

## Vahva avaus pörssitaipaleelle

Nostamme kyberturvayhtiö Nixun tavoitehintaa 4,9 euroon (aik. 4,5 EUR) ja suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). Vahva H2-raportti vahvisti näkemyksemme, jonka mukaan Nixun osake on aiheetta painunut listautumishinnan (4,4 EUR) alapuolelle ja osakkeen eilinen reaktio vahvaan tulokseen oli yllättävän vaisu. Tavoitehintamme nousu perustuu kohonneisiin tulosennusteisiin sekä vertailuryhmän arvostustason nousuun.

### Erinomainen kasvu ja kannattavuus H2:lla

Nixun H2 liikevaihto ja tulos ylittivät selvästi ennusteamme. Orgaaninen kasvu H2:lla oli peräti 32 %, kun lähivuosien kasvuoletuksemme ovat perustuneet noin 12 % kasvuun. Myös yhtiön kannattavuus oli erinomainen (EBITDA 15 %), vaikka vuosipuoliskolle ajoittui listautuminen ja yrityskauppa. Pidämme kasvunopeutta yhtenä keskeisimpänä mittarina Nixussa sijoittajan kannalta, sillä lähivuosina keskeinen arvoajuri on Nixun kyky ottaa kyberturvapalveluiden markkina ja sen kasvumahdollisuudet haltuun.

### Nostimme kasvuennusteita

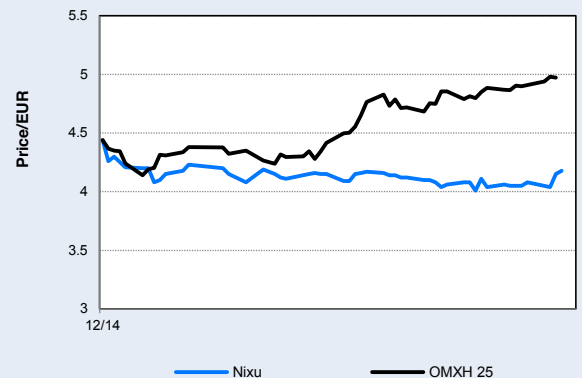
Yhtiö ohjeisti 2015 liikevaihdon olevan 18-20 miljoonaa euroa. Kannattavuuden osalta yhtiö ei antanut tarkkaa ohjeistusta. Ennustamme nyt Nixun 2015 liikevaihdon olevan 19,6 MEUR (aik. 18,6 MEUR) ja käyttökatteen 2,5 MEUR (aik. 2,4 MEUR). Olemme kasvun osalta aiempaa optimistisempia, mutta emme usko EBITDA-% -kannattavuuden säilyvän H2:n erinomaisella 15 %:n tasolla, sillä yhtiö joutuu panostamaan kasvuun.

### Nixu vaihtuu tavallisen IT-palveluyhtiön kertoimilla

Nixun osaketta hinnoitellaan samalla tasolla kuin tavallisia IT-palveluyhtiöitä. Liikearvopoistoista oikaistu P/E on tälle vuodelle 13,8x. Yhtiön markkinoiden vahva kasvunäkymä, markkinan kysynnän defensiivisyys sekä Nixun orgaaninen kasvunopeus oikeuttavat korkeamman arvostuksen.

SUOSITUS

OSTA



<b>Osakekurssi, EUR (ed. päätös)</b>	<b>4.18</b>
Tavoitehintaa, EUR	4.90
Edellinen suositusmuutos	26-Feb-15
Osakemäärä, '000's	6 112
Laimennettu osakemäärä, '000's	6 112
Markkina-arvo, MEUR	26
Vapaasti vaihdettavat osakkeet, %	
Reuters koodi	
Bloomberg koodi	
Seuraava tulosjulkistus	
Kotisivut	
Analytiikko	Mikael Rautanen
Sähköposti	mikael.rautanen@inderes.com
Puhelin	+358503460321



