

Paluu kyberkasvuun 2016

Toistamme Nixun lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintaa 5,4 euroon (aik. 5,0 euroa) H2-raportin jälkeen. Nixun orgaaninen kasvu viime vuonna oli pettymys (6 %), mutta yhtiö ylsi hyvään kannattavuuteen (EBITDA-% 11,5 %) strategisista kasvupanostuksista huolimatta. Näkemyksemme mukaan kasvua hidastivat väliaikaiset tekijät ja yhtiön kasvulukemat palaavat tänä vuonna jälleen kyberyhtiölle kuuluvalla tasolle. Nixun nykyinen arvostustaso (2016e: EV/EBIT 10x) ei huomioi kyberturvamarkkinalla riehuvaa konsolidaatiomyrskyä, markkinan kasvuajureita sekä Nixun vahvaa markkina-asemaa Suomen kyberturvapalveluissa.

Hyvä kannattavuus H2:lla, kasvu jäi vaisuksi

Nixun H2-tulos oli hieman odotuksiamme parempi, vaikka liikevaihdon kasvu (5 %) jäi ennusteestamme (10 %) ja pro-forma käyttökate (1,2 MEUR) jäi vahvasta vertailukaudesta (1,3 MEUR). Yhtiö pystyi viime vuonna tekemään yllättävän hyvän kannattavuuden, vaikka myyntiä rasitti muutaman yksittäisen suuren asiakkaan toimintojen siirtyminen pois Suomesta. Tämä onnistuttiin paikkaamaan uusilla asiakkuuksilla ja käsityksemme mukaan yhtiö on jälleen normaalilla kasvu-uralla. Lisäksi yhtiön panostukset kansainvälistymiseen ja omaan teknologiaan pohjautuviin palvelumalleihin nostivat kulutasoa viime vuonna. Mielestämme tästä huolimatta hyvänä säilynyt kannattavuus (EBITDA-% 2014: 13,3 %, 2015: 11,5 %) osoittaa, että yhtiö pystyy edelleen perinteisiä IT-palveluyhtiöitä korkeampaan hinnoitteluun.

Odotamme yhtiön palaavan kaksinumeroiseen kasvuun

Yhtiö ohjeisti vuodelle 2016 liikevaihdon kasvua ja toisti keskipitkän aikavälin tavoitteet. Lähivuosien tulosenusteemme ovat karkeasti ennallaan. Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan 12 % vuonna 2016 ja 14 % vuonna 2017. Yhtiön kasvua ajavat markkinan voimakkaat kasvuajurit, myynnin ylösajo uusissa jatkuvissa palveluissa sekä kansainvälistymishankkeet. Kasvupanostukset rasittavat kannattavuutta ja odotamme EBITDA-%:n säilyvän 12-13 % tasolla. Mikäli yhtiö onnistuu omaan teknologiaan pohjautuvien skaalautuvien palvelumallien strategiassa, on yhtiöllä edellytykset korkeampaan kannattavuuteen ja samalla myös yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso tulee nousemaan liiketoimintamallin kilpailuetujen ja skaalautuvuuden vahvistuessa.

Kilpailu kiristymässä, liiketoimintamallin siirryttävä kohti jatkuvia palveluita

Näemme riskin, että markkinan kilpailupaine tulee lisääntymään perinteisissä neuvonantopalveluissa yhä useampien IT-talojen pyrkiessä kyberpalveluiden markkinalle. Nixulla on Suomen markkinalla selkeä etumatka kilpailijoihin nähden, mitä ylläpitääkseen se investoi parhaillaan omaan teknologiaan pohjautuvien skaalautuvien palvelumallien kehitykseen (Cyber Defense Center). Näistä yhtiölle alkaa syntyä kasvavaa myyntiä arvioimme mukaan tänä vuonna. Mielestämme markkinalla voittajina tulevat todennäköisimmin selviämään ne kyberpalvelutalot, jotka onnistuvat muuntamaan liiketoimintamallinsa asiantuntijaresurssien myynnistä kohti kyberturvan tarjoamista jatkuvina, useita eri teknologioita yhdistävinä palvelukonsepteina.

Arvostus maltillinen

Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 16x ja 13x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 10x ja 8x. Nixua hinnoitellaankin lähelle perinteisten IT-palveluyhtiöiden arvostustasoa, eikä osakkeessa ole mielestämme oleellista ”kyberpreemiota”.

