

## Markkinan fundamentit puoltavat yhä osakkeen kyydissä pysymistä

Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintaa 7,1 euroon (aik. 6,2 EUR) yhtiön vaatimattomasta H2-raportista huolimatta. Yhtiön strategian edistyminen, pitkän aikavälin kasvutarina, sektorin arvostustasojen nousupaineet sekä kyberturva-markkinan näkymät puoltavat edelleen osakkeen nousupotentiaalia. Nixun arvostus-taso on edelleen maltillinen, mikäli yhtiötä katsoo nykyisen investointivaiheen ylitse.

### H2 ei yltänyt kasvuodotuksiimme, näkymät linjassa

Yhtiön H2 jäi kasvun (25 %) ja tuloksen (EBITDA-% 6 %) osalta odotuksistamme ja näkymät tähän vuoteen olivat linjassa odotustemme kanssa. Yhtiö ohjeistaa liikevaihdon kasvun kiihtyvän vuodesta 2016 (20 %), mikä oli linjassa noin 30 %:n kasvuennustemme kanssa. Nixu leikkasi osingon nolliin (2015: 0,09 EUR), sillä kybermarkkinan näkymien takia yhtiö näkee järkevimmäksi panostaa kasvuun.

### Strategia eteni hyvin viime vuonna, CDC-palvelut alkavat tukea tulosta 2017

Nixu eteni strategiassaan viime vuonna kiitettävästi, vaikka tulosta ei juurikaan tehty. Yhtiön uusien jatkuvien valvomopalveluiden (Cyber Defence Center, CDC) kysyntä on ollut hyvällä tasolla, mutta viime vuonna ylösajosta johtuen ne eivät olleet vielä kannattavia. CDC-palvelut ovat nousemassa käsityksemme mukaan tämän vuoden loppupuolella konsultointiliiketoiminnan kannattavuuden tasolle, kun kriittistä massaa saadaan kasvatettua. Nixu teki Ruotsissa kaksi pientä ja hyvin maltillisesti hinnoiteltua yritysostoa (EV/Liikevaihto <1x), mikä avasi yhtiölle nopean reitin Ruotsin erittäin fragmentoituneelle kyberturvapalveluiden markkinalle. Hollannissa yhtiö ei onnistunut kääntämään kannattavuutta johtuen rekrytoinneista.

### Markkinan pitäisi antaa edellytykset kaksinumeroiseen orgaaniseen kasvuun

IT-markkinan kysyntänäkymät ovat Nixun näkökulmasta vahvat, vaikka kuuminta kysyntä IT-markkinalla on tällä hetkellä ohjelmistokehityksessä digipalveluissa. Asiakasorganisaatiot investoivat nyt digitalisaation myötä voimakkaasti uusien digitaalisten palveluiden kehitykseen. Arviomme mukaan seuraavassa vaiheessa organisaatiot tulevat kiinnittämään yhä enemmän huomiota näiden uusien digitaalisten palveluiden kyberturvan vaatimuksiin, minkä odotamme voimistavan kyberpalveluiden kysyntää lähivuosina. Nixulla on Suomessa uniikki markkina-asema suurimpana kyberpalvelutiiminä ja Ruotsissa hyvät kasvumahdollisuudet pirstaloituneella markkinalla. Arviomme mukaan yhtiön pitäisi kyberturvamarkkinan kasvuajureiden myötä pystyä lähivuosina 15 %:n orgaaniseen kasvuun.

### Tulosta voisi tehdä, mutta se ei välttämättä ole nyt järkevää

Nixun tietoisten kasvupanostusten takia yhtiön kannattavuus ei ole lähelläkään sen potentiaalia (EBITDA 2016: 3,6 %, 2017e: 8,2 %), vaikka yhtiön ydinliiketoiminta on edelleen hyvin kannattavaa. Yhtiön normalisoidulla kannattavuustasolla (EBITDA 10-15 %) tämän vuoden P/E -luku olisi 13-19x tasolla. Yhtiö voisi halutessaan tehdä nyt vahvaa kannattavuutta, mutta nyt tehtävät kuluja kasvattavat investoinnit turvaavat liiketoimintamallin jatkuvuutta ja skaalautuvuutta pitkällä aikavälillä. Tämän ja ensi vuoden EV/EBITDA -luvut ovat 19x ja 12x, jotka heijastelevat oikeutettua preemiota suhteessa IT-palveluyhtiöihin.

