

Nixu

Vuosipäivitys

12/2015

inde
res.

Myrskyn silmässä

Mielestämme Nixun nykyinen arvostustaso ei huomioi kyberturvamarkkinalla riehuvaa konsolidaatiomyrskyä sekä Nixun vahvaa markkina-asemaa Suomen kyberturvapalveluissa. Yhtiö lähtee ottamaan kyberturvamarkkinan kasvumahdollisuuksia haltuunsa selvällä etumatkalla kilpailijoihin nähden, mutta kilpajuoksu tulee lähivuosina arviomme mukaan kiristymään. Lisää-suosituksemme ja 5,0 euron tavoitehintamme ovat ennallaan.

Listautuminen käynnisti strategian seuraavan vaiheen

Nixu on käynyt vuoden 2006 jälkeen läpi strategisen muutosprosessin, jossa yhtiö on fokusoitunut kyberturvallisuuspalveluihin ja irtautunut muista liiketoiminnoista. Nyt yhtiö on listautumisen jälkeen käynnistänyt strategiassaan seuraavan vaiheen, jonka ytimessä ovat kasvu kansainvälistymällä sekä omaan teknologiaan pohjautuvat skaalautuvat palvelumallit. Nixun keskeisenä kilpailuetuna on erikoistuminen kyberturvallisuuspalveluihin, vahva brändi ja markkina-asema Suomessa sekä kattava palveluvalikoima kyberturvallisuuspalveluissa.

Kyberpalveluiden markkina hakee voimakkaasti muotoaan

Digitalisaatiomurros tulee näkemyksemme mukaan tekemään kyberturvasta kriittisen elementin kaikille organisaatioille. Tämä on jo johtanut pulaan kyberturvaosaajista, uusien tulokkaiden pyrkimykseen päästä markkinalle sekä alan yrityskauppojen lisääntymiseen sekä arvostusten rajuun kohoamiseen. Markkinan kasvunäkymä tulee edelleen houkuttelemaan lisää kilpailua, mutta alalle tulon kynnyks nousee teknologioiden kompleksisuuden ja lainsäädännön kasvaessa. Toimialan konsolidoituminen sekä suurten kansainvälisten toimijoiden pyrkimykset päästä markkinalle tekevät mielestämme Nixusta potentiaalisen yritysostokohteen.

Kilpailuedun säilyttäminen edellyttää investointeja

Näemme riskin, että markkinan kilpailupaine tulee lisääntymään perinteisissä neuvonantopalveluissa yhä useampien IT-talojen pyrkiessä kyberpalveluiden markkinalle. Ylläpitääkseen etumatkaa kilpailussa Nixu investoi parhaillaan omaan teknologiaan pohjautuvien skaalautuvien palvelumallien kehitykseen. Mielestämme markkinalla voittajina tulevat todennäköisimmin selviämään ne kyberpalvelutalot, jotka onnistuvat muuntamaan liiketoimintamallinsa asiantuntijaresurssien myynnistä kohti kyberturvan tarjoamista asiakkaille jatkuvina, useita eri teknologioita yhdistävinä palvelukonsepteina. Odotamme asiakkaiden ostokäyttäytymisen muuttuvan kyberturvan hankintaan yksittäisten teknologioiden sijaan jatkuvina palveluina, jolloin rajanveto kyberturvan tuote- ja palvelutalojen välillä tulee hämärtyämään.

Osakekurssi ollut sokea kybermarkkinan tapahtumille

Nixun osakekurssi on samalla tasolla kuin yhtiön listautuessa, sillä kurssikehitys on seurannut sokeasti yhtiön lyhyen tähtäimen tuloskehitystä, eikä se ole heijastellut kyberturvamarkkinan tapahtumia. Nixun tuloskehitystä painavat panostukset strategiaan kehityshankkeisiin ainakin tämän ja ensi vuoden ajan. Siten yhtiön kannattavuus tulee jäämään potentiaalistaan myös ensi vuonna. Nixun osake on räikeästi alihinnoiteltu suhteessa toimialan viimeisimpien yrityskauppojen arvostuksiin ja arvostus on mielestämme tulos pohjaisesti maltillinen (2016e EV/EBIT 9,9x, P/E 15,5x).

Analytiikko

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



Suositus

Lisää

Tavoitehinta: 5,00 €



Eilisen päätös **4,49 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,01 – 4,92 EUR**

Potentiaali **11,4 %**

Avainluvut

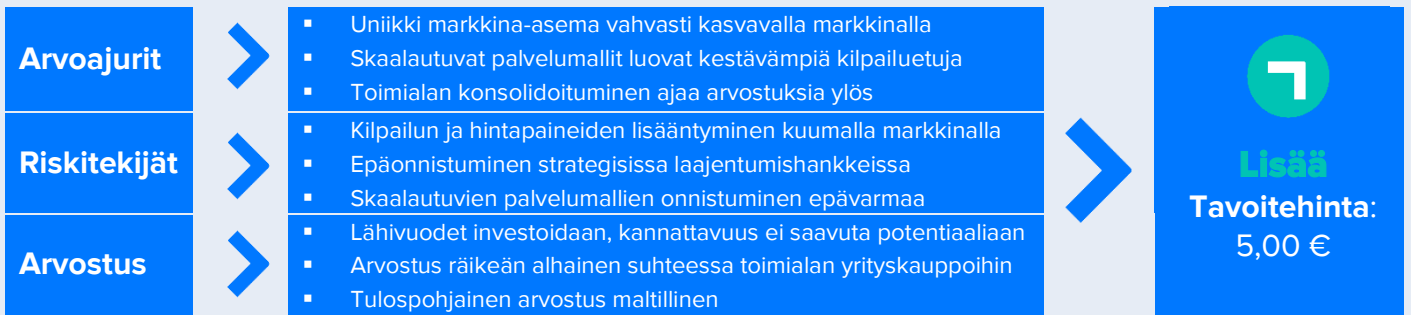
	2014*	2015e	2016e
Liikevaihto	17,0	18,4	20,6
- kasvu-%	41 %	9 %	12 %
EBITDA	2,3	1,9	2,4
- EBITDA-%	13,3 %	10,3 %	11,8 %
EBIT (oikaistu)	2,2	1,8	2,3
- EBIT-%	13,0 %	9,8 %	11,3 %
Tulos ennen veroja	1,3	0,9	1,4
Nettotulos	0,9	0,6	1,0
EPS (oikaistu)	0,28	0,22	0,29

Lähde: Nixu (2014), ennusteet Inderes

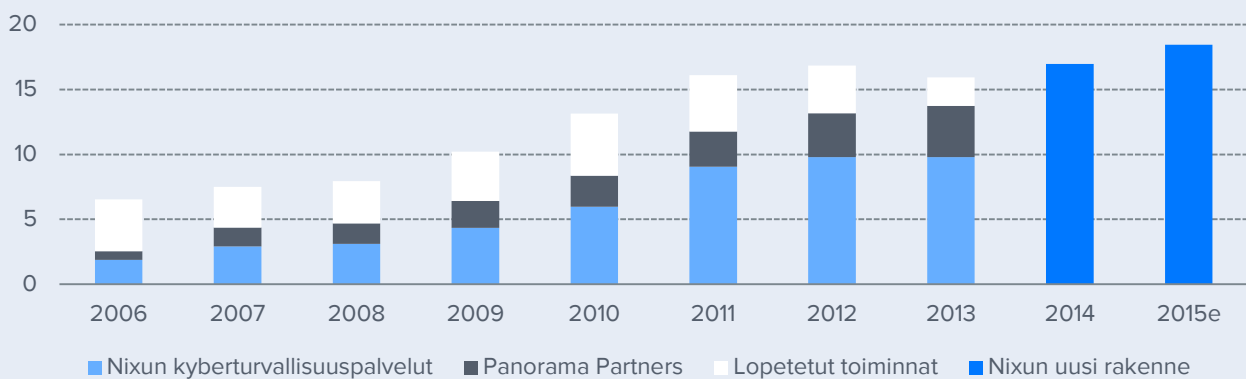
*2014=pro-forma

Nixu yhteenveto

Sijoitusnäkemys



Liiketoiminnan kehitys



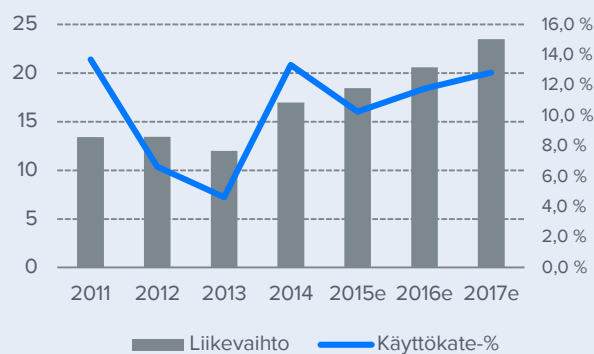
Lähde: Kaavio ja ennusteluvut: Inderes; liikevaihtoluvut: Nixu. Nixun kyberturvallisuuspalvelut 2006-2013 CAGR 27 %, Panorama Partners 2006-2013 CAGR 29 %

Liiketoimintarakenne



Lähde: Nixu

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Nixu yhteenveto	3
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Toimiala ja kilpailu	9
Strategia ja kilpailuedut	16
Taloudellinen tilanne	20
Ennusteet ja arvostus	23
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	27
Vuosineljännesennusteet.....	28
Tiivistelmä	29
Vastuuvapauslauseke	30

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Nixu on vuonna 1988 perustettu kyberturvallisuuspalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Strateginen päätös tietoturvapalveluihin keskittymisestä tehtiin vuonna 2006, minkä jälkeen yritys on kasvanut keskimäärin 27 prosenttia (sivu 3) vuosittain kyberturvaan liittyvissä palveluissa. Päätös luopua strategiaan kuulumattomista liiketoiminnoista on kuitenkin hidastanut Nixun kasvua etenkin viime vuosina. Nixun keskeisenä kilpailuetuna on erikoistuminen kyberturvallisuuspalveluihin, vahva brändi ja markkina-asema Suomessa sekä kattava palveluvalikoima kyberturvallisuuspalveluissa. Nixu-konserni työllisti kesäkuun 2015 lopussa 159 asiantuntijaa, mikä tekee siitä Suomen suurimman kyberturvapalveluihin erikoistuneen tiimin. Nixu-konsernin pro-forma liikevaihto 2014 oli 17 miljoonaa euroa. Yhtiö listautui Nasdaq OMX First North -listalle 5.12.2014. Listautumisella yritys tavoittelee kasvustrategiansa kiihdyttämistä.

Yhtiökuvaus

Pohjoismaiden suurin kyberturvapalveluiden erikoisosaaja

Nixu on yhtiön johdon käsityksen mukaan suurin pohjoismainen kyberturvallisuuspalveluiden tarjoaja kyberturvallisuusasiantuntijoiden lukumäärällä mitattuna. Lisäksi yritys tarjoaa laaja-alaisimmin eri palveluita organisaatioiden kyberturvallisuustarpeisiin. Laaja-alaisen palvelutarjoaman merkitys alalla on korkea, sillä kyberturvallisuuteen liittyvät teknologiat ovat hyvin komplekseja ja uhkakuvat muuttuvat nopealla vauhdilla. Tämän takia pienen toimijan tai tiimin on vaikea tarjota kaikkia palveluita ja pysyä uusien teknologioiden kehityksessä mukana. Nixun mukaan asiakkailta on kasvava halu hankkia kaikki tietoturvapalvelut saman katon alta yhdeltä toimittajalta.

Nixu toimittaa korkean tason kyberturvallisuuspalveluita, minkä johdosta yhtiön kohderyhmää ovat suuret yritykset, niiden alihankkijaverkosto sekä julkishallinto. Yhtiö palvelee yli 200 asiakasta. Asiakassegmentit Nixu jaottelee tietohallintoon, digitaaliseen liiketoimintaan ja teolliseen internetiin. Yhtiön palveluiden perinteinen kohderyhmä on ollut tietohallinto, mutta digitaalisen liiketoiminnan ja teollisen internetin asiakassegmentit ovat voimakkaassa kasvussa. Tavoitellut päättäjät ovat tällöin digitaalisen liiketoiminnan johtajat, tuotekehitysjohtajat ja palvelutoiminnan johtajat.