OSTA



LISÄÄ



VÄHENNÄ



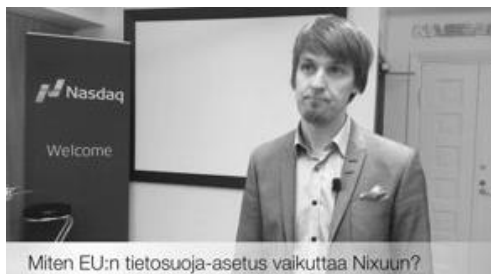
MYY

## AVAINLUKUJA

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja	Tulos/osake	P/E (oikaistu)	EV/Sales	P/Kassavirta	EV/EBIT (oikaistu)	Osinko/osake
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	EUR
2013	12	0.5	3.9%	0.5	0.28					0.75
2014*	17.0	1.4	8.0%	1.2	0.13	16.6	1.2	7.0	15.5	0.08
2015e	19.6	1.7	8.4%	1.5	0.18	13.8	1.1	-250.5	9.0	0.12
2016e	22.5	2.1	9.2%	2.0	0.24	11.4	0.9	13.5	7.2	0.15
2017e	25.5	2.5	9.9%	2.4	0.30	9.6	0.8	10.0	5.8	0.17
*Pro-forma										
Markkina-arvo, MEUR			26	OPO / osake 2015E, EUR		1.4	CAGR EPS 2014-17, %			19.4
Nettovelka 2015E, MEUR			-4	P/B 2015E		3.1	CAGR kasvu 2014-17, %			14.5
Yritysarvo, MEUR			22	Osinkotuotto 2015E, %		2.9	ROE 2015E, %			13.3
Taseen koko 2015E, MEUR			16	Veroaste 2015E, %		30.1	ROCE 2015E, %			14.1
Liikearvo 2015E, MEUR			0	Omavaraisuusaste 2015E, %		52.9	PEG, P/E 15/CAGR			0.9



Katso yhtiön toimitusjohtajan videohaastattelu tulosjulkistustilaisuudesta:



## Vahva avaus pörssitaipaleelle

Nixun H2'14 pro-forma liikevaihto kasvoi peräti 32 %. Tällä tasolla oleva orgaaninen kasvu on erinomainen suoritus, sillä lähivuosien kasvuoletuksemme ovat perustuneet noin 12 %:n orgaaniseen kasvuun. Liikevaihto H2:lla oli 8,7 MEUR ylittäen selvästi ennusteemme 8,3 MEUR. Pidämme kasvunopeutta yhtenä keskeisimpänä mittarina Nixussa sijoittajan kannalta, sillä lähivuosina keskeinen arvoajuri on Nixun kyky ottaa kyberturvapalveluiden markkina ja sen kasvumahdollisuudet haltuun.

Nixun raportoitu tulos H2:lta oli tappiollinen johtuen liikearvopoistoista sekä listautumiseen liittyvistä kuluista. Sijoittajien kannalta oleelliset pro-forma numerot olivat kuitenkin kannattavuuden osalta vahvoja. Pro-forma käyttökate (EBITDA) oli 1,34 MEUR ja 15 % liikevaihdosta, kun ennusteemme oli 0,96 MEUR (EBITDA-% 11,6 %). Yhtiön tavoitteena on yli 10 %:n EBITDA-% keskipitkällä aikavälillä. Nixun H2:n operatiivista suoritusta voidaan pitää vahvana kun vielä huomioidaan, että yhtiön resursseja ja johdon aikaa kului H2:lla huomattavasti myös listautumiseen ja yrityskaupan järjestelyyn. Yhtiön mukaan H2:lla ei ollut poikkeuksellisen suurta määrää lisenssikauppoja, vaan hyvä tulos perustui parantuneeseen laskutusasteeseen.

Osinkoa Nixu maksaa 0,08 euroa, mikä ylitti ennusteemme (0,05 EUR). Odotamme yhtiön jakavan maltillista ja kasvavaa osinkovirtaa lähivuosina. Osinko on kuitenkin sijoittajien kannalta toissijainen mittari päähuomion ollessa kasvussa ja kannattavuudessa.