### Analytikko

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



### Suositus

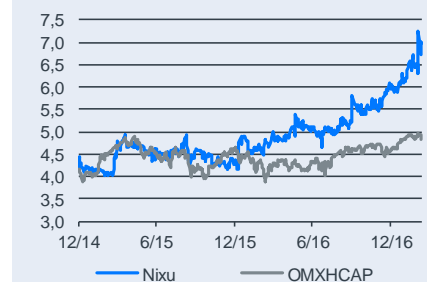
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa **7,10 EUR**

Edellinen: 6,20



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös **6,74 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,51-7,3 EUR**

Potentiaali **5,3 %**

### Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



### Avainluvut

	Liikevaihto	Käyttökate (EBITDA)	EBITDA-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	EPS (oik.)	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E (oik.)	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	18,0	2,1	11,5 %	1,1	0,24	0,09	1,5	13,0	13,6	20,6	1,8 %
2016	21,6	0,8	3,6 %	0,0	0,04	0,00	1,8	49,9	63,7	151,0	0,0 %
2017e	28,0	2,3	8,2 %	1,4	0,27	0,10	1,5	18,6	20,4	24,8	1,5 %
2018e	32,6	3,3	10,3 %	2,5	0,40	0,15	1,3	12,4	12,9	17,0	2,2 %
2019e	37,2	4,8	12,9 %	4,0	0,59	0,22	1,1	8,2	8,4	11,4	3,3 %
Markkina-arvo, MEUR			43	OPO / osake 2017e, EUR			1,50	CAGR EPS, 2016-2019, %			-333 %
Nettovelka 2017e, MEUR			0	P/B 2017e			4,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %			20 %
Yritysarvo (EV), MEUR			42	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-4,8 %	ROE 2017e, %			12,2 %
Taseen koko 2017e, MEUR			18	Omavaraisuusaste 2017e, %			52,8 %	ROCE 2017e, %			12,5 %

## Odotuksiimme nähden pehmeä H2

### Kasvupanostukset syövät tulosta

Nixun H2-tulos oli meille pettymys. Liikevaihdon kasvu jäi 25 %:iin, kun olimme odottaneet vahvojen Q3-liikevaihtolukujen perusteella 33 %:n kasvua. Liikevaihdon ennustettavuutta tosin vaikeutti yrityskauppojen vuosineljänneksen liikevaihtovaikutusten arviointi. Kasvua ajoivat Ruotsissa tehdyt kaksi pientä yrityskauppaa, mutta arvioimme myös orgaanisen kasvun olleen 15 %:n tuntumassa.

Käyttökate H2:ltä oli 0,7 MEUR (H2'15: 1,2 MEUR) ja jäi alemmasta liikevaihtotasosta johtuen 1,2 MEUR:n ennusteestamme. Yhtiön tulos oli odotetusti heikko johtuen muun muassa strategian mukaisista investoinneista omaan teknologia-alustaan (tuotekehitystä ei aktivoida) sekä kansainvälistymiseen (Hollannin toiminnot tappiolla).

Yhtiö leikkasi osingon nolliin (2015: 0,09 EUR), sillä kybermarkkinan näkymien takia yhtiö näkeeärkevimmäksi panostaa kasvuun. Nixun tase on nettovelaton ja nykyinen rahoitus tilanne mahdollistaa pienet strategiset investoinnit kuten yrityskaupat jatkossakin.