Asiakkaiden toimialojen suhteen yhtiöllä ei ole tiettyä strategista fokusaluetta, sillä kyberturva koskettaa käytännössä kaikkia toimialoja sekä julkista sektoria. Esimerkkejä yhtiön palvelemista sektoreista ovat kauppa ja maksunvälitys, puolustusteollisuus, verkkopalvelut, pankki- ja rahoitusala, telekommunikaatio ja laitevalmistajat, perusteollisuus, media ja valtionhallinto. Yhtiö toimii pääasiassa Suomessa, mutta se on toteuttanut asiakasprojekteja yli 20 maassa. Lokakuussa 2016 Nixu ilmoitti aloittavansa laajentumisen Hollannin markkinalle avaamalla maahan toimiston.

Strateginen muutosprosessi valmis, seuraavaksi fokuksena kasvu

Nixu kävi vuosina 2006-2013 läpi merkittävän strategisen muutosprosessin, minkä aikana tehty strateginen fokusoituminen on luonut edellytykset yhtiön strategian seuraavalle vaiheelle ja kasvun kiihdyttämiseksi. Tietoturvapalvelut ovat olleet osa Nixun toimintaa alusta asti ja niiden kysyntä kasvoi 2000-luvulle tultaessa. Vuosikymmenen puolivälissä yritys tunnisti tietoturvapalveluiden markkinapotentiaalin ja päätti keskittyä tietoturvaan ydinliiketoimintanaan vuonna 2006.

Osana strategista keskittymistä yritys on irtautunut lukuisista liiketoiminnoista vuosina 2006-2014. Yhtiölle oli syntynyt onnistuneiden projektien myötä Lähi-itään oma liiketoiminta vuoden 1998 jälkeen, mutta myöhemmin kannattamattomaksi osoittautuneesta Lähi-idän yhtiöstä luovuttiin vuonna 2008. Osana uuden strategian jalkauttamista, kyberturvallisuuteen liittymätöntä tuoteliiketoimintaa yhtiöitettiin Nixu Software Oy:ksi vuonna 2006. Tämä yritys eriytettiin Nixusta vuonna 2014 ennen yhtiön listautumista. Myös kyberturvallisuuden ulkopuolelle kuuluvasta henkilöstövuokraustyyppisestä sovelluskehityksestä yritys luopui lopullisesti vuoden 2014 loppuun mennessä. Tämä sovelluskehitys oli yhtiölle merkittävä liiketoiminta vielä vuonna 2011, jolloin se työllisti noin 30 hengen tiimin. Nokian strategiamuutos kuitenkin romahdutti tämän Meego-hankeesta riippuvaisen liiketoiminnan, mikä vaikutti etenkin Nixun vuoden 2012 liikevaihtoon. Lisäksi yritys on luopunut erillisistä vuokraprojektipäällikköliiketoiminnasta sekä testausautomaatioliiketoiminnasta vuonna 2013. Edellä mainitut liiketoiminnat vaikuttivat Nixun liikevaihtoon oleellisesti vielä vuoden 2013 ensimmäiselle vuosipuoliskolle asti. Tämän johdosta Nixun liikevaihto vuosina 2011-2013 laski ja liikevaihto kääntyi selvään kasvuun vasta H2'14 vahvan orgaanisen kasvun ja Panorama Partners -yrityskaupan ansiosta.

Irtautumisten ohella yritys on panostanut kasvuun kyberturvapalveluissa. Tarkastusten tekoon painottunutta

kyberturvanpalvelutarjontaa laajennettiin vuonna 2007 kattamaan kaikki tietoturvasuuden osa-alueet. Samalla Nixun kyberturvapalveluiden liiketoiminta yli kolminkertaistui vuosina 2006-2010. Taantumasta huolimatta liiketoiminta kasvoi vuonna 2009 noin 40 prosenttia (sivu 3). 2010-luvulle tultaessa kyberturva sai laajaa huomiota kasvaneiden kansainvälisten uhkien myötä. Suotuisista markkina-ajureista huolimatta Nixun liiketoiminta kuitenkin kärsi vuosina 2012-2013 Nokian Meego-hankkeen alasajosta, mikä jarrutti kasvua.

Vuonna 2014 yhtiö aloitti työn liiketoimintastrategian päivittämiseksi. Nixu toteutti organisaatiouudistuksen, jossa aiemmat liiketoimintayksiköt purettiin ja toiminta keskitettiin yhdeksi kokonaisuudeksi. Toimivaltaa siirrettiin Nixun eri osaamisalueiden vetäjille. Petri Kairinen siirtyi yhtiön toimitusjohtajaksi Timo Kotilaisen päätettyä luopua tehtävästään. Lokakuussa yhtiö osti yhden merkittävimmistä kilpailijoistaan Panorama Partners Oy:n, mikä tuki erityisesti yhtiön strategista tavoitetta kasvaa digitaalisen liiketoiminnan asiakassegmentissä. Joulukuussa yhtiö listautui onnistuneesti First North -markkinapaikalle.

Edellä mainittujen muutosten jälkeen Nixu keskittyy nykyisin yksinomaan kyberturvallisuusliiketoimintaan eikä yhtiöllä ole enää liiketoimintaa kyberturvallisuuspalveluiden ulkopuolella. Listautumisen jälkeen vuoden 2015 aikana yhtiö on keskittynyt strategiaan hankkeisiinsa, joita ovat skaalautuvien palvelumallien kehitys, kansainvälinen laajentuminen sekä kyberuhkaosaamisen kehittäminen. Nämä hankkeet ovat vaatineet yhtiöltä merkittäviä kuluja kasvattavia investointeja vuoden 2015 aikana, mutta näemme ne kriittisinä yhtiön pitkän aikavälin kilpailuetujen kannalta.

Ainoa merkittävä erikoistuja Suomessa

Nixun kilpailukenttä on hyvin fragmentoitunut. Yhtiöllä on Suomessa hyvin rajallinen määrä suoria kilpailijoita, jotka olisivat kyberturvaan erikoistuneita toimijoita. Suorien kilpailijoiden määrää on pienentänyt viimeisen vuoden aikana kolme yrityskauppaa, jotka ovat näkemyksemme mukaan vahvistaneet Nixun asemaa Suomen markkinalla kyberturvaan erikoistuneena toimijana.

Nixun muita kilpailijoita ovat muun muassa suuret IT-palveluyhtiöt ja suuret konsulttiyhtiöt. Näiden toimijoiden heikkoutena on usein rajallinen toimituskyvykkyys kyberturvassa ja liian suppeat osaamisalueet, sillä niiden kyberturvallisuuteen erikoistuneet tiimit ovat vielä hyvin pieniä. Nixu pyrkii erottumaan erikoistumalla kyberturvaan sekä toimimalla täyden palvelun talona kyberturvaan liittyvissä asioissa. Suurilla IT-palveluyhtiöillä on kuitenkin todennäköisesti voimakas tahto laajentua kyberturvapalveluissa lähivuosina.

Nixun vahvuutena on toimituskyvykkyuden lisäksi yhtiön brändi, joka tuo näkemyksemme mukaan merkittävää kilpailuetua luottamuksen ollessa asiakkaalle tärkeä valintakriteeri kyberturvapalveluita hankittaessa. Yhtiö pyrkii

strategiassaan vahvistamaan kilpailuetuaan myös tuotteistamalla palvelukokonaisuuksiaan sekä lisäämällä palveluihin täydentäviä teknologiakomponentteja. Jatkuvien palvelumallien (kuten kyberturvan valvomopalveluiden) rooli tulee korostumaan kilpailutekijänä yhtiön markkinoilla.

Tavoitteena laajentua Pohjois-Eurooppaan

Nixun visiona on tulla Pohjois-Euroopassa luotetuksi kumppaniksi ja ensimmäiseksi vaihtoehdoksi kyberturvallisuuden palveluita kysyttäessä. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa muissa Pohjois-Euroopan maissa vastaava asema, mitä sillä on Suomessa jo nyt. Strategiaa tullaan toteuttamaan todennäköisesti yritysostoin ja organisaation laajentumisella niin kotimaassa kuin ulkomailla. Avainasemassa strategian toteutuksessa on säilyttää yhtiön vahva luottamus ja brändi toimialalla sekä toimia parhaana työpaikkana tietoturva-alan ammattilaisille. Yhtenä keskeisenä kasvun pullonkaulana kyberturva-alan yrityksille tulee näkemyksemme mukaan olemaan osaajien saatavuus, mikä korostaa työnantajaimagon tärkeyttä.

Yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä liikevaihdon yli 15 %:n kasvua sekä vähintään 10 %:n käyttökattoa. Arviomme mukaan noin 10 %:n kasvu lähivuosina on saavutettavissa pelkästään organisen kasvun turvin, sillä markkinan kasvuajurit ovat vahvoja. Yli 15 %:n liikevaihdon kasvutavoite on saavutettavissa, mikäli kasvua vauhditetaan pienillä yritysostoilla.

Kasvuyhtiön sijoittajaprofiili

Nixu profiloituu sijoittajanäkökulmasta kasvuyhtiöksi, joka pyrkii lähivuosina luomaan vahvan kilpailuaseman yhdellä IT-markkinan tämän hetken kuumimmista sektoreista. Samalla yhtiö tulee tekemään kohtalaista kannattavuutta, mutta tulos ei tule saavuttamaan täyttä potentiaaliaan. Kyberturvapalveluiden markkina on näkemyksemme mukaan vielä hyvin epäkypsä ja se tulee hakemaan voimakkaasti muotoaan lähivuosina. On todennäköistä, että markkinalle syntyy muutamia Nixun kaltaisia merkittäviä kyberturvaan erikoistuneita taloja, mutta myös perinteiset IT-palvelutalot, teleoperaattorit ja konsulttiyhtiöt pyrkivät saamaan siivunsa markkinasta. Nixun vahva markkina-asema tarjoaa sille vahvan etulyöntiaseman, kun markkina lähtee kehittymään. Markkinan voimakas konsolidoituminen ja arvostustasojen nousu tulee kuitenkin rajoittamaan Nixun omia edellytyksiä kasvaa yritysostoin.

Liiketoimintamalli

Neljä eri toimitusmallia

Nixu auttaa asiakkaitaan hankkeissa, joissa edellytetään tietoturvan suunnittelua, toteutusta tai tarkastusta. Yhtiö on määritellyt osaamisalueensa seuraavasti:

- Identiteetin- ja pääsynhallinta

- Tietoturvatarkastukset
- Turvallinen ohjelmistokehitys ja hankinta
- Riskien- ja jatkuvuudenhallinta
- Tietoturvan hallinta
- Tilannekuva ja verkkoturvallisuus
- Vaatimustenmukaisuuden hallinta
- Tietomurtojen tutkinta
- Digitaalisen ympäristön reaaliaikainen valvonta

Asiakkaalle toimitettavat palvelukokonaisuudet voivat pitää sisällään osia usealta osaamisalueelta sekä kolmansien osapuolten teknologiaa.

Palveluitaan Nixu toimittaa neljällä eri toimitusmallilla: toteutusprojektit (47 % liikevaihdosta 2014), neuvonantopalvelut (25 %), jatkuvat palvelut (25 %) ja lisenssimyynti (3 %). Rajanveto eri toimitusmallien välillä ei kuitenkaan ole aina selkeää. Yhtiön mukaan sen vuoden 2013 liikevaihdosta 91 % tuli samoilta asiakkailta kuin vuonna 2012, mikä heijastelee liiketoiminnan jatkuvuuden luonnetta. Vuoden 2014 liikevaihdosta 33 % tuli 5 suurimmalta asiakkaalta. Merkittävistä asiakkaista yksi on kanavakumppani, jonka myynti jakautuu usealle eri loppuasiakkaalle. Yhtiön riippuvuus yksittäisistä suurista asiakkaista on vielä kohtalaisen suuri, mikä on osin tänä vuonna heijastunut negatiivisesti Nixun kasvuun usean merkittävän asiakkaan tilausten hidastuttua samaan aikaan.

Toteutusprojektit sisältävät tietoturvatarkastuksen suunnittelun asiakkaan tarpeisiin sekä hankkeen toteutuksen. Projekteihin liittyy usein teknologialisenssien jälleenmyyntiä. Projektiratkaisu jää toteutuksen jälkeen usein jatkuvaan ylläpitoon.

Neuvonantopalvelut käsittävät eniten yritykseen, tietojärjestelmään tai verkkosovellukseen liittyviä tietoturvatarkastuksia. Tarkastuksen pohjalta Nixu antaa suosituksia tietoturvan parantamiseksi. Nämä ovat tyypillisesti nopeasti toimitettavia kiinteähintaisia hankkeita. Yksi keskeinen kilpailijaryhmä tällä alueella ovat Big4-konsulttitalot.