### Ennuste: Inderes

MEUR	H2'13*	H2'14*	H2'14e*	Konsensus	Väli	2014*	2015e
Liikevaihto	6.6	<b>8.7</b>	8.3			17.0	19.6
Käyttökate ilman kertaeriä	0.7	<b>1.34</b>	0.96			1.8	2.5
Liikevoitto	0.3	<b>0.92</b>	0.53			1.4	1.7
Tulos ennen veroja	0.3	<b>0.89</b>	0.43			1.1	1.5
Tulos per osake	0.01	<b>0.10</b>	0.06			0.15	0.18
Osinko per osake		<b>0.08</b>	0.05			0.08	0.12
Liikevaihdon kasvu -%	-	32.1 %	25.5 %			12.5 %	15.6 %
Liikevoitto -%	5.2 %	10.5 %	6.3 %			8.4 %	8.4 %

\*Pro-forma luvut

## Nostimme ennusteitamme kasvun osalta

Yhtiö ohjeisti 2015 liikevaihdon olevan 18-20 miljoonaa euroa. Kannattavuuden osalta yhtiö ei antanut tarkkaa ohjeistusta ja totesi keskipitkän aikavälin kannattavuustavoitteen olevan yli 10 % käyttökate-%. Ennustamme nyt Nixun 2015 liikevaihdon olevan 19,6 MEUR (aik. 18,6 MEUR) ja käyttökateen 2,5 MEUR (aik. 2,4 MEUR). Olemme kasvun osalta aiempaa optimistisempia, mutta emme usko EBITDA-% -kannattavuuden säilyvän H2:n erinomaisella 15 %:n tasolla, sillä yhtiö joutuu panostamaan kasvuun. Arvioimme Nixun liikevaihdon orgaanisen kasvun olevan lähivuosina noin 15 % ja käyttökateen olevan noin 12-13 % tasolla. Kannattavuutta rasittavat todennäköisesti yhtiön panostukset kansainvälistymiseen, skaalautuviin palveluihin sekä rekrytointeihin.

### 2015-2016 ennustemuutokset

Ennustemuutos MEUR / EUR	FY'15e vanha	FY'15e uusi	Muutos %	FY'16e vanha	FY'16e uusi	Muutos %
Liikevaihto	18,6	19,6	5 %	20,8	22,5	8 %
EBITDA	2,4	2,5	3 %	2,8	3,0	6 %
EBIT	1,6	1,7	5 %	2,0	2,1	4 %
PTP	1,4	1,5	7 %	1,8	2,0	9 %
EPS (oikaistu)	0,29	0,30	4 %	0,35	0,37	6 %
DPS	0,08	0,12	50 %	0,11	0,15	36 %

Lähde: Inderes

Markkinatilanne kyberturvapalveluissa tukee Nixun kasvua ja markkinaa ajavat megatrendit ovat edelleen vahvoja. Tietohallinnon alueella organisaatioiden on jatkettava panostuksia tietojärjestelmien suojaamiseen ja havainnointiin. Nixun saama akkreditoitun tietoturvallisuuden arviointilaitoksen asema tuo yhtiölle uutta liikevaihtoa vuonna 2015. Digitaalisen liiketoiminnan alueella EU:n tietosuojasetus tulee todennäköisesti tänä vuonna lisäämään kysyntää tietosuojapalveluille. Teollisen internetin osalta kasvunäkymät liittyvät pidempään tähtäimeen ja yhtiö odottaa tältä alueelta merkittävää liikevaihtoa aikaisintaan vuoden 2015 jälkipuoliskolla.

## Vahva asema kyberturvapalveluiden markkinalla

Nixun markkina-asema Suomessa Panorama Partnersin oston jälkeen on vahva, sillä Nixun kokoluokassa olevia merkittäviä kyberturvaan erikoistuneita tiimejä ei käytännössä ole. KPMG kertoi viime joulukuussa ostavansa Nixun kilpailija Trusteqin, joka oli kyberturvaan erikoistuneista toimijoista Nixun suurimpia kilpailijoita noin 45 asiantuntijan tiimillä. KPMG:n yrityskauppa viestii myös suurten toimijoiden heräävän kyberturvapalvelumarkkinan mahdollisuuksiin ja konsolidaatio tulee todennäköisesti jatkumaan, vaikka Suomessa potentiaalisen ostokohteet rajoittuvat lähinnä pieniin tiimeihin.