Analytikko

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



Suositus

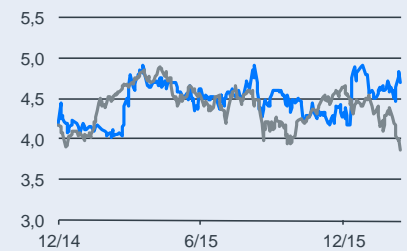
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 5,40 EUR

Edellinen: 5,00



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 4,78 EUR

12 kk vaihteluväli 4,01-5,01 EUR

Potentiaali 13,0 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Miten kansainvälistymishankkeet etenevät?

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2014	17,0	1,4	8,4 %	1,3	0,15	0,08	1,2	9,3	9,5	15,2	1,9 %
2015	18,0	1,2	6,6 %	1,1	0,11	0,09	1,5	13,0	13,6	20,6	1,8 %
2016e	20,2	1,6	7,9 %	1,5	0,17	0,12	1,2	10,0	10,4	16,2	2,5 %
2017e	23,0	2,1	9,0 %	2,0	0,24	0,17	1,0	7,9	8,2	12,9	3,6 %
2018e	26,5	2,9	11,0 %	2,9	0,36	0,20	0,8	5,8	6,1	10,2	4,1 %
Markkina-arvo, MEUR			29	OPO / osake 2016e, EUR			1,38	CAGR EPS, 2015-2018, %			47 %
Nettovelka 2016e, MEUR			-4	P/B 2016e			3,5	CAGR kasvu, 2015-2018, %			14 %
Yritysarvo (EV), MEUR			25	Nettovelkaisuusaste 2016e, %			-53,0 %	ROE 2016e, %			12,6 %
Taseen koko 2016e, MEUR			15	Omavaraisuusaste 2016e, %			55,6 %	ROCE 2016e, %			14,4 %

Hieman odotuksia parempi H2-tulos

Kasvun hidastuminen väliaikaista

Liikevaihto kasvoi H2:lla orgaanisesti pro-forma -luvulla 5 % ja oli 9,2 MEUR, kun ennusteemme oli 9,6 MEUR. Yhtiö ylitti näin rimaa hipoen ohjeistushaarukan 18 MEUR:n alarajan. Nixun liikevaihdon kasvun (6 %) hitautta viime vuonna kokonaisuudessaan selitti muutamien yksittäisten asiakkaiden projektien ja tilausten hidastuminen yhtiöstä riippumattomista syistä. Käsitksemme mukaan taustalla oli muutaman suuren asiakkaan päätös siirtää toimintoja pois Suomesta sekä Panorama Partnersin yksi asiakkuus, jonka päätyminen oli jo yhtiön tiedossa jo yrityskauppahetkellä. Viime vuonna realisoitui siten useita yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä, vaikka Nixun riippuvuus yksittäisistä asiakkaista ei yleisellä tasolla ole erityisen suuri (vuoden 2014 liikevaihdosta 33 % tuli 5 suurimmalta asiakkaalta).

Hieman pehmeästä myynnistä huolimatta Nixu teki hyvän kannattavuuden H2:lla. Käyttökate oli 1,2 MEUR (13,6 % liikevaihdosta) ylittäen ennusteemme 1,1 MEUR. Tulos kuitenkin jäi hieman poikkeuksellisen vahvasta vertailukaudesta (H2'14 pro-forma EBITDA 1,3 MEUR). Oikaistu EPS oli 0,15 euroa, kun ennusteemme oli 0,13 euroa. Yhtiö korottaa osinkoaan sentillä 0,09 euroon, kun ennusteemme oli 0,08 euroa.

Tase on vahva

Nixulla on vahva kassa (6,6 MEUR) ja yhtiön liiketoiminta tuottaa vahvaa rahavirtaa investointitarpeen ollessa pieni. Tämä mahdollistaa yhtiölle hieman suurempienkin strategisten liikkeiden tekemisen, vaikka toimialan arvostustasojen nousun takia emme pidä yrityskauppoja kovin todennäköisenä.