Nixun hinnoittelussa, laskutusasteissa tai kustannusrakenteessa ei ole käsityksemme mukaan tapahtunut mitään rakenteellisia kannattavuutta heikentäviä asioita, vaan heikko kannattavuus johtuu kasvuinvestoinneista. Yhtiöllä on esimerkiksi jatkuvasti asiantuntijoita tekemässä teknologiapohjaisten palveluiden kehitystyötä, mikä on pois laskutettavasta asiakastyöstä. Yhtiö ei aktivoi kehitystyötä taseeseen, joten se heijastuu suoraan tulokseen. Kansainvälistymisen osalta Hollannin toiminnot olivat vielä tappiollisia. Ruotsissa yhtiön kannattavuus on käsityksemme mukaan konsernia heikompi ja Ruotsissa yhtiö panostaa ensisijaisesti kasvuun.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H2'15	H2'16	H2'16e	H2'16e	Konsensus		Erotus (%)	2016
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Toteutunut
Liikevaihto	9,2	11,4	12,2				-6 %	21,6
Käyttökate	1,2	0,7	1,2				-45 %	0,8
Liikevoitto	0,8	0,3	0,6				-55 %	0,1
Tulos ennen veroja	0,7	0,2	0,6				-66 %	0,0
EPS (oikaistu)	0,15	0,05	0,14				-65 %	0,04
Osinko/osake	0,09	0,00	0,10				-100 %	0,00
Liikevaihdon kasvu-%	4,8 %	24,8 %	32,8 %				-8,1 %-yks.	19,8 %
Käyttökate-%	13,6 %	5,8 %	9,9 %				-4,1 %-yks.	3,6 %

Lähde: Inderes

## Ennustemuutokset

### Kirjaskäytännön muutos nostaa raportoitua tulosta

Yhtiön näkymät olivat linjassa odotuksiimme ja yhtiö ohjeistaa liikevaihdon kasvun kiihtyvän (2016: 20 %). Odotamme yhtiöltä 30 %:n kasvua tänä vuonna, mistä puolet on orgaanista ja puolet viime vuonna tehtyihin yrityskauppoihin perustuvaa. EU:n uusi tietosuoja-asetus on odotetusti piristänyt markkinoita. Kannattavuuden osalta yhtiön pitäisi kasvuinvestointien jatkumisesta huolimatta pystyä parantamaan kannattavuuttaan. Tähän vaikuttaa erityisesti CDC-palveluiden nousu konsultointiliiketoiminnan kannattavuuden tasolle. Lisäksi Hollannin tappioiden pienentyminen tukee kannattavuutta. Käsityksemme mukaan yhtiö ei tämän vuoden aikana suunnittele uusien toimintamaiden avaamista, vaan keskittyy Ruotsin yrityskauppojen sulatteluun ja Hollannin toimintojen kasvuun.

Arvioimme edelleen yhtiön liikevaihdon kasvavan kaksinumeroisella prosentilla lähivuosina ja kasvun skaalautuvan

vähitellen tulokseen vuosikymmenen loppua kohden, missä ajurina erityisesti uusien skaalautuvien palvelumallien ylösajo. Mikäli yhtiö näkee uusia investointimahdollisuuksia, saattaa se kuitenkin hyvin todennäköisesti myös uhrata lähivuosien kannattavuutta kasvu mahdollisuuksien hyödyntämiseen.

Nixu muutti kirjanpito käytäntöjään siten, että FAS-kirjanpidon mukaiset liikearvojen poistot jaksotetaan pidemmälle aikavälille tulevaisuudessa. Tällä on yhtiön raportoitua tulosta nostava vaikutus, mikä heijastui ennusteisiimme. Nixussa seuraamaamme liikearvopoistoista oikaistuun tulokseen muutoksella ei ole vaikutusta.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2016e		Muutos %	2017e		Muutos %	2018e		Muutos %
	Vanha	Toteutunut		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	22,3	21,6	-3 %	28,7	28,0	-2 %	32,7	32,6	0 %
Käyttökate	1,3	0,8	-41 %	2,8	2,3	-20 %	4,4	3,3	-24 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,2	0,6	-50 %	2,8	2,1	-24 %	4,2	3,2	-24 %
Liikevoitto	0,2	0,1	-45 %	1,2	1,4	23 %	2,6	2,6	0 %
Tulos ennen veroja	0,1	0,0	-85 %	1,1	1,4	25 %	2,5	2,5	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,13	0,04	-70 %	0,34	0,27	-20 %	0,53	0,40	-25 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,00	-100 %	0,15	0,10	-33 %	0,22	0,15	-32 %