Kun kilpailukenttä hakee vielä muotoaan, on Nixulla jo hyvin selkeä fokus ja suuri tiimi, mikä luo etumatkaa kilpailijoihin. Suurten toimijoiden (IT-generalistit, konsulttitalot) tuloa markkinalle hidastaa etenkin se, että vahvan ja useita eri osaamisalueita kattavan tiimin rakentaminen on vaikeaa ja hyvien osaajien saatavuus on heikko.

Odotamme Nixun ottavan tämän vuoden aikana ensimmäiset askeleet kansainvälistymiseen, mikä voi tapahtua yrityskaupan kautta tai avaamalla toimisto uuteen toimintamaahan.

## Osakkeen arvostus maltillinen

Nixun osakkeen arvostus on mielestämme hyvin maltillinen. Liikearvopoistoista oikaistu P/E on tälle vuodelle 13,9x ja ensi vuodelle 11,4x (yhtiö poistaa FAS-kirjanpidon mukaan liikearvoa taseestaan). Vastaavat EV/EBIT-luvut ovat 9x ja 7x. Arvostus on käytännössä samalla tasolla tai jopa hieman alhaisempi kuin tavallisilla Pohjoismaisilla IT-palveluyhtiöillä. Nixulle mielestämme muita IT-palveluyhtiöitä korkeamman arvostuksen oikeuttaa yhtiön markkinoiden vahva kasvunäkymä, markkinan kysynnän defensiivisyys sekä Nixun orgaaninen kasvunopeus. Tavoitehintamme vastaa mielestämme maltillista noin 16x P/E-lukua tälle vuodelle.

Vertailuryhmä 27.2.2015: IT-palveluyhtiöt	P/E		EV/EBIT	
	2015e	2016e	2015e	2016e
Affecto	8.4	7.2	6.7	5.7
Bouvet	9.1	7.9	5.7	5.0
Cybercom	8.6	7.6	7.2	6.7
Data Respons	16.6	-	11.2	-
Digia	14.8	9.2	11.7	7.5
Elektrobit*	30.8	25.3	24.9	18.5
Enea	18.0	16.1	12.8	11.3
HiQ International	16.5	15.7	12.1	10.9
Innofactor*	14.1	11.1	10.7	8.8
KnowIT	12.2	9.5	9.9	7.7
Siili Solutions*	11.2	10.8	7.9	7.2
Solteq*	11.1	9.9	8.3	7.8
Tieto	14.9	14.3	11.1	10.8
<b>MEDIAANI</b>	<b>14.1</b>	<b>10.4</b>	<b>10.7</b>	<b>7.7</b>
<b>KESKIARVO</b>	<b>14.3</b>	<b>12.1</b>	<b>10.8</b>	<b>9.0</b>
<i>Nixu*</i>	<i>13.9</i>	<i>11.4</i>	<i>9.0</i>	<i>7.3</i>