Kilpailu kiristyy

Viime vuoden lopulla yhtiön kilpailijoista Tieto ilmoitti kyberturvayksikön perustamisesta yhtiön kolmantena ”sisäisenä start-upina”. Isoista IT-integraattoreista Suomessa erityisesti CGI on panostanut kyberturvaan. Osa integraattoreista haluaa rakentaa itselleen kyvykkyyden kyberpalveluihin ja osa saattaa hankkia tätä osaamista talon ulkopuolelta Nixun kaltaisilta toimijoilta. Useiden uusien pienten ja suurten kilpailijoiden pyrkimykset tulla markkinalle saattavat lisätä hintapaineita, sillä markkinaa saatetaan ottaa haltuun hinnalla ja asiakkaiden on vaikea arvioida laatua eri palveluntarjoajien välillä. Siten Nixun on kilpailuetuaan ylläpitääkseen jatkettava panostuksia henkilöstöön ja omaan teknologiaan pohjautuvien palvelumallien kehitykseen.

Suurilla integraattoreilla kuten Tieto kyberturvapalvelut ovat luontainen osa integraatiopalveluita sekä jatkuvia ylläpitopalveluita. Asiakkailla saattaa kuitenkin olla halu hankkia IT-infrastruktuurinsa valvonta eri toimijalta kuin itse infrastruktuurin ylläpitäjältä, mikä antaa Nixulle kilpailuetua riippumattomana toimijana. Tästä huolimatta Nixun yhteensopivuus Tiedon nykyiseen strategiaan olisi mielestämme kiistaton. Nixu tukisi Tietoa yhdellä sen strategisella kasvualueella ja antaisi kilpailuetua jatkuviin palveluihin, integraatiopalveluihin sekä asiakaskokemuksen hallintaan ja IoT-liiketoimintaan. Tieto on määritellyt sisäisten start-upiensa kolmeksi eri kasvualueeksi kyberturvan, asiakaskokemuksen hallinnan ja teollisen internetin. Yritysosot ovat osa Tiedon kasvustrategiaa.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H2'14	H2'15	H2'15e	H2'15e	Konsensus		Erotus (%)		2015
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Toteutunut	
Liikevaihto	8,7	9,2	9,6				-5 %	18,0	
Käyttökate	1,3	1,2	1,1				17 %	2,1	
Liikevoitto (oikaistu)	1,3	1,2	1,0				16 %	2,0	
Liikevoitto	0,9	0,8	0,6				27 %	1,2	
Tulos ennen veroja	0,9	0,7	0,6				22 %	1,1	
EPS (oikaistu)	0,18	0,15	0,13				20 %	0,23	
Osinko/osake	0,08	0,09	0,08				13 %	0,09	
Liikevaihdon kasvu-%	32,1 %	4,8 %	9,8 %				-5 %-yks.	6,2 %	
Liikevoitto-% (oikaistu)	15,0 %	12,9 %	10,6 %				2,3 %-yks.	10,9 %	

Lähde: Inderes H2'14 = pro-forma luvut

Ennustemuutokset

Takaisin kybertason kasvuun

Lähivuosien ennustemme Nixulle ovat lähes ennallaan. Yhtiö ohjeisti liikevaihdon 2015 kasvavan, mikä oli meille itsestään selvyyttä.

Vuonna 2016 arvioimme Nixun liikevaihdon kasvun kiihtyvän 12 %:iin (2015: 6 %), johtuen markkinan suotuisan kysyntätilanteen jatkumisesta sekä yksittäisistä asiakkaista johtuvan heilunnan tasaantumisen. Investoinnit strategiaan hankkeisiin tulevat rasittamaan yhtiön kannattavuutta, mutta arvioimme käyttökate-%:n nousevan hieman 12,2 %:iin (2015: 11,5 %) ja käyttökateen olevan 2,5 MEUR. Vuonna 2016 arvioimme yhtiön tekevän käytännössä samalla tasolla olevan tuloksen, kuin se vuonna 2014 teki pro-forma luvuilla katsottuna (EBITDA 2,4 MEUR). Yhtiön tulos ei siis tule ensi vuonna saavuttamaan potentiaaliaan. Arvioimme mukaan yhtiö yltäisi vähintään noin 15 %:n käyttökateen ilman nyt tehtäviä kasvupanostuksia. Osakekohtainen tulos ilman liikearvopoistoja on ennusteessamme 0,30 euroa vuodelle 2016 (aik. ennuste 0,30 euroa).