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet

### Premio oikeutettu

Nixun tietoisten kasvupanostusten takia yhtiön kannattavuus ei ole lähelläkään sen potentiaalia (EBITDA 2016: 3,6 %, 2017e: 8,2 %), vaikka yhtiön ydinliiketoiminta on edelleen hyvin kannattavaa. Esimerkiksi vuonna 2014 ennen kasvuinvestointien käynnistämistä yhtiö ylsi vielä yli 13 % käyttökatetasoon. Yhtiön normalisoidulla kannattavuustasolla (EBITDA 10-15 %) tämän vuoden P/E -luku olisi 13-19x tasolla. Yhtiö voisi halutessaan tehdä nyt vahvaa kannattavuutta, mutta nyt tehtävät kuluja

kasvattavat investoinnit turvaavat liiketoimintamallin jatkuvuutta ja skaalautuvuutta pitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan Nixulla on siten pitkällä aikavälillä edellytykset selvästi keskimääräistä IT-konsulttitaloa korkeampaan kannattavuuteen. Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden EV/EBITDA -luvut ovat 19x ja 12x, jotka heijastelevat oikeutettua premiota suhteessa IT-palveluyhtiöihin.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Innofactor	1,32	43	55	13,0	10,5	8,4	7,5	0,8	0,7	10,9	10,5		
Affecto	2,97	67	70	7,9	6,3	7,0	5,6	0,6	0,6	10,6	8,9	6,4	7,1
Bouvet	142,00	164	157	12,9	11,9	11,3	10,4	1,0	1,0	18,3	17,0	4,6	4,9
Digia	3,02	63	75	10,1	7,6	7,4	6,2	0,8	0,8	12,2	10,1	3,3	3,2
Enea	113,25	194	186	15,2	13,6	13,0	11,7	2,7	2,6	19,6	17,1	3,1	3,4
HiQ International	67,00	387	369	15,4	14,1	14,7	13,6	1,9	1,8	20,9	19,3	4,9	5,1
Siili Solutions	8,27	57	54	8,5	7,3	7,9	6,8	1,0	0,9	13,2	11,9	4,2	4,8
Tieto Oyj	25,98	1925	2040	13,1	12,4	10,0	9,5	1,3	1,3	15,8	15,0	5,2	5,5
KnowIT	114,00	228	241	9,8	8,3	9,0	8,0	0,9	0,8	13,5	11,9	3,5	3,5
NCC Group	181,00	588	646	15,8	13,2	11,9	10,1	2,2	2,0	19,3	16,0	0,0	0,0
Vincit	6,90	76	74	12,3	10,5	9,3	8,2	2,0	1,7	16,5	15,7	2,5	3,2
<b>Nixu (Inderes)</b>	<b>6,74</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>20,4</b>	<b>12,9</b>	<b>18,6</b>	<b>12,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>24,8</b>	<b>17,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>12,2</b>	<b>10,5</b>	<b>10,0</b>	<b>8,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>15,5</b>	<b>13,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,9</b>	<b>10,5</b>	<b>9,3</b>	<b>8,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>58 %</b>	<b>23 %</b>	<b>100 %</b>	<b>51 %</b>	<b>50 %</b>	<b>30 %</b>	<b>57 %</b>	<b>13 %</b>	<b>-62 %</b>	<b>-47 %</b>