Jatkuvat palvelut ovat Nixulle strategisesti tärkeä ja nopeasti kasvava osa-alue. Käytännön esimerkkinä Nixu voi mm. ottaa asiakkaan tietoturvan hallinnan vastuulleen jatkuvana kuukausimaksullisena palveluna. Lisäksi Nixulla on jatkuvia haavoittuvuuksien hallintapalveluita, joissa asiakkaan tietoturvan haavoittuvuuksia testataan

säännöllisesti. Nixu avasi elokuussa 2015 teknologiapohjaisen Cyber Defence Center - palvelukokonaisuuden, joka tuottaa Nixun asiakkaille digitaalisen ympäristön reaaliaikaisesta valvontaa ja tietomurtojen tutkintaa sekä muodostaa tilannekuvan organisaation verkkopalveluihin kohdistuvista uhista. Tämän uuden jatkuvan valvonnan palvelukonseptin rooli yhtiön strategiassa tulee olemaan tärkeä. Nixu tekee Elisan kanssa yhteistyötä, jossa Nixu hoitaa asiakkaiden vaativimmat tietoturvaloukkaukset osana Elisan tietoturvapalveluita. Vastaavasti Elisa kuitenkin myös kilpailee Nixun kanssa valvomopalveluissa. Muita kyberturvan valvomopalveluita Suomessa tarjoavia toimijoita ovat CGI ja Soneran Cygate.

Lisenssimyynti käsittää kolmansien osapuolten (kuten Ubisecure, FireEye ja Microsoft) teknologialisenssien jälleenmyyntiä, mikä tapahtuu tyypillisesti osana projektitoimituksia. Näissä kaupoissa yhtiön saama kate on käsityksemme mukaan projekteista riippuen toimialan keskimääräinen eli muutamia kymmeniä prosentteja.

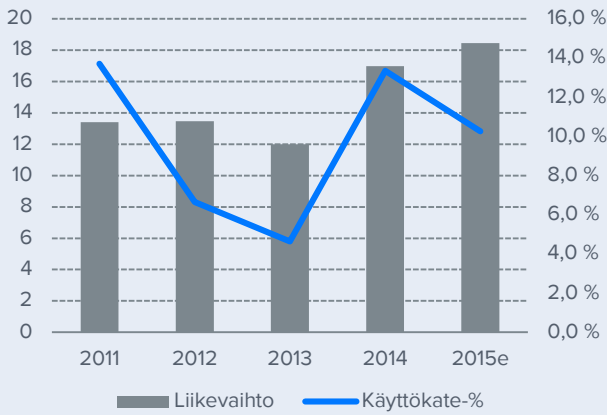
Kumppanuuksien rooli liiketoiminnassa merkittävä

Nixu painottaa strategiassaan kumppanuuksia, sillä kyberturva on usein yksi osa laajempaa IT-kokonaisuutta tai -projektiä. Käytännössä tämä tarkoittaa liittoutumista esimerkiksi IT-palveluyhtiöiden kanssa, jotka ovat Nixulle kilpailijoita tai potentiaalisia kilpailijoita. Projektitoimituksia voidaan tällöin toteuttaa Cyber Security by Nixu - kumppanuusmallilla. Tällöin esimerkiksi järjestelmäintegraattori tilaa oman järjestelmätoimituksensa kyberturvallisuusosuuksensa Nixulta. Asiakassuhde ja projekti ovat järjestelmäintegraattorin omistamia, mutta Nixun brändi on oleellinen osa toimitusmallia ja näkyvä loppuasiakkaalle. Nixun haasteena ja uhkana näissä toimitusmalleissa on kuitenkin alihankkijan rooliin jääminen.

Kumppanuuden kautta IT-palvelutalo saa käyttöönsä Nixun kyberturvaosaamisen, mitä yhtiöllä itsellään ei välttämättä ole. Projektitoimituksen kyberturvallisuusosuuksien hoitaa tällöin Nixu. Teknologialisenssien tuoma liikevaihto kuitenkin normaalisti jää Nixulta tällöin saamatta. Nixu uskoo, että IT-talo voi vahvistaa asemiaan projektien tarjouskilpailuissa osoittamalla Nixun vastaavan projektitoimitusten kyberturvallisuusosuudesta.

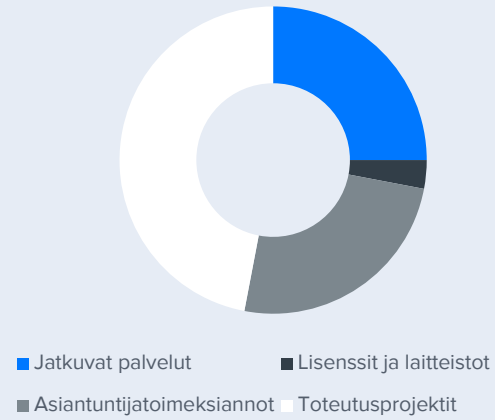
Nixun liiketoiminta

Liikevaihto- ja kannattavuuskehitys



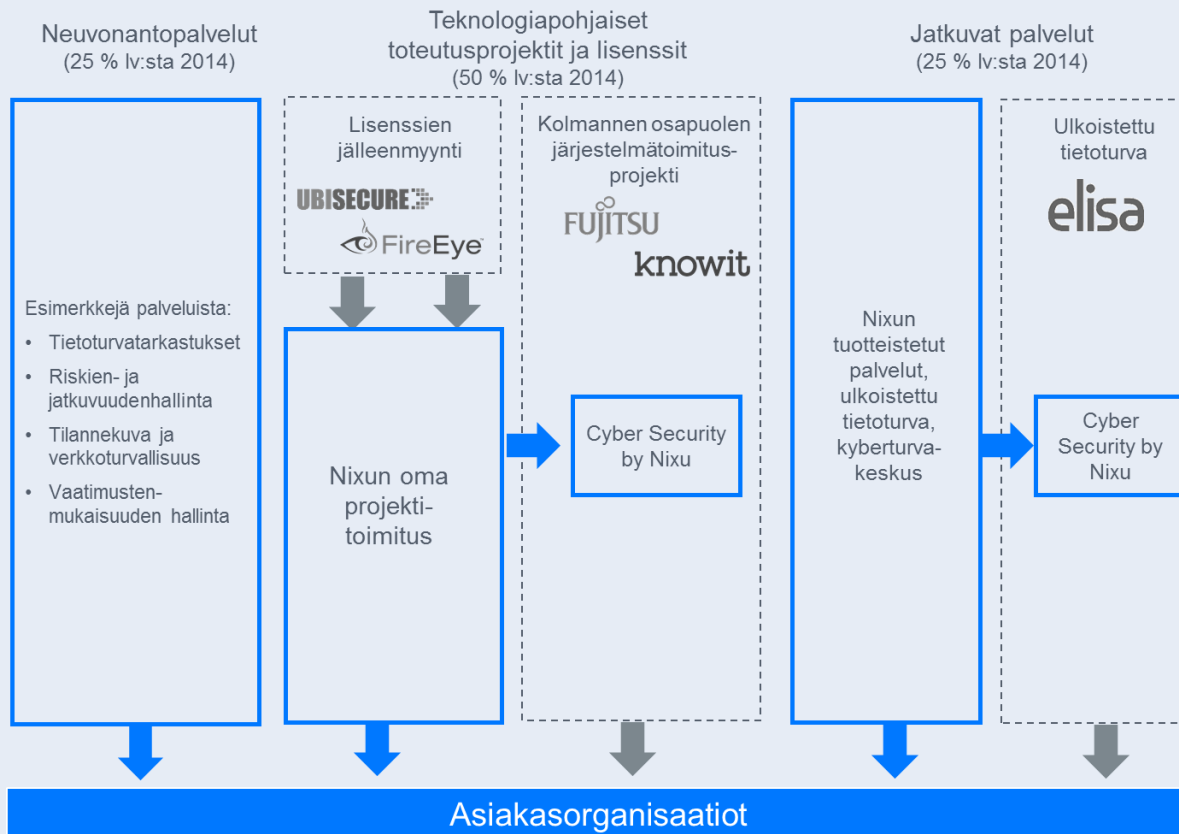
Lähde: Nixun 2011-2013 tilinpäätöstiedot, *2014= pro-forma, 2015e: Inderes ennuste

Liikevaihto toimitusmalleittain, 2014



Lähde: Nixu

Nixun liiketoimintamalli



Lähde: Inderes

Toimiala ja kilpailu

Nixu toimii tällä hetkellä pääasiassa Suomen markkinalla, missä kyberturvallisuuspalvelut ovat osa Suomen noin kolmen miljardin euron IT-palvelumarkkinaa. Kyberturvallisuuspalveluiden markkina on näkemyksemme mukaan yksi nopeimmin kasvavia alueita IT-palveluissa ja markkina voi hyvin yltää lähivuosina kaksinumeroisiin kasvulukemiin. Digitalisaatiomurros tulee näkemyksemme mukaan tekemään kyberturvasta kriittisen elementin kaikille organisaatioille. Tämä on jo johtanut pulaan kyberturvaosaajista, uusien tulokkaiden pyrkimyksiin päästä markkinalle sekä alan yrityskauppojen lisääntymiseen ja arvostustasojen rajuun kohoamiseen. Markkinan kasvunäkymä tulee samalla houkuttelemaan yhä lisää kilpailua, mutta alalle tulon kynnyksessä nousee teknologioiden kompleksisuuden ja lainsäädännön kasvaessa. Markkinalla riehuva konsolidaatiomyrsky asettaa myös Nixun mielenkiintoiseen tilanteeseen, sillä yhtiön uniikki asema Suomessa tekee siitä houkuttelevan ostokohteen. Mielestämme markkinalla voittajina tulevat todennäköisimmin selviämään ne kyberpalvelutalot, jotka onnistuvat muuntamaan liiketoimintamallinsa asiantuntijaresurssien myynnistä kohti kyberturvan tarjoamista asiakkaille jatkuvina, useita eri teknologioita yhdistävinä palvelukonsepteina.

Toimiala

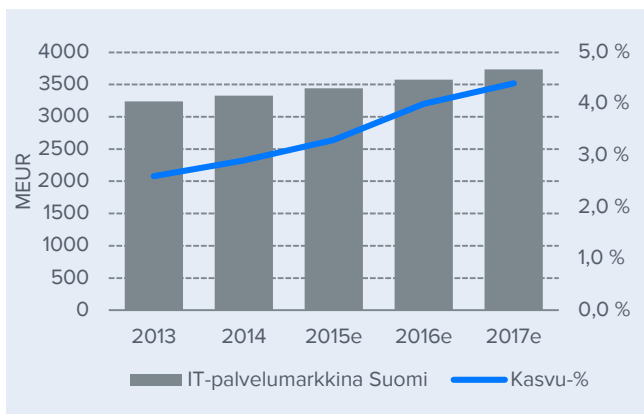
Suomen IT-palvelumarkkina

Markkinatutkimusyhtiö Gartner on arvioinut Suomen IT-palvelumarkkinan kasvavan noin 3 %:n vauhtia lähivuosina, kun IT-palvelumarkkinan odotetaan globaalisti kutistuvan 4,0-4,5 %:n luokkaa vuonna 2015 (Gartner).

Valuuttakurssimuutoksista oikaistun kasvun ennustetaan kuitenkin olevan +2,0 %.

Oman näkemyksemme mukaan Pohjoismaissa kasvunäkymät ovat kokonaisuudessaan heikot Ruotsia lukuun ottamatta. Ennustamme Suomessa kasvun olevan 0-1 %:n luokkaa vuonna 2015. Suomen kasvu näemme riskiksi julkisen sektorin pakkosäästöt valtion kiristyvän budjettipolitiikan myötä. Suomen IT-markkinan tahmeus ja asiakkaiden hitaat päätöksentekoprosessit ovat osin rasittaneet myös Nixun kasvua tämän vuoden aikana.

Suomen IT-palvelumarkkina



Lähde: Gartner

Kyberturvallisuuspalvelut IT-markkinassa

Kyberturvallisuudella tarkoitetaan prosesseja, teknologiaa, ratkaisuja ja palveluita, jotka suojaavat yritysten ja muiden organisaatioiden tai yksittäisten käyttäjien tietoja sähköisissä verkossa tapahtuvaa rikollisuutta vastaan. Kyberturvallisuus mahdollistaa yksilön jokapäiväisen elämän sekä liiketoiminnan ja kaupan harjoittamisen digitaalisesti siten, että ympäristö on turvallinen.