Kasvupanostukset rasittavat yhä kannattavuutta

Nixun kannattavuus ei tule arvioimme mukaan nousemaan täyteen potentiaaliin vielä seuraavan 2-3 vuoden aikana, sillä yhtiön on otettava kyberturvamarkkinan kasvumahdollisuus nyt haltuun ja tämä vaatii etupainotteisia kuluja kasvattavia investointeja. Lisäksi näemme riskin hintapaineiden

lisääntymiselle perinteisissä tuntityönä myytävissä neuvonantopalveluissa yhä useampien IT-yritysten pyrkiessä panostamaan kyberturvamarkkinalle. Nixun pitäisi tästä huolimatta yltää kohtalaiseen kannattavuustasoon viime vuoden tavoin, sillä kyberturvan vahvan kysynnän ja liiketoiminnan korkean asiantuntijataso pitäisi mahdollistaa preemiohinnoittelu perinteisiin IT-palveluyhtiöihin nähden, jotka yltävät keskimäärin hieman alle 10 %:n käyttökateen (listatut verrokki). Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvavan 2016-2018 aikana noin 12-15 %:n vauhtia orgaanisesti. Tämä on selvästi muutaman prosentin vauhtia kasvavaa yleistä IT-markkinaa nopeampi kasvu. Vaikka markkinan kasvuajurit ovat voimakkaita, Suomen taloustilanteen surkeus vaikuttaa jonkin verran myös kyberturvapalveluihin.

Nixun liikevaihdon kasvu kiihtyy ennusteessamme yhtiön uusien skaalautuvien palvelumallien myötä, mikä parantaa myös yhtiön kannattavuutta. Arvioimme käyttökateen nousevan noin 14 %:n tasolle vuonna 2018 vuoden 2015 noin 10 %:sta. Mikäli yhtiö onnistuu skaalautuvien palvelumallien strategiassaan, on sillä näkemysmme mukaan edellytykset korkeampaankin kannattavuustasoon.

Ennustemuutokset	2015e	2015	Muutos	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	18	18	-2 %	21	20	-2 %	23	23	-2 %
Käyttökate	1,9	2,1	9 %	2,4	2,5	2 %	3,2	3,0	-7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,8	2,0	7 %	2,3	2,4	2 %	3,1	2,9	-6 %
Liikevoitto	1,5	1,2	-18 %	1,6	1,6	3 %	2,1	2,1	-1 %
Tulos ennen veroja	1,4	1,1	-23 %	1,4	1,5	3 %	2,0	2,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,24	-8 %	0,29	0,30	2 %	0,39	0,37	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,08	0,09	13 %	0,12	0,12	0 %	0,17	0,17	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso

Preemiohinnoittelua ei ole, vaikka se olisi perusteltua

Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 16x ja 13x sekä vastaavat EV/EBIT-luvut 10x ja 8x. Läheisimmän eurooppalaisen verrokin NCC Groupin P/E-luvut ovat 26x ja 23x ja EV/EBIT-luvut 22x ja 17x. Nixua hinnoitellaankin lähelle perinteisten IT-palveluyhtiöiden arvostustasoa, eikä osakkeessa ole mielestämme oleellista muihin kyberyhtiöihin tarttunutta ”kyberpreemiota”. Arvostus on EV/EBIT-kertoimella jopa hieman vertailuryhmän alapuolella.

Nixun EV/Liikevaihto -kerroin tälle vuodelle on 1,2x, mikä heijastelee mielestämme myös maltillista arvostusta. Yhtiön läheinen kilpailija nSense myytiin viime kesänä yrityskaupassa 2,5x liikevaihtokertoimella. Vastaavasti ”hollannin Nixu” Fox-IT vaihtoi viime vuoden lopulla omistajaa 5,4x EV/liikevaihto-kertoimella.