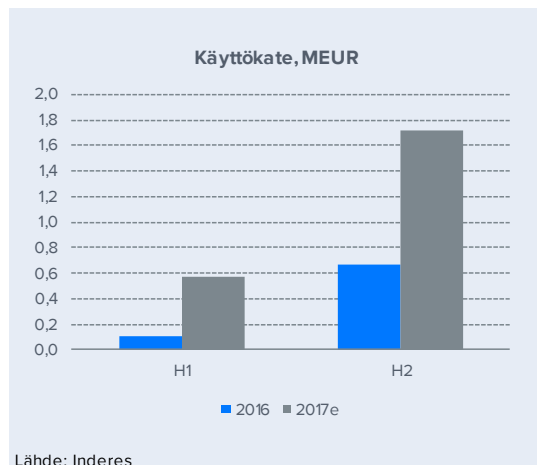
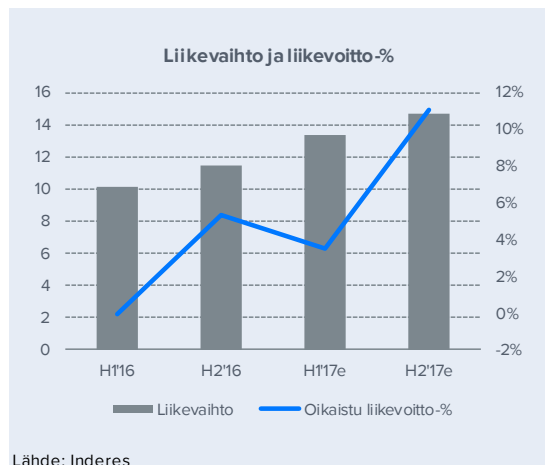
Lähde: Bloomberg / Inderes

## Tuloslaskelma ja ennusteet puolivuotistasolla

Tuloslaskelma (MEUR)	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1e	2017H2e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>13,4</b>	<b>13,5</b>	<b>12,0</b>	<b>17,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>18,0</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>21,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,6</b>	<b>28,0</b>	<b>32,6</b>	<b>37,2</b>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	0,2	0,2	0,4	-	-
Materiaalit ja palvelut	-1,1	-1,2	-0,8	-1,3	-0,7	-0,7	-1,4	-0,8	-0,7	-1,5	-0,9	-1,0	-1,9	-	-
Henkilöstökulut	-8,1	-8,7	-8,4	-10,9	-5,7	-5,6	-11,2	-7,4	-7,6	-15,0	-9,4	-9,2	-18,6	-	-
Liiketoiminnan muut kulut	-2,4	-2,7	-2,5	-2,8	-1,7	-1,8	-3,6	-2,3	-2,6	-4,9	-2,7	-3,0	-5,7	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>
Poistot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Liikearvopoistot	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>
Rahoitustuotot ja -kulut	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>
Tuloverot	-0,6	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	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>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>
Liikearvopoistot	0,00	0,00	0,00	-0,78	-0,39	-0,39	-0,77	-0,17	-0,32	-0,49	-0,32	-0,32	-0,64	-0,62	-0,61
EBIT (oikaistu)	1,76	0,84	0,47	2,20	0,78	1,18	1,97	0,00	0,61	0,61	0,47	1,62	2,09	3,20	4,70
EPS (oikaistu)				0,28	0,09	0,15	0,24	-0,01	0,05	0,04	0,06	0,21	0,27	0,40	0,59