\*Inderes ennuste

**Tulosennuste**

Tuloslaskelma (MEUR)	2010	2011	2012	2013H1	2013H2	2013	2014H1*	2014H2*	2014*	2015H1e	2015H2e	2015e	2016e	2017e
<b>Liikevaihto</b>	<b>10.74</b>	<b>13.40</b>	<b>13.46</b>	<b>6.49</b>	<b>5.50</b>	<b>11.99</b>	<b>8.22</b>	<b>8.74</b>	<b>16.97</b>	<b>9.60</b>	<b>10.00</b>	<b>19.60</b>	<b>22.54</b>	<b>25.47</b>
Liiketoiminnan muut tuotot	0.04	0.03	0.15	0.10	0.11	0.22	0.20	0.11	0.31	0.07	0.07	0.14	-	-
Materiaalit ja palvelut	-0.83	-1.13	-1.24	-0.52	-0.24	-0.76	-0.69	-0.64	-1.32	-0.77	-0.80	-1.57	-	-
Henkilöstökulut	-6.76	-8.11	-8.74	-4.56	-3.81	-8.38	-5.34	-5.55	-10.89	-6.09	-6.55	-12.64	-	-
Liiketoiminnan muut kulut	-2.19	-2.35	-2.74	-1.37	-1.15	-2.51	-1.48	-1.32	-2.80	-1.47	-1.55	-3.02	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>1.00</b>	<b>1.84</b>	<b>0.89</b>	<b>0.14</b>	<b>0.42</b>	<b>0.56</b>	<b>0.92</b>	<b>1.34</b>	<b>2.26</b>	<b>1.35</b>	<b>1.17</b>	<b>2.51</b>	<b>2.97</b>	<b>3.45</b>
Poistot	-0.07	-0.07	-0.05	-0.04	-0.05	-0.09	-0.03	-0.03	-0.06	-0.05	-0.05	-0.09	-0.10	-0.08
Liikkeenarvoistot	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.39	-0.39	-0.78	-0.39	-0.39	-0.77	-0.80	-0.84
<b>EBIT</b>	<b>0.93</b>	<b>1.76</b>	<b>0.84</b>	<b>0.10</b>	<b>0.37</b>	<b>0.47</b>	<b>0.50</b>	<b>0.92</b>	<b>1.42</b>	<b>0.92</b>	<b>0.74</b>	<b>1.65</b>	<b>2.07</b>	<b>2.52</b>
Rahoitustuotot ja -kulut	-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.11	0.02	-0.09	-0.06	-0.06	-0.12	-0.11	-0.10
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0.92</b>	<b>1.75</b>	<b>0.84</b>	<b>0.10</b>	<b>0.36</b>	<b>0.46</b>	<b>0.39</b>	<b>1.01</b>	<b>1.34</b>	<b>0.86</b>	<b>0.68</b>	<b>1.53</b>	<b>1.96</b>	<b>2.42</b>
Tuloverot	0.01	-0.59	-0.20	-0.04	-0.09	-0.13	-0.15	-0.31	-0.46	-0.25	-0.21	-0.46	-0.52	-0.62
Vähemmistöosuus	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Nettotulos</b>	<b>0.93</b>	<b>1.15</b>	<b>0.64</b>	<b>0.06</b>	<b>0.27</b>	<b>0.33</b>	<b>0.24</b>	<b>0.73</b>	<b>0.91</b>	<b>0.61</b>	<b>0.46</b>	<b>1.07</b>	<b>1.44</b>	<b>1.80</b>
Liikkeenarvoistot	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.39	-0.39	-0.78	-0.39	-0.39	-0.77	-0.80	-0.84
EBIT (oikaistu)	0.93	1.76	0.84	0.10	0.37	0.47	0.89	1.31	2.20	1.30	1.12	2.42	2.87	3.36
<b>Avainluvut</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013H1</b>	<b>2013H2</b>	<b>2013</b>	<b>2014H1*</b>	<b>2014H2*</b>	<b>2014*</b>	<b>2015H1e</b>	<b>2015H2e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu y-o-y-%</b>	-	<b>24.7 %</b>	<b>0.4 %</b>	-	-	<b>-10.9 %</b>	<b>26.8 %</b>	<b>58.8 %</b>	<b>41.5 %</b>	<b>16.7 %</b>	<b>14.4 %</b>	<b>15.5 %</b>	<b>15.0 %</b>	<b>13.0 %</b>
Materiaalit ja palvelut-%	-8 %	-8 %	-9 %	-8 %	-4 %	-6 %	-8 %	-7 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-	-
<b>EBITDA-%</b>	<b>9.3 %</b>	<b>13.7 %</b>	<b>6.6 %</b>	<b>2.1 %</b>	<b>7.6 %</b>	<b>4.6 %</b>	<b>11.2 %</b>	<b>15.3 %</b>	<b>13.3 %</b>	<b>14.0 %</b>	<b>11.7 %</b>	<b>12.8 %</b>	<b>13.2 %</b>	<b>13.5 %</b>
<b>EBIT-%</b>	<b>8.7 %</b>	<b>13.2 %</b>	<b>6.3 %</b>	<b>1.5 %</b>	<b>6.7 %</b>	<b>3.9 %</b>	<b>6.0 %</b>	<b>10.6 %</b>	<b>8.4 %</b>	<b>9.5 %</b>	<b>7.4 %</b>	<b>8.4 %</b>	<b>9.2 %</b>	<b>9.9 %</b>
<b>EBIT-% oikaistu</b>	<b>8.7 %</b>	<b>13.2 %</b>	<b>6.3 %</b>	<b>1.5 %</b>	<b>6.7 %</b>	<b>3.9 %</b>	<b>10.8 %</b>	<b>15.0 %</b>	<b>13.0 %</b>	<b>13.6 %</b>	<b>11.2 %</b>	<b>12.4 %</b>	<b>12.8 %</b>	<b>13.2 %</b>
Henkilöstökulut-%	-62.9 %	-60.5 %	-64.9 %	-70.4 %	-69.3 %	-69.9 %	-64.9 %	-63.5 %	-64.2 %	-63.4 %	-65.5 %	-64.5 %	-	-
Poistot-%	-0.7 %	-0.5 %	-0.4 %	-0.6 %	-0.9 %	-0.7 %	-0.4 %	-0.3 %	-0.3 %	-0.5 %	-0.5 %	-0.5 %	-	-
Liiketoiminnan muut kulut-%	-20.3 %	-17.5 %	-20.3 %	-21.1 %	-20.8 %	-21.0 %	-18.0 %	-15.1 %	-16.5 %	-15.3 %	-15.5 %	-15.4 %	-	-
Henkilöstö keskimäärin	96	106	123	-	-	118	142	146	144	161	172	167	-	-
Henkilöstökulut per henkilö TEUR	-70.5	-76.5	-71.1	-	-	-71.0	-37.6	-38.0	-75.6	-37.8	-38.1	-75.9	-	-