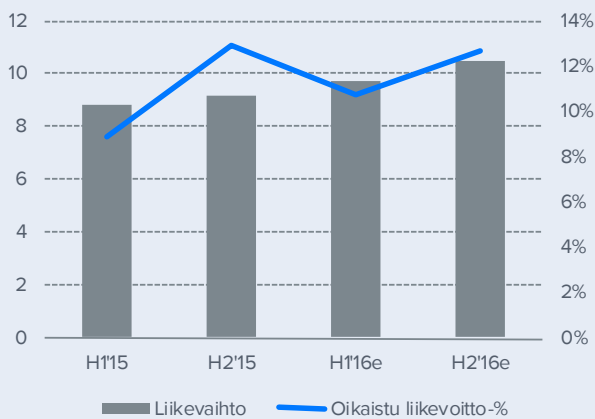
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	
Innofactor	0,87	29	38	10,9	7,0	7,6	5,2	0,7	0,6	12,1	9,0	2,3	1,2	
Affecto	2,78	62	68	5,8	4,9	5,2	4,5	0,6	0,6	7,7	6,9	7,2	8,8	0,9
Digia	5,79	121	127	24,5	14,5	15,8	11,8	1,1	1,0	36,2	20,0	1,6	1,6	2,8
Enea	89,50	156	141	11,0	9,9	9,4	8,6	2,6	2,5	15,8	14,5	4,9	5,4	3,4
HiQ International	48,90	278	258	11,6	10,9	11,1	10,5	1,5	1,4	16,5	15,6	6,2	6,4	3,7
Silli Solutions	22,32	45	45	10,0	7,7	8,2	7,2	0,9	0,9	11,7	10,8	3,3	3,5	4,1
Solteq	1,72	31	55	8,0	6,5	5,8	4,7	0,8	0,8	8,2	7,2	2,3	2,9	1,5
Tieto Oyj	23,17	1715	1737	11,1	10,4	8,0	7,6	1,2	1,1	13,7	13,1	5,7	5,9	3,5
KnowIT	56,00	109	133	6,7	5,9	6,1	5,5	0,5	0,5	9,3	8,5	6,7	6,7	1,3
NCC Group	283,40	1003	1107	22,0	17,0	18,6	14,5	4,3	3,6	26,0	22,3	0,0	0,0	2,7
Nixu (Inderes)	4,78	29	25	10,4	8,2	10,0	7,9	1,2	1,0	16,2	12,9	2,5	3,6	3,5
Keskiarvo				12,2	9,5	9,6	8,0	1,4	1,3	15,7	12,8	4,2	4,3	2,5
Mediaani				10,9	8,8	8,1	7,4	1,0	0,9	12,9	12,0	4,9	4,4	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	-7 %	23 %	7 %	21 %	11 %	26 %	8 %	-49 %	-20 %	25 %

Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

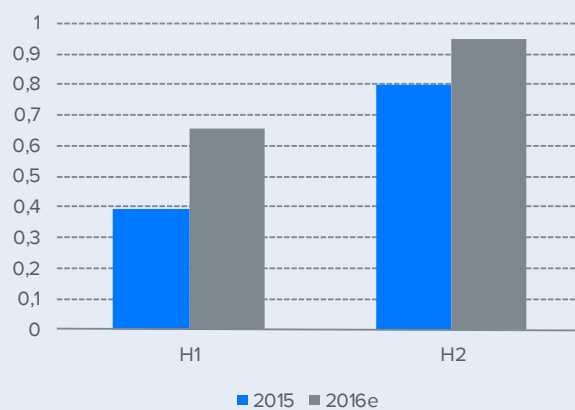
Tuloslaskelma (MEUR)	2011	2012	2013	2014H1*	2014H2*	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1e	2016H2e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	13,4	13,5	12,0	8,2	8,7	17,0	8,8	9,2	18,0	9,7	10,5	20,2	23,0	26,5
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	-	-
Materiaalit ja palvelut	-1,1	-1,2	-0,8	-0,7	-0,6	-1,3	-0,7	-0,7	-1,4	-0,8	-0,8	-1,6	-	-
Henkilöstökulut	-8,1	-8,7	-8,4	-5,3	-5,6	-10,9	-5,7	-5,6	-11,2	-6,1	-6,4	-12,6	-	-
Liiketoiminnan muut kulut	-2,4	-2,7	-2,5	-1,5	-1,3	-2,8	-1,7	-1,8	-3,6	-1,8	-2,0	-3,8	-	-
EBITDA	1,8	0,9	0,6	0,9	1,3	2,3	0,8	1,2	2,1	1,1	1,4	2,5	3,0	3,8
Poistot	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Liikearvopoistot	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-0,7
EBIT	1,8	0,8	0,5	0,5	0,9	1,4	0,4	0,8	1,2	0,7	0,9	1,6	2,1	2,9
Rahoitustuotot ja -kulut	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	1,8	0,8	0,5	0,4	1,0	1,3	0,3	0,7	1,1	0,6	0,9	1,5	2,0	2,9
Tuloverot	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,7
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
Nettotulos	1,2	0,6	0,3	0,2	0,7	0,9	0,2	0,5	0,7	0,4	0,6	1,0	1,5	2,2
Liikearvopoistot	0,00	0,00	0,00	-0,39	-0,39	-0,78	-0,39	-0,39	-0,77	-0,39	-0,39	-0,77	-0,79	-0,69
EBIT (oikaistu)	1,76	0,84	0,47	0,89	1,31	2,20	0,78	1,18	1,97	1,04	1,33	2,38	2,87	3,60
EPS (oikaistu)				0,09	0,18	0,28	0,09	0,15	0,24	0,13	0,17	0,30	0,37	0,47
Avainluvut	2011	2012	2013	2014H1*	2014H2*	2014*	2015H1	2015H2	2015,00	2016H1e	2016H2e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu y-o-y-%	24,7 %	0,4 %	-10,9 %	26,8 %	58,8 %	41,5 %	7,6 %	4,8 %	6,2 %	9,6 %	14,6 %	12,1 %	14,0 %	15,0 %
<i>Materiaalit ja palvelut-%</i>	<i>-8 %</i>	<i>-9 %</i>	<i>-6 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-7 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-</i>
EBITDA-%	14 %	7 %	5 %	11 %	15 %	13 %	9 %	14 %	11 %	11 %	13 %	12 %	12,9 %	14,2 %
<i>EBIT-%</i>	<i>13 %</i>	<i>6 %</i>	<i>4 %</i>	<i>6 %</i>	<i>11 %</i>	<i>8 %</i>	<i>4 %</i>	<i>9 %</i>	<i>7 %</i>	<i>7 %</i>	<i>9 %</i>	<i>8 %</i>	<i>9,0 %</i>	<i>11,0 %</i>
EBIT-% oikaistu	13 %	6 %	4 %	11 %	15 %	13 %	9 %	13 %	11 %	11 %	13 %	12 %	12,4 %	13,6 %
Henkilöstökulut -%	-61 %	-65 %	-70 %	-65 %	-63 %	-64 %	-64 %	-61 %	-62 %	-63 %	-61 %	-62 %	-62 %	-
Poistot -%	-1 %	0 %	-1 %	0 %	0 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-
Liiketoiminnan muut kulut -%	-18 %	-20 %	-21 %	-18 %	-15 %	-17 %	-20 %	-20 %	-20 %	-19 %	-19 %	-19 %	-19 %	-
Henkilöstö keskimäärin	106	123	118	142	146	144	159	159	159	168	177	173	-	-
Henkilöstökulut per henkilö TEUR	-76,5	-71,1	-71,0	-37,6	-38,0	-75,6	-35,8	-34,9	-70,7	-36,5	-36,3	-72,9	-	-