Avainluvut	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1e	2017H2e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihdon kasvu y-o-y-%</b>	<b>24,7 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>-10,9 %</b>	<b>41,5 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>24,8 %</b>	<b>19,8 %</b>	<b>31,8 %</b>	<b>28,1 %</b>	<b>29,8 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>14,0 %</b>
Materiaalit ja palvelut-%	-8 %	-9 %	-6 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-6 %	-7 %	-7 %	-6 %	-7 %	-	-
<b>EBITDA-%</b>	<b>14 %</b>	<b>7 %</b>	<b>5 %</b>	<b>13 %</b>	<b>9 %</b>	<b>14 %</b>	<b>11 %</b>	<b>1 %</b>	<b>6 %</b>	<b>4 %</b>	<b>4 %</b>	<b>12 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>12,9 %</b>
EBIT-%	13 %	6 %	4 %	8 %	4 %	9 %	7 %	-2 %	3 %	1 %	1 %	9 %	5,2 %	7,9 %	11,0 %
<b>EBIT-%oikaistu</b>	<b>13 %</b>	<b>6 %</b>	<b>4 %</b>	<b>13 %</b>	<b>9 %</b>	<b>13 %</b>	<b>11 %</b>	<b>0 %</b>	<b>5 %</b>	<b>3 %</b>	<b>4 %</b>	<b>11 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>12,6 %</b>
Henkilöstökulut-%	-61 %	-65 %	-70 %	-64 %	-64 %	-61 %	-62 %	-72 %	-67 %	-69 %	-70 %	-63 %	-66 %	-	-
Poistot-%	-1 %	0 %	-1 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %	-1 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %	-1 %	-	-
Liiketoiminnan muut kulut-%	-18 %	-20 %	-21 %	-17 %	-20 %	-20 %	-20 %	-22 %	-23 %	-23 %	-20 %	-20 %	-20 %	-	-
Henkilöstö kaud. lopussa / keskim.	106	123	118	144	159	159	159	178	222	200	235	255	245	-	-
Henkilöstökulut per henkilö TEUR	-76,5	-71,1	-71,0	-75,6	-35,8	-34,9	-70,7	-41,4	-34,4	-75,1	-40,0	-36,0	-75,8	-	-

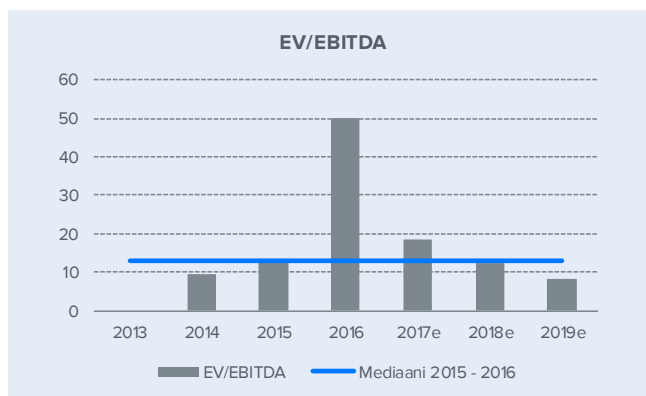
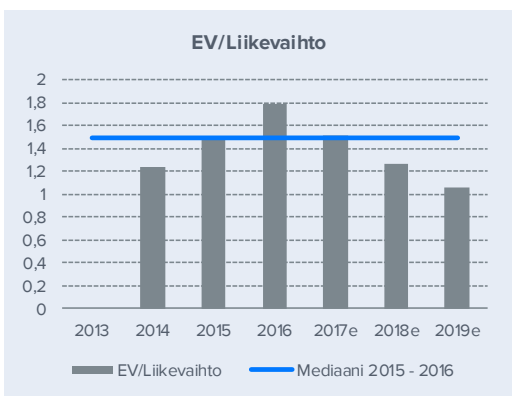
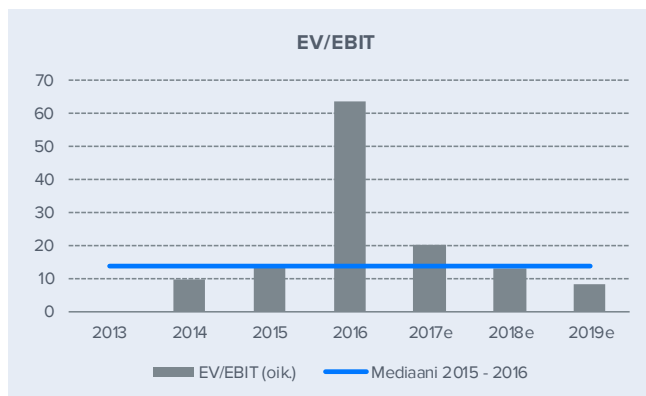
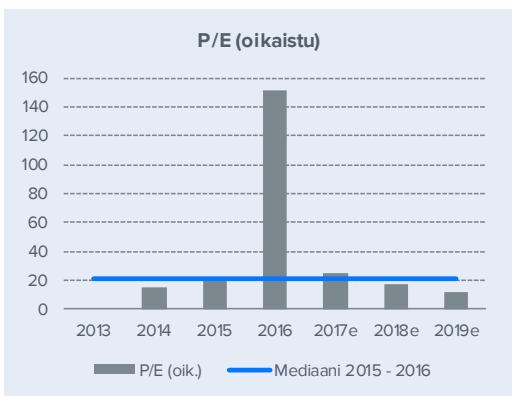
\*Pro-forma luvut



## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		4,21	4,91	6,05	6,74	6,74	6,74
Markkina-arvo		26	30	39	43	43	43
Yritysarvo (EV)		21	27	39	42	41	39
P/E (oik.)		15,2	20,6	151,0	24,8	17,0	11,4
P/E		28,2	43,7	neg.	39,3	22,4	13,6
P/Kassavirta		-41,3	-29,3	-10,1	83,4	23,9	15,0
P/B		3,3	3,8	4,6	4,5	4,0	3,3
P/S		1,5	1,7	1,8	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto		1,2	1,5	1,8	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA		9,3	13,0	49,9	18,6	12,4	8,2
EV/EBIT (oik.)		9,5	13,6	63,7	20,4	12,9	8,4
Osinko/tulos (%)		53,6 %	80,1 %	0,0 %	58,2 %	49,9 %	44,3 %
Osinkotuotto-%		1,9 %	1,8 %	0,0 %	1,5 %	2,2 %	3,3 %

Lähde: Inderes

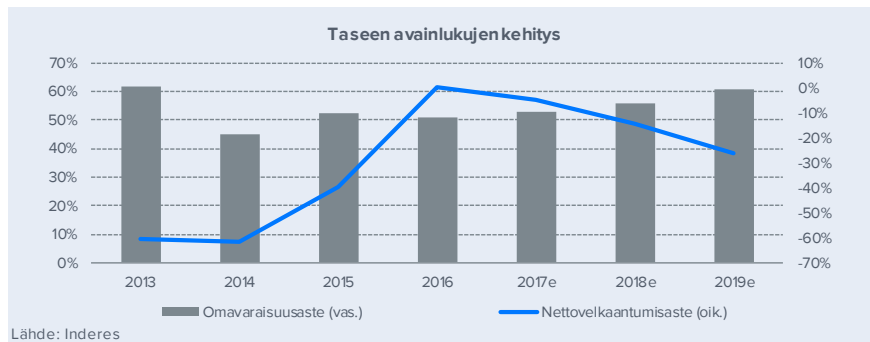


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	4	3	6	6	5
Käyttöomaisuus	0	0	0	0	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>13</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	5	5	7	9	11
Likvidit varat	9	7	3	3	3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>