\*Pro-forma luvut

<b>TULOSLASKELMA, MEUR</b>	2010	2011	2012	2013	2014*	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	11	13	13	12	17	20	23	25
Liikevaihdon kasvu (%)	0.0	24.7	0.4	-10.9	41.5	15.5	15.0	13.0
Kulut	-10	-12	-13	-11	-15	-17	-20	-22
Raportoitu käyttökate	1	2	1	1	2	3	3	3
Kertaluontoiset erät käyttökatteessa	0	0	0	0	0	0	0	0
Käyttökate (%)	9.3	13.7	6.6	4.6	12.9	12.8	13.2	13.5
Poistot	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1
EBITA	1	2	1	0	1	2	2	3
Liikearvon alaskirjaukset / arvonalennukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Raportoitu liikevoitto	1	2	1	0	1	2	2	3
Liikevoitto (%)	8.7	13.2	6.3	3.9	8.0	8.4	9.2	9.9
Nettorahoituskulut	0	0	0	0	0	0	0	0
Voitto ennen veroja	1	2	1	0	1	2	2	2
Kertaluontoiset erät	0	0	0	0	0	0	0	0
Verot	0	-1	0	0	0	0	-1	-1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	1	1	1	0	1	1	1	2
<b>TASE, MEUR</b>								
Vastaavaa								
Kiinteä omaisuus	0	0	0	0	4	3	2	2
Liikearvo	0	0	0	0	0	0	0	0
Varastot	0	0	0	0	0	0	0	0
Saatavat	4	4	4	3	5	5	6	7
Likvidit varat / käteinen	1	2	2	2	9	7	8	9
Taseen loppusumma	5	6	6	6	17	16	17	18
Vastattavaa								
Oma pääoma	3	3	3	4	8	8	9	10
Siirretyt verovelat	0	0	0	0	0	0	0	0
Korollinen velka	0	0	0	0	4	3	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	2	3	2	2	6	4	5	5
Muut korottomat velat	0	0	0	0	0	0	0	0
Yhteensä vastattavaa	5	6	6	6	17	16	17	18
<b>KASSAVIRTA, MEUR</b>								
+ EBITDA	1	2	1	1	2	3	3	3
- Nettorahoituserät	0	0	0	0	0	0	0	0
- Verot	0	-1	0	0	0	0	-1	-1
- Käyttöpääoman muutos	-1	0	0	0	2	-2	-1	0
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0
= Liiketoiminnan kassavirta	0	2	0	1	4	0	2	2
- Investoinnit	0	0	0	0	-4	0	0	0
- Yritysostot	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Yritysmyyntit	0	0	0	0	0	0	0	0
= Vapaa kassavirta	-1	2	0	0	-1	0	2	2
+/- Korollisten velkojen muutokset	0	0	0	0	4	-1	0	0
+/- Annit / omien osakkeiden ostot	2	-1	0	0	4	0	0	0
- Maksetut osingot	0	0	0	0	-1	0	-1	-1
+/- Lainasaatavien muutos	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassavarojen muutos	1	1	0	0	7	-1	1	1