Tutkimusyhtiö Markets&Markets on arvioinut kyberturvallisuuden markkinan globaaliksi kooksi 74 miljardia euroa ja sen arvioidaan kasvavan keskimäärin 10 prosenttia vuosittain 2014-2019. Kyberturvallisuusmarkkina voidaan jakaa teknologisiin ratkaisuihin sekä Nixun edustamiin kyberturvallisuuspalveluihin. Palveluiden osuus markkinasta on noin puolet. Kyberturvallisuuspalveluihin kuuluvat konsultointi, suunnittelu ja integrointi, riski- ja uhkarviot, jatkuvat Managed Services -palvelut sekä koulutus.

Tutkimusyhtiö Markets&Markets on arvioinut Euroopan kyberturvallisuuspalveluiden markkinan olevan kooltaan noin 9 miljardia euroa. Markkinan arvioidaan kasvavan keskimäärin 7 %:n vauhtia vuosittain vuosina 2014-2019. Suomen kyberturvallisuuspalveluiden markkinalle ei löydy virallista ennustetta. Markkina on kooltaan Suomessa vielä sen verran pieni, että sen luotettava arvioiminen on vaikeaa. Joidenkin arvioiden mukaan kyberturvan osuus organisaatioiden IT-budjeteista olisi 5-10 %:n luokkaa, jolloin Suomen markkinan kooksi voitaisiin haarukoida karkeasti noin 150-300 miljoonaa euroa.

Mielestämme kyberturvallisuusmarkkina on vielä hyvin epäkypsä ja se tulee kehittymään voimakkaasti lähivuosina, minkä vuoksi nykyiset markkinaennusteet ovat parhaimmillaankin vain suuntaa antavia. Markkinan kasvu tulee todennäköisesti olemaan tasaisen vahvaa, minkä lisäksi jatkuvat uutiset vakavista tietomurroista sekä regulaation tuoma paine tulevat vauhdittamaan markkinan kasvua. Näkemyksemme mukaan Suomen heikosta

makrotaloustilanteesta huolimatta markkinan kasvuajureiden pitäisi antaa Nixulle edellytykset noin 10 %:n orgaaniseen vuotuisen kasvuun.

Kyberturvan ulkoistuspalveluiden markkina

Perinteisesti suuret organisaatiot ovat saattaneet olla haluttomia ulkoistamaan niille usein sensitiivisiä kyberturvaan liittyviä toimintoja. Kyberturvallisuuden kasvanut monimutkaisuus sekä uhkien laajuus on kuitenkin pakottavat organisaatioita hankkimaan kyberturvaan liittyvää osaamista ulkopuolelta. Kyberturvasta on siten nousemassa monille organisaatioille toiminto, jonka hallitsemiseen niillä ei ole riittäviä sisäisiä resursseja ja osaamista. Tämä kehitys on synnyttämässä markkinaa kyberturvan ulkoistukselle (managed security services) ja valvomopalveluille, joissa kyberturvaa tarjotaan jatkuvana palveluna. Tutkimusyhtiö Markets&Markets on arvioinut erityisesti näiden jatkuvien palveluiden kasvavan voimakkaasti lähivuosina. Nixulla jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta oli 25 % vuonna 2014.

Asiakkaiden ostokäyttäytymisen erityispiirteet

Riski ja lainsäädäntö ovat kaksi keskeistä erityiselementtiä, jotka vaikuttavat merkittävästi asiakkaiden ostokäyttäytymiseen kyberturvan suhteen. Riskilähtöistä ostokäyttäytymistä ajaa tietoisuuden kasvu uhkatekijöistä, jotka organisaatiota kohtaavat, mikäli investointi kyberturvaan jätetään tekemättä. Riskilähtöisen ostopäätöksen voi laukaista nopeasti myös tietomurron kohteeksi joutuminen. Riskilähtöisessä käyttäytymisessä ostopäätös on kiinni asiakkaan oman päätöksenteon rationaalisuudesta ja nopeudesta. Siten merkittävämpänä liikkeelle panevana voimana ostopäätöksissä voi usein olla lainsäädäntö, joka pakottaa organisaatiot laittamaan kuntoon tietoturvaan liittyviä asioita. Uskomme lainsäädännön (kuten EU:n tietosuoja-asetus) olevan yksi keskeinen markkinakasvu ajava tekijä lähivuosina.

Markkinan kasvuajurit

Vaikka kyberturvallisuuspalveluiden markkinan ennustaminen on vielä haastavaa, ovat toimialaa ohjaavat megatrendit kiistattomia ja hyvin tunnistettavia. Kyberuhat voidaan jakaa kolmeen luokkaan: 1) rikollisuus, joka pyrkii taloudellisiin voittoihin, 2) hakkerointi, jonka tavoitteena on häiritä yritysten tai valtioiden toimintoja sekä 3) vakoilu, jonka tavoitteena on liiketoiminnallisen kilpailuedun saavuttaminen tai valtion turvallisuuden urkinta. Kyberuhkien määrä ja niiden älykkyys kasvavat jatkuvasti, mikä on nähtävissä lähes päivittäin uutisotsikoissa tietomurroista. Ilman kyberturvallisuutta yksilöiden, yritysten ja valtioiden ei ole mahdollista toimia digitaalisissa ympäristöissä turvallisesti.

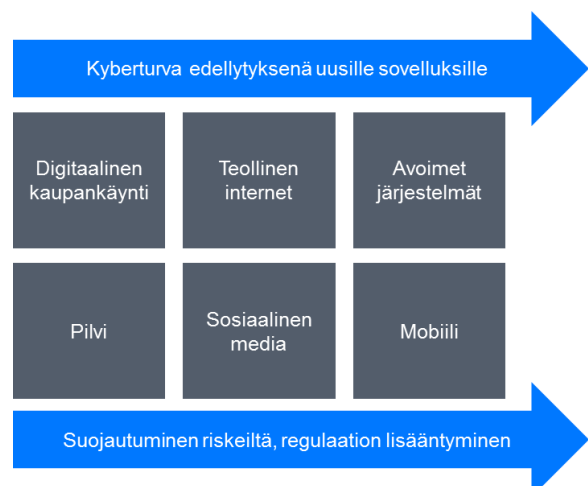
IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten mobiliteetti, pilvi, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti

kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturva. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Nixun johdon näkemyksen mukaan tietoturvaongelmien ratkaiseminen voidaan kuitenkin myös nähdä mahdollistajana näiden megatrendien nousulle. Tietoturvan näkökulmasta yhtenä IT-markkinan megatrendinä voidaan nostaa myös avoimien järjestelmien (kuten Android) yleistymisen. Tämä tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin yritykset vielä toimivat pääosin omissa, yksilöllisissä suljetuissa ympäristöissä.

Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää yrityksiltä ja valtiolta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden kysyntää tukee tällöin myös se, että kyberturvallisuus on yhä useammin kriittinen ja kiinteä osa uutta IT-järjestelmää, digitaalista palvelua tai tuotetta. Tämä tarkoittaa, ettei kyberturvallisuuteen liittyviä ongelmia voida ratkaista vain hankkimalla erillisiä hyllystä toimitettavia tietoturvaohjelmistoja ja -laitteistoja, vaan kyberturvallisuuden ratkaiseminen edellyttää korkean tason asiantuntijapalveluiden käyttöä.

IT-markkinan megatrendien lisäksi lainsäädäntö toimii merkittävänä ajurina kyberturvallisuuspalveluille. Lainsäädännön kehitys tulee toimimaan näkemyksemme mukaan Nixulle positiivisena ajurina kahdella tavalla. Ensiksi, uudet säännökset (kuten EU:n tietosuoja-asetus voimaan astuessaan) tulevat todennäköisesti pakottamaan organisaatioita investoimaan tietoturvaratkaisuihin, joilla suojataan esimerkiksi henkilötietoja. Toisaalta uusien sertifiointien syntyminen sekä sääntelyn kiristyminen ja monimutkaistuminen suojaa nykyisten toimijoiden kilpailuetua ja tekee uusien tulokkaiden markkinoille tulon vaikeammaksi.

Kyberturvapalveluiden markkina-ajurit näkemyksemme mukaan



Lähde: Inderes

EU:n tietosuoja-asetus kasvuajurina Nixulle

Euroopan unionin oikeus- ja sisäasioiden neuvosto on jo usean vuoden ajan työstänyt uutta tietosuoja-asetusta, jolla pyritään suojaamaan EU-kansalaisten tietosuoja. Asetus on määrä hyväksyä tämän vuoden loppuun mennessä. Kun asetusta on hyväksytty, sitä ryhdytään soveltamaan kahden vuoden siirtymäajan jälkeen, eli aikaisintaan vuoden 2018 alusta alkaen. Asetus tulee olemaan suoraa sovellettavaa lainsäädäntöä Suomessa. Asetuksen tavoitteena on parantaa luottamusta online-palveluihin ja näin edistää EU:n digitaalista sisämarkkinoiden kehittämistä.

Asetus tulee asettamaan henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita. Organisaatioille tulee esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattuessa. Lisäksi organisaatioiden on nimettävä tietosuojavastaava. Asetusta valvova viranomainen saa myös valtuudet langettaa sakkoja aina miljoonaan euroon asti asetuksen rikkeistä. Asetus ei koske pelkästään kuluttajapalveluiden tarjoajia, vaan kaikkia organisaatioita, jotka säilyttävät henkilötietoja. Tähän sisältyy esimerkiksi yritysten HR-tiedot.

EU:n tietosuoja-asetuksen tuoma regulaatiopaine tulee olemaan tärkeä piristysruiske kyberturvapalveluiden markkinalle, sillä pakottava lainsäädäntö on vahva katalyytti asiakkaan ostopäätökseen. Lisäksi julkisuudessa tullaan näkemään paljon enemmän uutisia tietomurroista, sillä organisaatioille tulee ilmoitusvelvollisuus murron kohteeksi joutumisesta. Tietosuoja-asetus avaa Nixulle lisäksi suoria liiketoimintamahdollisuuksia. Näitä voivat olla esimerkiksi tietosuoja-asetukseen liittyvät neuvonantopalvelut sekä ulkoistuspalvelut, joissa Nixu tulee vastaamaan asiakkaalle tietosuoja-asetuksen edellyttämistä toimenpiteistä (kuten hallinnointi, tietosuojavastaava, ilmoitusvelvollisuudet).

Eri markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden perusteella. Hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden korreloi lähtökohtaisesti myös asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Mitä kiinnostavampi hyökkäyskohde organisaatio on rikollisille, sitä kiinnostavampi asiakas se on myös Nixulle.

Kyberturvallisuusmarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on palveluntarjoajien näkökulmasta hyvin pieni niche-markkina, mutta se edustaa kaikkien korkeinta teknologiaa ja osajien vaatimustasoa.

Kybermarkkinan segmentit



Lähde: Inderes

Markkinan suurin volyyymi palveluntarjoajien näkökulmasta on kolmion keskimmäinen porras, joka käsittää kohdennetut hyökkäykset. Tällöin ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja julkishallinto sekä etenkin ne toimijat, joiden toiminta käsittää huoltovarmuuden kannalta kriittistä toimintoja (kuten energia, pankki, operaattorit sekä kriittisten organisaatioiden alihankkijaverkostot). Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturva-uhkien laajentuessa, mikä laajentaa myös tietoturvapalveluiden markkinaa. Markkinan koon kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla tietoturvakysymykset nousevat keskeiseen rooliin uusien digitaalisten liiketoimintojen suunniteltaessa sekä 2) IT-markkinan nousevat trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin. Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä kyberturvallisuutta ei voida ratkaista massaratkaisulla, mikä luo kysyntää Nixun kaltaisille palveluntarjoajille.

Pienten ja keskisuurten yritysten sekä kuluttajien osalta tarve kyberturvallisuudelle on olemassa, mutta kyberturvallisuuden asiantuntijapalveluita tarjoavien yritysten näkökulmasta nämä eivät usein ole ensisijaista kohderyhmää. Tälle ryhmälle oleellista on usein suojaus massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvatuotteilla kuten virustorjunnalla ja palomureilla. Tällöin organisaatioiden tietoturvainvestointeja ohjaa tyypillisesti ajattelu, jonka mukaan riittää, että on suojautunut ”paremmin kuin naapuri”. Tätä kohderyhmää kyberturvapalveluiden markkinassa palvelevat esimerkiksi operaattorit, joilla on vahva jakelukanava SME-sektoriin.

