,4 %	-3,4 %	2,0 %	-0,6 %	3,8 %	6,2 %	5,1 %	7,0 %	9,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,9 %	1,1 %	2,4 %	-2,7 %	-1,2 %	-1,9 %	1,4 %	3,8 %	2,7 %	5,0 %	7,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-5,9 %	-3,9 %	-4,9 %	0,2 %	2,2 %	1,3 %	3,2 %	5,1 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>13,0</b>	<b>14,2</b>	<b>19,3</b>	<b>20,9</b>	<b>20,9</b>
Liikearvo	9,8	9,6	14,8	16,3	16,3
Aineettomat hyödykkeet	2,3	1,6	1,4	1,3	1,2
Käyttöomaisuus	0,9	3,0	3,1	3,3	3,4
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>23,7</b>	<b>21,2</b>	<b>21,2</b>	<b>23,2</b>	<b>26,2</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,9	11,9	16,0	18,7	20,6
Likvidit varat	11,9	9,3	5,2	4,4	5,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,8</b>	<b>35,3</b>	<b>40,6</b>	<b>44,1</b>	<b>47,1</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>18,9</b>	<b>16,8</b>	<b>17,5</b>	<b>19,6</b>	<b>23,1</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,8	-0,1	0,6	2,6	6,2
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>
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	3,0	3,6	3,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>17,3</b>	<b>16,0</b>	<b>19,9</b>	<b>20,7</b>	<b>20,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	8,3	6,8	8,0	6,8	5,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,0	9,2	11,9	13,9	15,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,8</b>	<b>35,3</b>	<b>40,6</b>	<b>44,1</b>	<b>47,1</b>



# DCF-laskelma

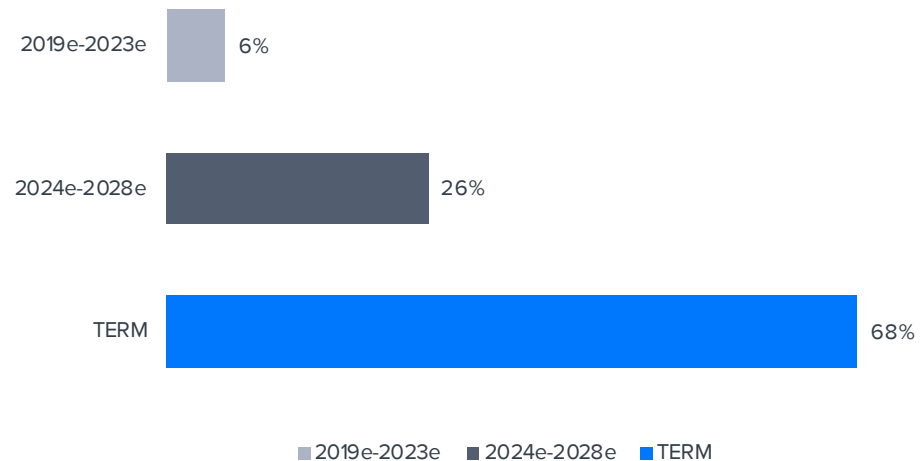
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,9</b>	<b>10,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	
- Maksetut verot	-0,2	-0,2	-0,6	-1,0	-1,5	-1,8	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-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	0,1	-1,4	-0,7	-0,5	-1,3	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>9,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</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	
- Bruttoninvestoinnit	-2,4	-6,7	-3,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>0,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	
+/- 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	-5,6	0,1	3,3	4,6	5,7	7,7	8,0	8,0	8,0	8,0	124
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-5,3</b>	<b>0,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>55,6</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		81,3	86,6	86,5	83,9	80,5	76,6	71,9	67,3	63,0	59,1	55,6
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>81,3</b>										
- Korolliset velat		-9,2										
+ Rahavarat		9,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>81,4</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,3</b>										

## 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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,6 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	21,5	32,3	40,1	54,1	63,2	EPS (raportoitu)	0,01	-0,03	-0,27	0,10	0,28
Käyttökate	0,8	1,1	-0,3	2,7	4,4	EPS (oikaistu)	0,02	0,01	-0,18	0,12	0,30
Liikevoitto	0,4	0,5	-1,5	1,3	3,0	Operat. kassavirta / osake	0,08	-0,04	-0,04	0,15	0,43
Voitto ennen veroja	0,3	0,1	-1,9	0,9	2,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,65	0,45	-0,09	-0,77	0,01
Nettovoitto	0,1	-0,2	-2,0	0,7	2,0	Omapääoma / osake	1,33	2,85	2,33	2,43	2,71
Kertaluontoiset erät	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2	-0,2	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	17,4	36,8	35,3	40,6	44,1	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	50 %	24 %	35 %	17 %
Oma pääoma	8,2	18,9	16,8	17,5	19,6	Käyttökateen kasvu-%	-61 %	38 %	-123 %	-1182 %	61 %
Liikearvo	5,6	9,8	9,6	14,8	16,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-75 %	53 %	-202 %	-285 %	119 %
Nettovelat	0,8	-3,4	-0,1	5,8	6,0	EPS oik. kasvu-%	-92 %	-23 %	-1322 %	-167 %	153 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	3,7 %	3,4 %	-0,6 %	5,1 %	7,0 %
Käyttökate	0,8	1,1	-0,3	2,7	4,4	Oik. Liikevoitto-%	2,3 %	2,4 %	-1,9 %	2,7 %	5,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-1,1	0,1	-1,4	-0,7	Liikevoitto-%	2,0 %	1,5 %	-3,6 %	2,4 %	4,7 %
Operatiivinen kassavirta	0,5	-0,3	-0,3	1,0	3,1	ROE-%	0,7 %	-1,3 %	-11,0 %	4,1 %	10,9 %
Investoinnit	-4,5	-6,2	-2,4	-6,7	-3,0	ROI-%	3,8 %	2,5 %	-5,4 %	4,7 %	10,2 %
Vapaa kassavirta	-4,0	3,0	-0,7	-5,6	0,1	Omavaraisuusaste	47,2 %	51,4 %	47,6 %	43,2 %	44,4 %
						Nettovelkaantumisaste	9,3 %	-17,9 %	-0,7 %	33,1 %	30,9 %
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Nordea Bank Ab (Hallintarekisteröidyt)			11,1 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,4	1,4	1,5	1,3
Gylfe Bo Peter			9,9 %			EV/EBITDA (oik.)	48,8	69,0	neg.	29,2	18,2
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Varma			3,6 %			EV/EBIT (oik.)	78,9	>100	neg.	55,8	25,6
Tenendum Oy			3,4 %			P/E (oik.)	>100	>100	neg.	86,5	34,2
Skandiska Enskilda Banken Ab (hallintarekisteröity)			2,8 %			P/B	4,7	4,2	3,3	4,2	3,8
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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 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
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 €



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](http://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.**