\*Pro-forma

<b>AVAINLUKEMAT</b>	2011	2012	2013	2014*	2015e	2016e	2017e
Markkina-arvo	0	0	5	26	26	26	26
Nettovelka (korollinen)	-2	-2	-2	-5	-4	-5	-6
Yritysarvo	-2	-2	3	21	22	21	19
Liikevaihto	13	13	12	17	20	23	25
Käyttökate	2	1	1	2	3	3	3
Liikevoitto	2	1	0	1	2	2	3
Voitto ennen veroja	2	1	0	1	2	2	2
Nettotulos	1	1	0	1	1	1	2
Substanssiarvo	3	3	4	8	8	9	10
<b>ARVOSTUSKERTOIMET</b>							
Yritysarvo (EV) / Liikevaihto	-0.1	-0.2	0.2	1.2	1.1	0.9	0.8
EV / Käyttökate	-1.1	-2.3	5.1	9.3	8.6	7.0	5.6
EV / EBITA	-1.1	-2.4	6.1	14.7	13.1	10.0	7.6
EV / Liikevoitto	-1.1	-2.4	6.1	14.7	13.1	10.0	7.6
EV / Operatiivinen kassavirta	-1.2	-5.1	4.2	5.6	-212.0	11.0	7.5
EV / Vapaa kassavirta	-1.6	-2.9	6.8	12.2	11.2	8.9	7.0
P/E	0.0	0.0	15.1	28.2	23.8	17.8	14.2
P/E (oikaistu kertaeristä)	0.0	0.0	15.1	15.2	13.9	11.4	9.7
P/B	0.0	0.0	1.4	3.3	3.1	2.8	2.6
P/S	0.0	0.0	0.4	1.5	1.3	1.1	1.0
<b>OSAKEKOHTAISET LUVUT</b>							
Osakkeiden lukumäärä	1 185	1 185	1 185	6 112	6 112	6 112	6 112
Osakemäärä (dilutoitu)	1 185	1 185	1 185	6 112	6 112	6 112	6 112
Osakekohtainen tulos (EPS)	0.97	0.54	0.28	0.15	0.18	0.24	0.30
EPS (oikaistu)	0.97	0.54	0.28	0.28	0.30	0.37	0.43
Kassavirtapohjainen EPS	1.04	0.58	0.35	0.28	0.32	0.38	0.45
Operatiivinen kassavirta / osake	1.39	0.33	0.57	0.61	-0.02	0.31	0.42
Sijoitettu pääoma / osake	0.96	1.23	1.18	0.49	0.71	0.68	0.58
Substanssiarvo / osake	2.60	2.92	2.95	1.27	1.36	1.48	1.62
Substanssi ilman liikearvoa	2.60	2.92	2.95	1.27	1.36	1.48	1.62
Osinko / osake	0.22	0.25	0.75	0.08	0.12	0.15	0.17
Osinko / tulos, %	22.6	46.4	271.3	53.6	68.5	63.8	57.6
Osinkotuotto, %	0.0	0.0	18.0	1.9	2.9	3.6	4.1
<b>PÄÄOMATEHOKKUUS</b>							
Oman pääoman tuotto (ROE), %	39.4	19.6	9.4	16.2	13.3	16.6	19.0
Sitoutuneen pääoman tuotto (ROCE), %	59.3	25.5	13.3	18.6	14.1	17.4	20.5
<b>TALOUDELLISIA TUNNUSLUKUJA</b>							
Investoinnit / Liikevaihto, %	0.3	0.5	2.3	25.6	0.7	0.6	0.5
Investoinnit / Poistot ilman liikearvoa, %	58.7	132.9	310.2	518.2	15.1	14.5	13.4
Nettovelka / Käyttökate	-1.1	-2.3	-3.8	-2.1	-1.6	-1.7	-1.8
Velka / Oma pääoma	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
Omavaraisuusaste	52.6	59.6	62.1	44.9	52.9	54.7	56.4
Nettovelkaantumisaste (Gearing-%)	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6
Työntekijöiden lukumäärä (keskiarvo)	106	123	118	144	167	176	187
Liikevaihto / työntekijä EUR	126 449	109 450	101 609	117 816	117 718	127 713	136 146
Liikevoitto / työntekijä, EUR	16 639	6 859	3 958	9 896	9 922	11 750	13 479