Hierarkian yläpäässä olevien organisaatioiden suojaustasoon eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille. Vastaavasti hierarkian ylätasolle kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa.

Kilpailu

Pirstaloitunut kilpailijakenttä

Kilpailukenttä kyberturvallisuuspalveluille on hyvin pirstaloitunut ja sekalainen. Toimijoiden sekalaisuus johtuu etenkin siitä, etteivät kyberturvapalvelut ole tyypillisesti asiantuntijapalveluyritysten strategian ytimessä. Suurilla IT-palveluyhtiöillä kyberturvaosaaminen on ollut tyypillisesti vain pieni osa laajempia järjestelmätoimituksia.

Vaikka suomalainen kyberturvaosaaminen on vahvasti pinnalla, on kyberturvayhtiöiden joukko Suomessa hyvin pieni. Toimijoiden määrä on pienentynyt voimakkaasti viime vuosina ulkomaisten toimijoiden tekemien yrityskauppojen myötä. Tuotetaloista yritystalon kohteeksi ovat joutuneet Stonesoft, Ubisecure ja Blancco. Palveluyhtiöistä oston kohteina ovat olleet Panorama Partners, Trusteq ja nSense. Nixun kanssa kilpailevia pienempiä toimijoita Suomessa ovat muun muassa Propentus, Spellpoint, Ymon, Xcure, 2NS ja Silverskin. Nämä toimijat ovat miljoonan tai muutaman miljoonan euron liikevaihtoluokassa, eli ne ovat huomattavasti Nixua pienempiä. Euroopan tasolla Nixun kaltaisia toimijoita ovat muun muassa norjalainen Mnemonic, brittiläinen NCC Group, ruotsalainen pääomasijoittajien omistama Coresec sekä japanilainen Eurooppaan laajentuva NTT Com Security.

Suomessa toimivien pienten kyberturvapalveluyhtiöiden tunnuslukuja

Yhtiö	Henkilöstö		Liikevaihto MEUR		EBIT-%	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Trusteq	35	40	4,8	5,2	12,2 %	13,7 %
nSense Oy	-	-	3,9	4,2	16,3 %	15,8 %
Propentus	34	34	2,3	2,8	14,9 %	21,9 %
Spellpoint	13	14	1,9	2,2	14,3 %	10,7 %
Ymon	3	-	0,4	0,3	5,5 %	17,0 %
Xcure	-	6	0,7	0,6	-0,7 %	1,1 %
2NS	7	7	0,7	0,7	10,0 %	8,7 %
Silverskin	5	12	0,7	0,8	7,1 %	16,7 %

Lähde: Suomen Asiakastieto

Kyberturvapalveluiden markkinatoimijoiden kirjo ulottuu myös laajasti perinteisten IT-palvelutalojen ulkopuolelle. Markkinalla toimivat IT-talojen lisäksi muun muassa teleoperaattorit (kuten Sonera ja Elisa), konsulttitalot (kuten KPMG ja Deloitte) sekä tietyiltä osin jopa puolustusteollisuuden toimijat (kuten Cassidian). Markkinan monimuotoisuus perinteisiin IT-palveluihin nähden johtunee osin siitä, että kyberturva koskettaa tietojärjestelmien lisäksi myös monia muita eri osa-alueita organisaatioiden toiminnassa.

Markkinalle tulee todennäköisesti tulevaisuudessa syntymään myös uusia toimijoita täysin uusilta toimialoilta. Tämä johtuu siitä, että tulevaisuudessa yhä useampien yritysten tuotteet kytkeytyvät verkkoon (teollinen Internet), mikä voi pakottaa esimerkiksi teollisuustuotteita valmistavia

yhtiöitä perustamaan oman kyberturvallisuuteen keskittyvän funktion tai hankkimaan tähän liittyvän osaamisen ulkopuolelta. Toistaiseksi tätä kehitystä on jo tapahtunut etenkin ohjelmistoteollisuudessa, missä globaalit ohjelmistoyhtiöt ovat perustaneet omia kyberturvallisuuteen erikoistuneita tiimejä. Tavoitteena heillä on huomioida kyberturvallisuus alusta alkaen ohjelmistojen suunnittelussa, vaikka itse lopputuotteena syntyvä ohjelmisto ei edustaisi kyberturvallisuusteknologiaa millään tavalla.

IT-generalistit hakevat asemaansa markkinalla

Suuret IT-palvelutalot (kuten CGI ja Tieto) ovat väistämättä kiinnostuneita kyberturvallisuusmarkkinoista sen kasvumahdollisuuksien takia, minkä takia ne voidaan nähdä yhtenä Nixun keskeisenä kilpailijaryhmänä. Näiden toimijoiden nousu markkinoilla varteenotettaviksi toimijoiksi ei kuitenkaan ole toistaiseksi onnistunut. Suuriin IT-palveluyhtiöihin on käsityksemme mukaan syntynyt vasta pieniä tiimejä, jotka ovat tyypillisesti muutamista avainhenkilöistä riippuvaisia. Pienen tiimin takia osaamisalueiden suppeus voi nousta haasteeksi. Suomessa generalisteista Nixun keskeisin kilpailija on CGI.

Yksittäisten IT-palvelutalojen tuoma kilpailupaine Nixulle kulkee käsityksemme mukaan myös jossain määrin sykleissä riippuen siitä, miten paljon nämä yhtiöt päättävät panostaa kyberturvallisuuden alueelle ja saavatko ne oikeita henkilöitä rekrytoitua. Nixulle positiivista on ollut joidenkin toimijoiden suuntaus, jossa ne ovat oman tiimin rakentamisen sijaan kiinnostuneita hankkimaan kyberturvallisuuteen liittyvän erityisosaamisen Nixulta osana omia projektitoimituksiaan (Cyber Security by Nixu -toimintamalli). Uskomme, että IT-generalistit ovat kiinnostuneita tulevaisuudessa ostamaan pienempiä erikoistuneita toimijoita päästäkseen käsiksi kyberturvapalveluiden markkinaan. Erityisesti CGI on ilmoittanut kartoittavansa aktiivisesti yritysostokohteita kyberturvamarkkinassa.

Konsulttitalot kilpailevat advisory-palveluissa

Konsulttitalot kilpailevat Nixun kanssa erityisesti neuvonantopalveluissa (25 % Nixun liikevaihdosta 2014). Kyberturvan neuvonantopalveluissa Suomessa toimivat esimerkiksi KPMG ja Deloitte. KPMG osti viime vuoden lopulla Nixun kilpailija Trusteqin. Kansainvälisestä näkökulmasta näiden toimijoiden kiinnostusta Suomen kyberturvamarkkinaan usein rajoittaa hankkeiden pieni koko ja toimintojen paikallisuus. Neuvonantopalveluihin keskittyvien konsulttitalojen heikkoutena voi olla näkemyksemme mukaan rajallinen osaaminen eri teknologioissa sekä teknologioiden toteutusprojekteissa.

Operaattorit ja jatkuvien palveluiden tarjoajat tavoittelevat massoja

Teleoperaattorit toimivat kyberturvapalveluiden markkinalla, mutta niiden toimintamalli ja kohderyhmä poikkeavat

Nixusta. Operaattorit pyrkivät tyypillisesti tuotteistamaan jatkuvia palveluita (kuten palomuurien ylläpito) ja valjastavat sen jälkeen oman myyntiverkkonsa jalkauttamaan palveluita. Operaattorit pyrkivät siten palvelemaan suuria massoja jatkuvilla palvelumalleilla. Nixulle operaattorit ovat potentiaalisia yhteistyökumppaneita korkean lisäarvon palveluiden osalta. Yhtiö tekee esimerkiksi Elisän kanssa tällaista yhteistyötä, mutta osin kilpailee Elisaa vastaan valvomopalveluissa.

Tuotteiden ja palveluiden välinen rajanveto alkaa haalistua

Kyberturvamarkkinalla rajanveto tuote- ja palveluliiketoiminnan välillä ei ole aina täysin selkeä. Tämä raja tulee näkemyksemme mukaan yhä hämärtymään johtuen tuoteyhtiöiden liiketoimintamallien transformaatiosta kohti jatkuvia palveluita ja SaaS-liiketoimintaa. Samaan aikaan kyberturvan palveluyhtiöiden liiketoimintamallit ovat muuntumassa asiantuntijaresurssien myynnistä kohti kyberturvan myyntiä jatkuvina, teknologiapohjaisina palveluina. Eri liiketoimintamallit ajautuvat tällöin tiettyssä määrin törmäyskurssille.

Esimerkkinä kehityksestä F-Securesta tuli tänä kesänä Nixun kilpailija, kun yhtiö osti nSensen. F-Securen strategia ja lähestyminen kyberturvaan on kuitenkin hyvin erilainen kuin Nixulla. F-Securen tavoitteena on käsityksemme mukaan erityisesti saada kaikista vaativimpiin tietoturvoihin keskittyvä palveluliiketoiminta rikastamaan yhtiön tuotteita, mikä taas luo F-Securelle kilpailuetua yhtiön strategian ytimessä olevaan tuoteliiiketoimintaan. Tämä on hyvin erilainen lähestymistapa markkinaa verrattuna Nixun teknologiariippumattomaan toimintamalliin. Käsityksemme mukaan on kuitenkin vielä melko harvinaista, että Nixu kilpailisi suoraan edustamiensa teknologiatoimittajien kanssa.

Konsolidaatiomyrsky pyyhkii markkinaa parhaillaan

Nixun listautumisen jälkeen konsolidaatio kyberturvapalveluiden markkinalla on ollut voimakasta. Nixu itse avasi pelin ostamalla suomalaisen noin 5 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevan Panorama Partnersin lokakuussa 2014. Joulukuussa 2014 KPMG osti samassa kokoluokassa olevan suomalaisen Trusteqin. Kesäkuussa 2015 F-Secure osti suomalais-tanskalaisen noin 7 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevan nSensen. Marraskuussa 2015 brittiläinen NCC Group osti hollantilaisen Nixun kokoluokassa olevan hollantilaisen Fox-IT:n. Tätä ennen NCC Group osti maaliskuussa 2015 jatkuvia kyberturvapalveluita tarjoavan brittiläisen Accumulin. Globaali IT-jätti CGI kertoi kesällä 2015 kartoittaneensa 85 potentiaalista yritysostokohdetta kyberturvamarkkinasta, joka on yksi yhtiön strategisia kasvualueita.

Nixun markkinat hakevat nyt voimakkaasti muotoaan, mistä osoituksena on alan viimeaikainen konsolidaatioaalto.

Osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaa. Samalla yhä useammat ja monesti kansainväliset toimijat haluavat investoida tähän markkinaa, mikä johtanut yrityskauppojen arvostustasojen rajuun nousuun. Sektoriin kohdistuva investointibuumi voi johtaa myös kilpailupaineen lisääntymiseen.

Toistaiseksi on vielä epävarmaa, tuleeko Pohjois-Eurooppaan syntymään merkittäviä, usean sadan hengen kyberturvallisuuspalveluyrityksiä. Pohjois-Amerikassa tätä kehitystä on kuitenkin jo tapahtunut ja markkinalle on noussut muutamia merkittäviä erikoistuneita toimijoita, kuten Mandiant, Accuvant ja Trustwave. Teknologia-yhtiö FireEye osti Mandiantin tammikuussa 2014. Nixulla olisi edellytykset nousta tähän asemaan, mutta yhtiön voi olla vaikea kasvaa yritysostoin, koska kohonneet arvostustasot tekevät ostokohteista Nixulle liian kalliita.

Pidämme Nixua edelleen potentiaalisena yritysostokohteena keskipitkällä aikavälillä. Yhtiö olisi houkutteleva kohde toimijalle, joka haluaa päästä kiinni Suomen kyberturvapalveluiden markkinaa. Ostaja voisi näkemyksemme mukaan olla kansainvälinen kyberturvayritys tai suuri IT-palveluyhtiö. Kävi konsolidaatiopelin seuraavassa kierroksessa miten tahansa, tarjoaa se mielestämme Nixun omistajille enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia.