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lande: Inderes

Liikevoiton kehitys kvartaaleittain

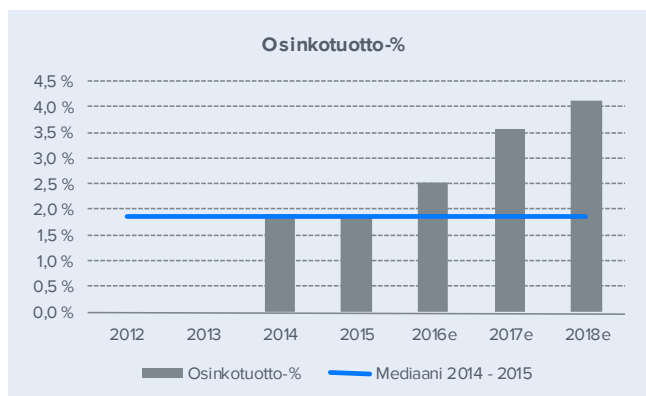
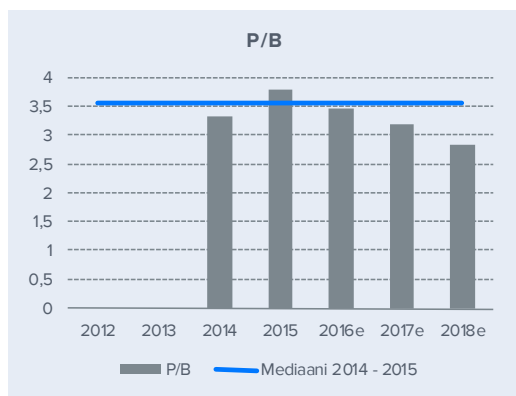
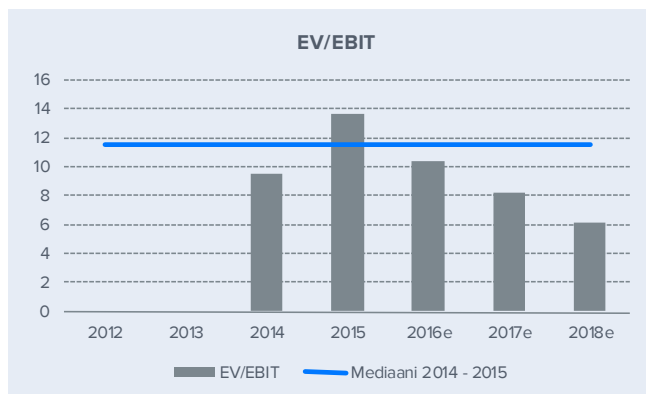
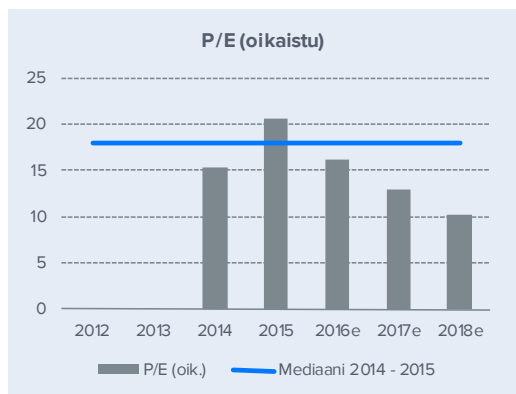


Lande: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi			4,21	4,91	4,78	4,78	4,78
Markkina-arvo			26	30	29	29	29
Yritysarvo (EV)			21	27	25	24	22
P/E (oik.)			15,2	20,6	16,2	12,9	10,2
P/E			28,2	43,7	28,3	19,9	13,4
P/Kassavirta			-41,3	-29,3	15,0	14,9	11,1
P/B			3,3	3,8	3,5	3,2	2,8
P/S			1,5	1,7	1,4	1,3	1,1
EV/Liikevaihto			1,2	1,5	1,2	1,0	0,8
EV/EBITDA			9,3	13,0	10,0	7,9	5,8
EV/EBIT			9,5	13,6	10,4	8,2	6,1
Osinko/tulos (%)			53,6 %	80,1 %	71,0 %	70,9 %	55,0 %
Osinkotuotto-%			1,9 %	1,8 %	2,5 %	3,6 %	4,1 %

Lähde: Inderes

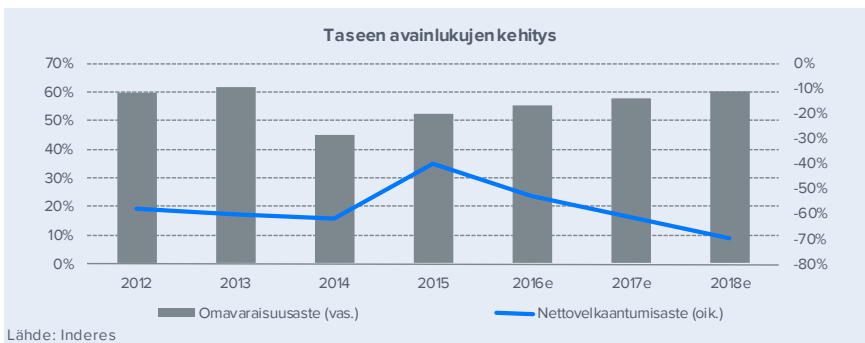


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	0	4	3	3	2
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	4	3	2	2
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
Vaihtuvat vastaavat	5	13	12	13	14
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	3	5	5	6	6
Likvidit varat	2	9	7	7	8
Taseen loppusumma	6	17	15	15	16