\*Pro-forma

VALUAATIO	NORMAALI SKENAARIO		TAUSTAOLETUKSET		WACC		
Nykyinen osakekurssi	4.18	Kassavirran nykyarvo	14	Pitkän ajan kasvu, %	2.5	Riskitön korko, %	3.00
DCF-arvo	5.99	Terminaaliarvo	18	WACC, %	7.8	Riskipreemio, %	4.8
Nousupotentiaali, %	43.2	Vähemmistöosuudet	0	Spread, %	0.5	Velan riskipreemio, %	2.0
Maksimiarvo	6.5	Mark.eht. sijoitukset	9	Minimi WACC, %	7.3	Equity beta	0.90
Minimiarvo	5.6	Velka - Osingot	-4	Maksimi WACC, %	8.3	Tavoiteltu velka-aste, %	20
Terminaaliarvo, %	55.8	Osakkeen arvo	37	Osakemäärä (milj.)	6.1	Efekt. veroaste, %	20

DCF-VALUAATIO, MEUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Terminaali
Liikevaihto	17	20	23	25	29	31	34	36	38	39	40	41
Liikevaihdon kasvu, %	41.5	15.5	15.0	13.0	12.0	9.0	8.0	8.0	5.0	3.0	2.5	2.5
Liikevoitto (EBIT)	1	2	2	3	3	3	4	4	4	2	3	3
Liikevoitto-%	8.0	8.4	9.2	9.9	10.5	10.5	10.5	10.5	10.0	6.3	6.3	6.3
+ Poistot + arvonalennukset	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	
- Tuloverot	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	-1	
- Käyttöpääoman muutos	2	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	
NWC / Liikevaihto, %	-5.0	6.5	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
+ Muutos muissa vastaavissa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investoinnit	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investoinnit / Liikevaihto, %	25.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
- Muut erät	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Vapaa kassavirta (FCF)	-1	0	2	2	3	3	3	3	3	2	2	37
= Diskontattu FCF (DFCF)		0	2	2	2	2	2	2	2	1	1	18
= DFCF min WACC		0	2	2	2	2	2	2	2	1	1	21
= DFCF max WACC		0	2	2	2	2	2	2	2	1	1	16



**YRITYSKUVAUS:**

Nixu Oyj on kyberturvayhtiö. Yhtiö huolehtii asiakkaiden kyberturvallisuudesta sisäisen tietohallinnon, sähköisen liiketoiminnan sekä teollisen internetin ratkaisualueilla. Yhtiö varmistaa sen asiakkaiden tietojen luottamuksellisuuden, liiketoiminnan jatkuvuuden sekä sähköisten palvelujen toimivuuden ennakoimalla ja ehkäisemällä kyberturvallisuuteen liittyviä riskejä.

OMISTUSRAKENNE	%
Peter Gylfe	11.8%
Tatu Ylönen	7.4%
Erikoissijoitusrahasto VISIO Allocator	6.9%
Keskinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4.3%
Tenendum Oy	4.1%
Ten largest	
Residual	
Total	100%

RAPORTOINTIAJANKOHDAT	
26.2.2015	FY 2014 tulos
17.8. 2015	H1 raportti
MUUT TAPAHTUMAT	
16.4.2015	AGM

YRITYSJOHTO / KONTAKTIT
CEO: Petri Kairinen
CFO: Heikki Roikonen

**SUOSITUSHISTORIA, VIIMEISET 12 KUUKAUTTA**

Päivämäärä	Suositus	Tavoitehintaa	Osakekurssi
8.12.2014	Lisää	4.50	4.17
27.2.2014	Osta	4.90	4.18

**Disclaimer**

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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 taee 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 neuvonantajia. 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 suosituksin 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 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus Nousuvara 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:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyttikon 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/>