Kyberturvapalveluiden yrityskauppoja

Ajankohta	Kohde	Ostaja	Arvo MEUR	Liikevaihto-kerroin	Henkilöstö
11/2015	Fox-IT	NCC Group	133	5,4	170
6/2015	nSense	F-Secure	18	2,5	70
3/2015	Accumuli	NCC Group	76	3,3	160
12/2014	Trusteq	KPMG Suomi	-	-	45
10/2014	Panorama Partners	Nixu	4	1,0	40
1/2014	Mandiant (US)	Fire-Eye	1007 (m\$)	~10x	500

Lähde: Inderes

Markkinalle tulon kynnyks on korkea, mutta..

Kyberturvapalveluiden markkinan alalle tulon kynnyks nousee jatkuvasti teknologioiden kompleksisuuden lisääntymisen ja uuden lainsäädännön myötä. Markkinalle murtautumisen edellytyksenä on osaava tiimi, minkä rakentamista vaikeuttaa kyberturvaosaajien heikko saatavuus. Luottamuspääoma on myös merkittävässä roolissa kyberturvapalveluita tarjottaessa, mikä vaikeuttaa markkinalle tuloa. Nixu on saavuttanut tiimin koon sekä palvelutarjonnan ja osaamisalueiden osalta jo vahvan markkina-aseman, mikä luo näkemyksemme mukaan yhtiölle etumatkaa kilpailijoihin nähden.

Uuden kilpailun uhka kyberturvamarkkinoilla on kynnuksesta huolimatta merkittävä, sillä toimialan kasvunäkymät tulevat vetämään investointeja puoleensa. Toimialalle tulee syntymään uusia kyberturvaan keskittyviä yrityksiä, minkä lisäksi IT-markkinan etabloituneet toimijat

tulevat perustamaan omia kyberturvaan keskittyviä tiimejä. Markkinoille pyrkivät toimijat saattavat pyrkiä haalimaan osuuksia hinta edellä, mikä voisi heikentää alan yleistä hintatasoa lyhyellä aikavälillä. Lisäksi näemme riskinä, että kyberturvan merkityksen kasvusta johtuen IT-palvelutalot tulevat tarjoamaan kyberturvaa asiakkailleen puutteellisesta osaamisesta ja resursseista huolimatta. Asiakkaan on hyvin vaikea arvioida palveluntarjoajan todellista osaamista ja palvelun arvoa, mikä voi johtaa yleisen hintatason heikentymiseen.

Nixun kannalta merkittävä kilpailullinen riski olisi myös se, että yhtiön omat työntekijät perustaisivat kilpailevaa liiketoimintaa, minkä takia yhtiölle on tärkeää ylläpitää hyvää työnantajaimagoa.

Markkinat ja kilpailu

Näkemyksemme kyberturvapalveluiden markkinan muotoutumisesta Pohjois-Euroopassa



Lähde: Inderes

Kilpailukenttä ja yrityskaupat



Lähde: Inderes

Strategia ja kilpailuedut

Nixu on listautumisensa jälkeen vuonna 2015 panostanut voimakkaasti uusiin strategiisiin kasvuhankkeisiin. Näitä hankkeita ovat kansainvälistyminen, skaalautuvat palvelumallit sekä kyberuhkaosaamisen kehittäminen. Yhtiö on jo saavuttanut Suomessa vahvan markkina-aseman, jonka päälle on mielestämme hyvä rakentaa tulevaa kasvua. Pidämme erityisesti skaalautuvien, yhtiön omiin teknologioihin pohjautuvien jatkuvien palvelumallien rakentamista keskeisenä tekijänä yhtiön pitkän aikavälin kilpailuedun ja kannattavuuden turvaamisessa, sillä pelkkään asiantuntijaresurssien myyntiin nojaava liiketoimintamalli tulisi kohtaamaan kiristyvää kilpailua. Lisäksi kasvun jatkaminen Nixulle kotimaassa käy haastavaksi yhtiön saavutettua jo vahva markkina-asema, minkä takia yhtiö tulee laajentumaan kansainvälisesti. Kansainvälistyminen ja uusiin palvelumalleihin investoiminen lisäävät riskitasoa Nixussa sijoituskohteena, sillä hankkeet ovat vasta alkutekijöissä eikä yhtiöllä ei ole vielä näyttöjä niissä onnistumisesta. Sektorin yrityskauppojen arvostustasojen nousu tulee näkemyksemme mukaan lisäksi vaikeuttaman Nixun yritysostovetoisen strategian toteutusta.

Strategia

Strategiset tavoitteet

Nixu on käynyt vuosien 2006-2013 aikana läpi strategisen muutosprosessin, jossa yhtiö on fokusoitunut kyberturvallisuuspalveluihin ja irtautunut muista liiketoiminnoista. Samalla organisaatio on muokattu vastaamaan uutta strategiaa. Tämä on luonut edellytykset yhtiön kasvun kiihdyttämiseksi sekä 2014 lopussa toteutetulle First North -listaukselle. Yhtiön keskeisiä strategisia kehityshankkeita ovat kansainvälistyminen, skaalautuvien palveluiden kehitys ja kyberuhkaosaamisen kehittäminen.

Nixun keskeisenä strategisena tavoitteena on laajentaa yhtiön markkinaläsnäoloa uusiin asiakassegmentteihin sekä maantieteellisiin markkinoihin. Yhtiö pyrkii erottumaan kilpailussa sekä kasvamaan markkinaa nopeammin vahvistamalla asemiaan etenkin digitaalisen liiketoiminnan sekä teollisen internetin kyberturvavaratkaisuihin. Maantieteellistä läsnäoloa vahvistetaan Suomessa arviomme mukaan etenkin orgaanisen kasvun kautta ja ulkomailta yritysostojen kautta. Palvelutarjonnan osalta kasvua ja kilpailuetua haetaan rakentamalla omaan teknologian perustuvia skaalautuvia palvelumalleja.

Käsityksemme mukaan Nixu pyrkii tulevien vuosien aikana rakentamaan Suomen kotimarkkinasta reilun 200 asiantuntijan kokoisen toimintojen ydinkeskuksen, minkä ohella toimintaa lähdetään laajentamaan uusiin Pohjois-Euroopan maihin. Tältä osin päänavaus Hollantiin on jo tehty. Uudet maat toimisivat kohtuullisen itsenäisesti ja liiketoiminnalliset synergiat maiden välillä syntyisivät monistettavista palvelu- ja teknologiakonsepteista sekä maaorganisaatioiden kyvystä hyödyntämään Suomen keskusorganisaation laajaa osaamista ja resursseja.

Yhtiön strategisena tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä saavuttaa keskimäärin yli 15 %:n vuosikasvu ja yli 10 %:n käyttökatte-%.

Strateginen kehityshanke 1: kansainvälistyminen

Orgaaninen laajentuminen uusiin toimintamaihin on näkemyksemme mukaan vaikeaa Nixun kaltaisissa korkeaa luottamusta edellyttävissä asiantuntijapalveluissa. Yhtiön liiketoimintamalli edellyttää tyypillisesti paikallista läsnäoloa lähellä asiakasta, minkä takia palveluiden laajamittainen tuottaminen Suomesta käsin on vaikeaa. Näemme siten orgaanisen laajentumisen uusiin toimintamaihin vaikeana ja hitaana prosessina, vaikka se tulee olemaankin osa Nixun strategiaa.

Nixu teki päänavauksen kansainvälistymiseen lokakuussa 2015, kun yhtiö ilmoitti avaavansa toimiston Hollantiin. Yhtiö arvioi Hollannin yksikön henkilöstön olevan muutaman vuoden sisällä joitain kymmeniä. Nixun mukaan Hollanti on kehittynyt ja kilpailtu markkina, mutta vastaavaa tuotteistettua, kokonaisvaltaista yritysten kyberturvakumppania ei maassa tällä hetkellä ole tarjolla. Pidämme mahdollisena, että yhtiö kartoittaa toimiston avaamisen lisäksi pieniä yritysostokohteita Hollannista saadakseen vahvempaa jalansijaa maassa.

Käsityksemme mukaan Nixu kartoittaa aktiivisesti yrityskauppakohteita myös muualla Pohjois-Euroopan alueella. Haasteena yrityskaupoilla laajentumisessa tulee olemaan näkemyksemme mukaan sektorin arvostustasojen kohoaminen, mikä tekee yrityskauppavetoisesta kasvusta liian kallista. Yrityskauppojen kohteet tulevat todennäköisesti siten olemaan pieniä muutaman kymmenen hengen tiimejä, joihin kohdistuvissa yrityskaupoissa arvostustasot ovat tyypillisesti maltillisempia. Haasteena yrityskauppavetoisessa kasvussa on ostettavan yrityksen henkilöstön sitouttaminen.

Panorama Partners -yrityskauppa oli onnistunut liike

Nixu kertoi lokakuussa 2014 ostaneensa kilpailijansa Panorama Partners Oy:n. Kaupalla oli mielestämme hyvä

yhteensopivuus Nixun strategiaan. Panorama Partners on erikoistunut identiteetin- ja pääsynhallinnan ratkaisuihin - etenkin pankki- ja vakuutussektorilla. Tämän sektorin kasvunäkymät ovat hyvät, koska sähköinen kauppa ja verkkoasiointi edellyttävät luotettavaa käyttäjätunnistusta. Etenkin verkkokaupan kasvu ajaa tämän alueen kasvua.

Panorama oli kasvanut kannattavasti ja lähes tuplannut kokonsa vuoden 2009 jälkeen. Yhtiön liikevaihto vuonna 2013 oli 3,9 miljoonaa euroa ja liikevoitto 0,7 miljoonaa euroa. Yrityskaupan kauppahinta oli arviomme mukaan noin 4 miljoonaa euroa, mikä vastaa yhtiön kasvu ja kannattavuus huomioiden kohtuullista 5,6x EV/EBITA-kerrointa ja 1,0x EV/Liikevaihto-kerrointa vuoden 2013 luvuista laskettuna. Yhtiön mukaan integraatioprosessi Panorama Partnersin kanssa saatettiin päätökseen onnistuneesti alkuvuonna 2015. Panorama-yrityskauppaa voidaan pitää erittäin onnistuneena, sillä Nixu maksoi yhtiön strategian kannalta tärkeästä yrityskaupasta hyvin kohtuullisen arvostuksen. Kyberturvasektorilta tuskin löytää näillä arvostustasoilla enää tänä päivänä ostettavaa.

Panorama Partnersin avainlukuja

	2011	2012	2013	2014H1
Liikevaihto	2.71	3.38	3.94	2.3
Kasvu-%	13 %	25 %	17 %	-
Liikevoitto	0.40	0.68	0.70	0.37
Liikevoitto-%	14.9 %	20.2 %	18.0 %	15.8 %

Lähde: Suomen Asiakastieto (2011-2013), Nixu (2014H1)

Strateginen kehityshanke 2: omaan teknologiaan pohjautuvat palvelumallit

Nixun jatkuviin palveluihin panostavan strategian ytimessä ovat kyberturvan valvomopalvelut, joita tukemaan yhtiö kehittää myös omia teknologioita. Nixu kertoi elokuussa 2015 avaavansa oman Cyber Defence Center - valvomopalvelun. Valvomopalveluiden markkina on tämän jälkeen lähtenyt nopeasti muotoutumaan Suomeen, sillä loppuvuoden aikana myös Elisa ja CGI ovat kertoneet avaavansa kyberturvakeskuksen. Lisäksi markkinalla Suomessa toimii Soneran omistama Cygate. CGI on suurista toimijoista Suomessa Nixun yksi keskeisiä kilpailijoita ja CGI:n globaali läsnäolo tarjoaa yhtiölle kilpailuetua kansainvälisissä asiakkuuksissa. Emme näe Elisaa ja Soneraa oleellisena kilpailu-uhkana Nixulle, sillä teleoperaattorin lähestymiskulma ja kohderyhmä ovat erilaiset, kuin kyberturvapalveluihin erikoistuneella Nixulla.

Liiketoimintamallina valvomoliiketoiminta edellyttää Nixulta etupainotteisia investointeja, mutta se tuo skaalautuvuutta ja jatkuvuutta, kun riittävä asiakasmäärä saavutetaan. Lisäksi valvomo toimii tärkeänä projektien ”sisäänheittäjänä”, sillä valvomon havaitsemien tietomurtojen selvittäminen edellyttää usein erikseen laskutettavien asiantuntijapalveluiden käyttöä.

Valvomopalveluita tukemaan Nixu kehittää parhaillaan omia teknologioita. Nixu ei siis kehittä omia kyberturvan ohjelmistotuotteita, vaan yhtiön tavoitteena on rakentaa omaa teknologiaa, joka mahdollistaa kyberturvan havainnointi- ja valvomopalveluiden tarjoamisen useita eri kolmansien osapuolien teknologioita yhdistävänä jatkuvana palveluna. Käsityksemme mukaan ensimmäiset pilottiasiakkuudet tälle palvelumallille ovat jo käynnissä.