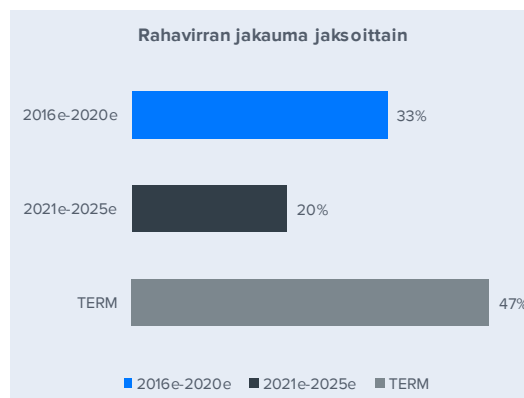
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	4	8	8	8	9
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	3	2	2	3	4
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	5	5	5	5
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	0	3	3	2	2
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	0	3	3	2	2
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	2	6	4	5	5
Lainat rahoituslaitoksilta	0	1	1	1	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2	6	4	4	5
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	6	17	15	15	16



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	1,2	1,6	2,1	2,9	3,4	3,5	3,4	3,5	2,2	2,2	2,3	
+ Kokonaispoistot	0,9	0,9	0,9	0,9	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	
- 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	-2,4	0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-0,7	2,1	2,1	2,7	2,8	2,9	2,8	2,9	1,9	1,9	2,0	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,0	1,9	2,0	2,6	2,7	2,8	2,6	2,7	1,6	1,7	1,8	
+/- 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	-1,0	1,9	2,0	2,6	2,7	2,8	2,6	2,7	1,6	1,7	1,8	28,9
Diskontattu vapaa kassavirta		1,8	1,7	2,1	2,0	1,9	1,7	1,6	0,9	0,8	0,8	13,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	28,5	26,7	25,0	22,9	20,9	19,0	17,4	15,8	14,9	14,1	13,3	
Velaton arvo DCF	28,5											
- Korolliset velat		-3,5										
+ Rahavarat		6,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	31,7											
Oman pääoman arvo DCF per osake	5,18											

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	12,0	17,0	18,0	20,2	23,0
EBITDA	0,6	2,3	2,1	2,5	3,0
EBITDA-marginaali (%)	4,6	13,3	11,5	12,2	12,9
EBIT	0,5	1,4	1,2	1,6	2,1
Voitto ennen veroja	0,5	1,3	1,1	1,5	2,0
Nettovoitto	0,3	0,9	0,7	1,0	1,5
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	5,7	17,3	15,1	15,2	15,8
Oma pääoma	3,5	7,8	7,9	8,4	9,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	4,0	3,5	2,5	1,9

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	0,6	2,3	2,1	2,5	3,0
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,9	-2,4	0,1	-0,3
Operatiivinen kassavirta	0,7	3,7	-0,7	2,1	2,1
Vapaa kassavirta	0,4	-0,6	-1,0	1,9	2,0

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 lokakuussa 2014 tehdyn Panorama Partners -yrityskaupan jälkeen yli 150 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	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,28	0,15	0,11	0,17	0,24
EPS oikaistu	0,28	0,28	0,24	0,30	0,37
Operat. kassavirta per osak	0,57	0,61	-0,11	0,34	0,35
Tasearvo per osake	2,95	1,27	1,30	1,38	1,50
Osinko per osake	0,75	0,08	0,09	0,12	0,17
Voitonjako, %	271	54	80	71	71
Osinkotuotto, %	15,7	1,9	1,8	2,5	3,6

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	17,3	28,2	43,7	28,3	19,9
P/B	1,6	3,3	3,8	3,5	3,2
P/Liikevaihto	0,5	1,5	1,7	1,4	1,3
P/CF	8,4	6,9	neg.	14,1	13,8
EV/Liikevaihto	0,3	1,2	1,5	1,2	1,0
EV/EBITDA	6,4	9,3	13,0	10,0	7,9
EV/EBIT	7,6	14,7	22,5	15,4	11,4

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

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	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 €

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 kuuden 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:llä ei ole omistuksia 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/>