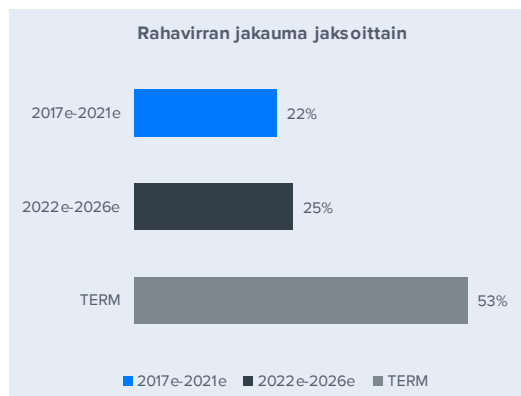
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	2	2	2	3	4
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	5	5	7	7	7
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	3	3	2	2	1
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	1	1	1
Lyhytaikaiset korottomat velat	6	4	5	6	7
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	
- Maksut verot	-0,3	-0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-0,3	-1,3	-0,8	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</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	
- Bruttoninvestoinnit	-4,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,8	-0,3	-0,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,8	0,5	1,8	2,9	4,1	4,3	4,5	4,6	5,3	3,1	3,2	52,4
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	1,5	2,3	3,0	2,9	2,8	2,7	2,9	1,6	1,5	24,0
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>45,8</b>	<b>45,3</b>	<b>43,7</b>	<b>41,5</b>	<b>38,4</b>	<b>35,5</b>	<b>32,6</b>	<b>29,9</b>	<b>27,1</b>	<b>25,5</b>	<b>24,0</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>45,8</b>										
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		2,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>45,7</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,18</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu 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 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	17,0	18,0	21,6	28,0	32,6
EBITDA	2,3	2,1	0,8	2,3	3,3
EBITDA-marginaali (%)	13,3	11,5	3,6	8,2	10,3
EBIT	1,4	1,2	0,1	1,4	2,6
Voitto ennen veroja	1,3	1,1	0,0	1,4	2,5
Nettovoitto	0,9	0,7	-0,2	1,1	1,9
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	-0,6

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	17,3	15,1	16,6	18,0	19,4
Oma pääoma	7,8	7,9	8,4	9,5	10,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	4,0	3,5	2,7	2,3	1,7

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	2,3	2,1	0,8	2,3	3,3
Nettokäyttöpääoman muutos	1,9	-2,4	-0,3	-1,3	-0,8
Operatiivinen kassavirta	3,7	-0,7	0,2	0,7	1,9
Vapaa kassavirta	-0,6	-1,0	-3,8	0,5	1,8

Yhtiökuvaus
Nixu on vuonna 1988 perustettu kyberturvallisuuspalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Nixun keskeisenä kilpailuetuna on erikoistuminen kyberturvallisuuspalveluihin, vahva brändi ja asema Suomessa sekä kattava palveluvalikoima kyberturvallisuuspalveluissa. Nixu-konserni työllistää lähes 200 asiantuntijaa.
Nixu on yhtiön johdon käsityksen mukaan suurin pohjoismainen kyberturvallisuuspalveluiden tarjoaja kyberturvallisuusasiantuntijoiden lukumäärällä mitattuna. Lisäksi yhtiö tarjoaa laaja-alaisimmin eri palveluita organisaatioiden kyberturvallisuustarpeisiin.
Asiakassegmentit Nixu jaottelee tietohallintoon, digitaaliseen liiketoimintaan ja teolliseen internetiin. Palveluitaan Nixu toimittaa neljällä eri toimitusmallilla: toteutusprojektit, neuvonantopalvelut, jatkuvat palvelut ja lisenssimyynti.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,15	0,11	-0,04	0,17	0,30
EPS oikaistu	0,28	0,24	0,04	0,27	0,40
Operat. kassavirta per osak	0,61	-0,11	0,04	0,10	0,30
Tasearvo per osake	1,27	1,30	1,36	1,50	1,70
Osinko per osake	0,08	0,09	0,00	0,10	0,15
Voitonjako, %	54	80	0	58	50
Osinkotuotto, %	1,9	1,8	0,0	1,5	2,2

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	28,2	43,7	neg.	39,3	22,4
P/B	3,3	3,8	4,6	4,5	4,0
P/Liikevaihto	1,5	1,7	1,8	1,5	1,3
P/CF	6,9	neg.	159,4	64,6	22,5
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA	9,3	13,0	49,9	18,6	12,4
EV/EBIT	14,7	22,5	333,4	29,4	16,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
GYLFE BO PETER	11,7 %
ERKOISSUJOITUSRAHASTO VISIO ALLOCATOR	4,7 %
KESKINÄINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ VARMA	4,3 %
TAALERITEHDAS MIKRO MARKKA	4,1 %
TENENDUM OY	4,1 %

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

## 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/>