Nixun hollantilainen kilpailija Fox-IT julkaisi huhtikuussa 2015 vastaavan oman teknologia-alustan (Cyber Threat Management Platform) ja markkina teknologiapohjaisille jatkuville kyberuhkapalveluille on parhaillaan muotoutumassa maailmalle. Kyberuhkien valvomopalveluissa Nixun haasteeksi kilpailussa suurimmista globaaleista asiakkaista voi mielestämme muodostua yhtiön rajallinen mittakaava, sillä yhtiön suuremmat globaalisti toimivat kilpailijat pystyvät tarjoamaan jatkuvia valvomopalveluita globaalisti 24/7 SOC (Security Operations Center) -keskuksistaan.

Sijoittajan kannalta on oleellista huomioida, että omien palveluteknologioiden kehitys sekä etupainotteiset investoinnit valvomopalveluihin rasittavat Nixun kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, sillä yhtiö ei aktivoi kehitysmenoja. Valvomopalveluiden nousu kannattavaksi edellyttää lisäksi tietyn kriittisen asiakasmassan saavuttamista, mikä voi kestää odotettua pidempään tai epäonnistua. Riskeistä huolimatta yhtiön kestävä kilpailuedun kannalta nämä ovat kuitenkin tärkeitä investointeja.

Strateginen kehityshanke 3: Kyberuhkaosaamisen kehittäminen

Laaja-alainen kyberuhkaosaaminen ja sen jatkuva kehittäminen on Nixun liiketoiminnassa tärkeää, sillä kyberuhkilta suojautumisessa kokonaisuuksien hallinta on asiakkaan kannalta kriittisessä asemassa. Vertailukuvana alalla monille asiakkaille tyypillistä on käyttäytyminen, jossa rakennetaan etuoveksi paksu panssariovi, mutta unohdetaan samalla lukita ikkunat. Yhteen kyberturvateknologiaan erikoistuneet toimijat (panssariovien toimittajat) eivät siis välttämättä pysty toimittamaan asiakkaan kyberturvan kokonaisuuden kannalta riittävää suojaustasoa. Siten markkinalla pitäisi olla luontainen tarve Nixun kaltaiselle teknologiariippumattomalle toimittajalle, joka ymmärtää kokonaisuuden ja pystyy yhdistämään asiakkaan tarvitsemaan suojaustasoon tarvittavat teknologiat. Yhtiön strategian onnistumisen kannalta on kriittistä saada ylläpidettyä tätä imagoa ja rekrytoitua alan parhaita osaajia.

Kilpailuedut

Markkina-asema tuo etumatkaa

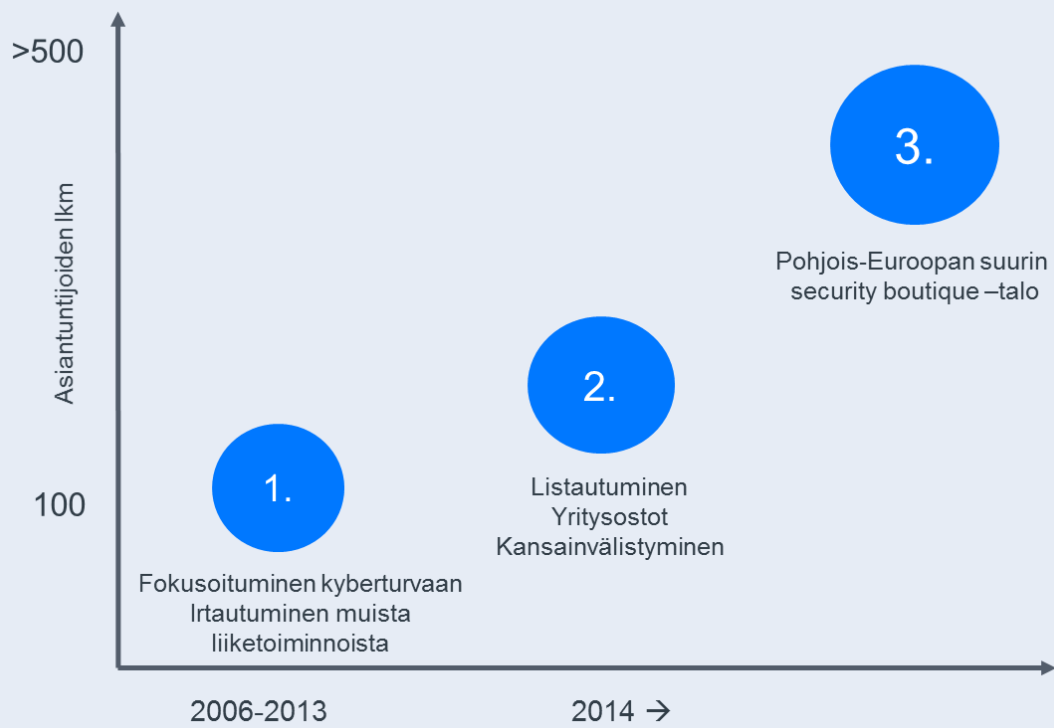
Nixun strategiaa tukevat kilpailuedut ovat näkemyksemme mukaan yhtiön vahva brändi ja asiakkuudet Suomessa, fokuoituminen kyberturvallisuuspalveluihin, pienen erikoistuneen toimijan ketteryys, laaja palveluvalikoima ja skaalaedut pienempiin toimijoihin verrattuna sekä yhtiön omat tuotteet (tuotteistetut menetelmät ja konseptit). Korostamme erityisesti yhtiön uniikkia asemaa Suomen markkinalla ainoana merkittävänä kyberturvaan erikoistuneena IT-talona, sillä konsolidaation aallot ovat viimeisen vuoden aikana huuhtoneet lähimmät Nixun kaltaiset toimijat pois.

Brändin merkitys korostuu

Kyberturvamarkkina on vielä hyvin varhaisessa vaiheessa ja keskimäärin organisaatioiden päättäjät eivät välttämättä tiedä minkä toimijan puoleen kääntyä kyberturvaan liittyvissä kysymyksissä. Tästä johtuen vahvan brändin luominen kilpailuetuna tulee korostumaan kyberturva-asioiden noustessa yhä voimakkaammin pinnalle. Näkemyksemme mukaan brändin tuoma hinnoitteluvoima on kyberturvapalveluissa oleellisesti korkeampi kuin perinteisesti IT-palveluissa. Lisäksi toimialalla asiakassuhteet ovat perinteisiä projektityyppisiä IT-palveluita sementoidumpia luottamussiteistä johtuen.

Strategia

Yhtiön strategian eri vaiheet näkemyksemme mukaan



Lähde: Inderes

Nixun strategiset hankkeet ja tavoitteet



Lähde: Nixu

Taloudellinen tilanne

Nixun taloudellinen kehitys on vuosina 2011-2013 oli melko vaatimatonta, mikä johtui yhtiön ydinliiketoimintojen ulkopuolelle kuuluvien liiketoimintojen heikosta kehityksestä. Samaan aikaan kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden pitkän aikavälin kasvukehitys niin Nixun kuin Panorama Partnersin osalta on ollut kuitenkin vakuuttavaa. Lisäksi vuonna 2014 yhtiö teki vahvan kasvun (12,5 %) ja tuloksen (EBITDA 13,3 %) pro-forma lukujen perusteella. Vuoden 2015 aikana Nixun kasvu- ja tuloskehitys on vastaavasti jäänyt selvästi odotuksiamme heikommaksi, mikä on johtunut tiettyjen asiakasriskien realisoitumisesta sekä kasvuinvestointeihin liittyvistä kuluista. Pidämme asiakasriskien vaikutusta tilapäisenä, mutta kasvuinvestointien kannattavuutta rasittava vaikutus jatkuu arviomme mukaan ensi vuoteen. Yhtiön rahoitusasema on hyvä ja liiketoiminnan rahavirta tervettä, mikä antaa edellytykset kasvustrategian edellyttämien investointien toteutukseen.

Historiallinen kehitys

Liiketoimintojen karsiminen painoi kehitystä ennen listautumista

Nixu teki vahvan tuloksen vuonna 2011, mutta tämän jälkeen pääasiassa ydinliiketoimintojen ulkopuolelle kuuluvien liiketoimintojen kehitys on painanut yhtiön taloudellista kehitystä.

Vuonna 2011 Nixu-konsernin liikevaihto oli 13,4 miljoonaa euroa ja kasvoi 25 %. Yhtiön käyttökate oli hyvällä 13,7 % tasolla. Vuonna 2012 yhtiön liikevaihdon kasvu kuitenkin pysähtyi ja vuonna 2013 liikevaihto laski 11 %. Samalla yhtiön käyttökate putosi välttävälle tasolle (2012: 6,6 %, 2013: 4,6 %). Taustalla oli etenkin ei-kyberturvallisuuteen liittyvien liiketoimintojen lopettamiset sekä Nokian MeeGo-projektin alasajo. Tämän takia yhtiö joutui sopeuttamaan henkilöstönsä määrää vuodenvaihteessa 2012-2013. Kannattavuutta 2013 painoi myös konsernista viime vuonna eriytetyn Nixu Softwaren tappiollisuus.

Vaikka Nixun kasvu näyttää vaatimattomalta, on kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden osalta kasvu ollut vahvaa vuotta 2013 lukuun ottamatta. Yhtiön mukaan sen kyberturvallisuuteen liittyvät palvelut ovat vuoden 2010 jälkeen kasvaneet 6,0 miljoonasta eurosta 9,8 miljoonaan euroon vuonna 2013. Kasvu kuitenkin pysähtyi vuonna 2013 Nokian MeeGo-projektiin liittyvän tietoturvallisen ohjelmistokehityksen päättymisestä johtuen. Vastaavasti Panorama Partnersin liikevaihto kasvoi 2,4 miljoonasta eurosta 3,9 miljoonaan euroon vuosina 2010-2013. Nixun kyberturvallisuuspalvelut ovat kasvaneet keskimäärin 27 % vuosittain vuosina 2006-2013 ja Panorama Partnersin keskimäärin 29 %.

Vuonna 2014 Nixun pro-forma liikevaihto (sisältäen Panorama Partnersin ja ilman Nixu Softwarea) kasvoi 12,5 % ja oli 17 MEUR ja käyttökate oli 13,3 % ja 2,3 MEUR.

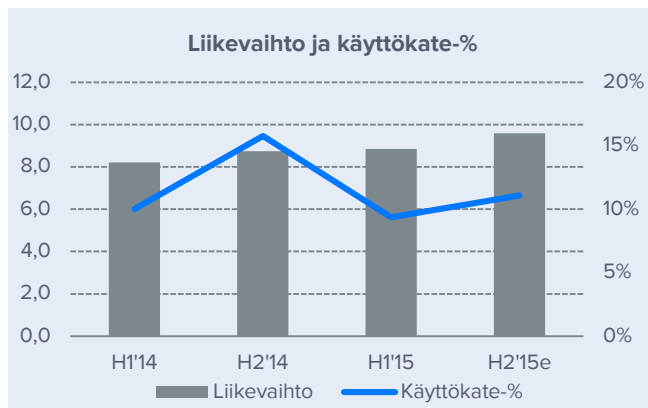
Kannattavuuskehitys jäänyt odotuksista 2015

Nixu raportoi listautumisensa jälkeen erittäin vahvan H2'14 tuloksen. Orgaaninen kasvu oli peräti 32 % ja käyttökate-% 15,0 %. Erittäin vahvan vuoden 2014 toisen puoliskon jälkeen yhtiön tuloskehitys on kuitenkin jäänyt odotuksiamme heikommaksi vuoden 2015 aikana.

Nixun H1'15-liikevaihto kasvoi 8 % ja oli 8,8 MEUR, mikä jäi selvästi 9,6 MEUR:n ennusteestamme. Käyttökate oli H1:llä 0,8 MEUR ja 9,4 % liikevaihdosta, kun vertailukaudella (pro-forma) luvut olivat 0,9 MEUR ja 11,2 %. Ennusteemme käyttökateelle oli 1,3 MEUR ja 13,8 %. Nixu on tämän raportin kirjoitushetkellä raportoinut myös Q3'15:ltä liikevaihtonsa, joka oli 3,4 MEUR. Yleisesti kasvukehitys tammi-syyskuun osalta on ollut meille pettymys.

Vuoden 2015 odotuksiamme heikomman kasvu- ja tuloskehityksen taustalla on ollut näkemysmme mukaan kaksi tekijää. Ensiksi, yhtiö on kärsinyt usean yksittäisen suuren asiakkuuden tilausten loppumisesta tai suurten projektien päättymisestä, mitä ei ole saatu paikattua uusiasiakasmyyntillä. Yksittäisistä asiakkaista riippuvuuteen liittyvä riski on siis realisoitunut tämän vuoden aikana melko isosti. Tämä on johtanut alempiin käyttöasteisiin heikentäen kannattavuutta. Toiseksi, yhtiö kertoi kasvuhankkeisiin liittyvien investointien rasittaneen H1:n aikana tulosta yli 0,2 MEUR:illa. Ilman tätä erää H1'15 käyttökate-% olisi ollut hyvällä tasolla (noin 12 %). Nämä investoinnit tulevat kuitenkin jatkumaan, joten niiden tulosta rasittava vaikutus näkyy arviomme mukaan myös läpi ensi vuoden.

Tuloskehitys 2014-2015e puolivuositain



Lähde: Inderes. 2014=pro-forma luvut

Tase ja rahoitusasema

Vahva tase

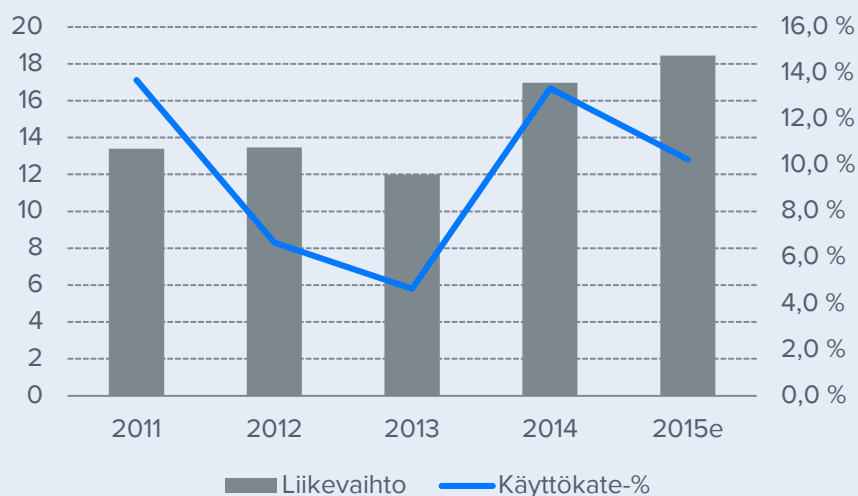
Nixun omavaraisuusaste 30.6.2015 oli 50,5 % ja nettovelkaantumisaste -14,8 %. Yhtiön likvidit varat H1'15:n lopussa olivat 4,7 MEUR, mikä antaa yhtiölle hyvät edellytykset pienten yrityskauppojen ja kasvuinvestointien tekemiseen. Yhtiön rahoitusasemaa tukee myös kannattavan liiketoiminnan tuoma vakaa rahavirta. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö tulee hyödyntämään omaa osakettaan mahdollisten tulevien yrityskauppojen toteutukseen. Yhtiöllä on Panorama Partners -yrityskauppaan liittyvää velkaa taseessaan jäljellä 3,8 MEUR.

Yhtiö poistaa liikearvoa FAS-kirjanpidon mukaan

Nixulla on taseessaan Panorama Partners -yrityskaupan johdosta 3,4 miljoonaa euroa liikearvoa (H1'15), jota yhtiö poistaa noin 0,8 MEUR vuodessa. Liikearvon syntyminen yrityskaupoissa on normaalia asiantuntijaliiketoiminnassa. Sijoittajien on tärkeää huomata, että muista pörssiyhtiöistä poiketen Nixu on FAS-kirjanpidon piirissä. Tämän johdosta yhtiö poistaa liikearvoa taseestaan tasaisesti, kun muilla pörssiyhtiöillä liikearvoja testataan alaskirjausten varalta vähintään kerran vuodessa ja liikearvoa poistetaan tarvittaessa kertaluonteisesti ja käytännössä äärimmäisen harvoin. Nixulla liikearvojen tasaiset poistot heikentävät yhtiön tuloksen vertailukelpoisuutta muita pörssiyhtiöihin nähden. Tämän johdosta kehotamme seuraamaan yhtiön tuloskehityksessä ensisijaisesti käyttökateä (EBITDA), liikevoittoa ennen liikearvopoistoja (EBITA) sekä oikaistua osakekohtaista tulosta.

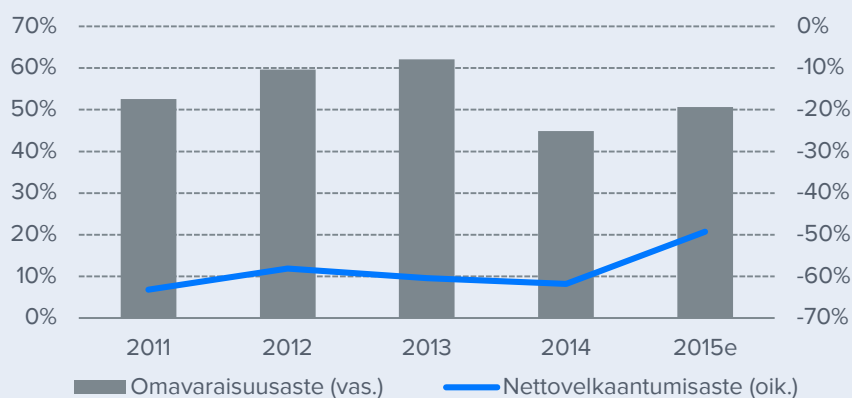
Taloudellinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Nixu, ennuste Inderes. 2014=pro-forma luvut

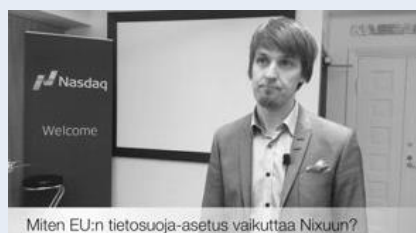
Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Nixu, ennuste Inderes

Johdon videohaastattelut tulosten jälkeen (pörssikanava.fi)

H2'14 tulos 26.02.2015



H1'15-tulos 17.8.2015



Ennusteet ja arvostus

Nixun tuloskehitystä painavat yhtiön panostukset strategisiin kehityshankkeisiin ainakin tämän ja ensi vuoden ajan. Siten yhtiön kannattavuus tulee jäämään potentiaalistaan myös vuonna 2016. Näemme riskin, että markkinan kilpailupaine tulee lisääntymään perinteisissä neuvonantopalveluissa, minkä takia Nixun panostukset omaan teknologiaan pohjautuvien palvelumallien kehitykseen ovat välttämättömiä yhtiön pitkän aikavälin kilpailuetujen turvaamiseen. Nixun osake on hieman alemmalla tasolla kuin yhtiön listautuessa. Osakkeen arvostus on mielestämme tulos pohjaisesti maltillinen (2016e EV/EBIT 9,9x) ja räikeästi alihinnoiteltu suhteessa toimialan viimeisimpien yrityskauppojen arvostuksiin. Mielestämme nykyinen osakekurssi hinnoittelee Nixulle yhtiön strategian epäonnistumista eikä osakekurssi huomioi kyberturvamarkkinan kasvunäkymiä. Näkemyksemme mukaan toimialan kiihtynyt konsolidiaatiokehitys tulee vaikeuttamaan Nixun yritysostostrategiaa ja samalla se on tehnyt Nixusta itsestään potentiaalisen yritysostokohteen.

Ennusteet

2015-2016 ennusteet

Nixu on ohjeistanut H1'15-raportissaan sen vuoden 2015 liikevaihdon olevan 18-19,5 MEUR (alkuperäinen ohjeistus: 18,0-20,0 MEUR). Lisäksi yhtiö on kertonut sen keskipitkän aikavälin tavoitteena olevan edelleen yli 15 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja yli 10 % käyttökatetaso. Yhtiön kasvu ja kannattavuus tulevat jäämään tänä vuonna yhtiön todellisen potentiaalini johtuen aiemmin mainituista asiakasriskien realisoitumisista sekä kasvuhankkeisiin liittyvistä kuluista.

Yhtiö on jo raportoinut Q1-Q3'15 liikevaihtonsa, minkä pohjalta Q4-liikevaihdon pitäisi olla siis 5,8-7,3 MEUR:n haarukassa. Arvioimme nyt H2'15 liikevaihdon olevan 9,6 MEUR (H2'14: 8,7 MEUR) ja käyttökatteen 1,06 MEUR (H2'14: 1,4 MEUR). Koko vuoden liikevaihtoennusteemme osuu ohjeistushaarukan alalaitaan 18,4 MEUR:oon.

Kausiluonteisesti Q4 tulee olemaan yhtiön myynnin kannalta vuoden tärkein neljännes. Nixun H2'15 tulos tulee jäämään erittäin vahvaa vertailukautta heikommaksi (pro-forma EBITDA H2'14: 1,34 MEUR), sillä strategisiin kasvuhankkeisiin liittyvät panostukset kasvattavat yhtiön kulutasoa.

Käyttökate-% säilyy silti ennusteessamme kohtalaisella yli 10 %:n tasolla vuodelle 2015 (2014 pro-forma 13 %).

Osakekohtainen tulos vuodelle 2015 ilman liikearvopoistoja on ennusteessamme 0,22 euroa (2014 pro-forma 0,28 EUR).

Osingon arvioimme pysyvän edellisvuoden tasolla 0,08 eurossa.

Vuonna 2016 arvioimme Nixun liikevaihdon kasvun kiihtyvän 12 %:iin (2015e: 9 %), johtuen markkinan suotuisan kysyntätilanteen jatkumisesta sekä yksittäisistä asiakkaista johtuvan heilunnan tasaantumisen. Investoinnit strategisiin hankkeisiin tulevat rasittamaan yhtiön kannattavuutta, mutta arvioimme käyttökatte-%:n nousevan hieman 11,8 %:iin (2015e: 10,3 %). 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. Osakekohtainen tulos ilman liikearvopoistoja on ennusteessamme 0,29 euroa vuodelle 2016.

Pitkän aikavälin ennusteet

Nixun kannattavuus ei tule arviomme 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, sillä kyberturvan vahvan kysynnän ja liiketoiminnan korkean asiantuntijatason pitäisi mahdollistaa preemiohinnoittelu perinteisiin IT-palveluyhtiöihin nähden, jotka yltyvät keskimäärin hieman alle 10 %:n käyttökatetasoille (listatut verrokkit).

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 käyttökatteen nousevan noin 14 %:n tasolle vuonna 2018 vuoden 2015 noin 10 %:sta. Mikäli yhtiö onnistuu skaalautuvien palvelumallien strategiassaan, on sillä näkemyksemme mukaan edellytykset korkeampaankin kannattavuustasoon.

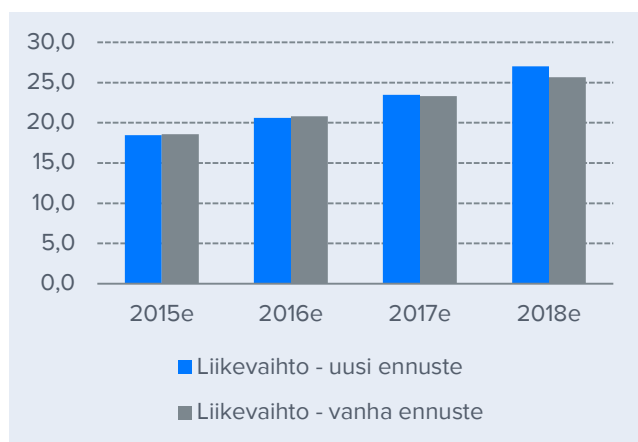
Ennustemuutokset seurannan aloituksen jälkeen

Nixun liiketoiminta kokonaisuutena on kehittynyt melko hyvin linjassa odotuksiimme nähden verrattuna vuosi sitten julkaistuun seurannan aloitusraporttiin. Toteutunut tuloskehitys viimeisen 12 kuukauden ajalta on myös ollut

linjassa alkuperäisiin odotuksiimme, sillä H1'14 oli selvästi odotuksiamme parempi, mutta vastaavasti H1'15 odotuksia heikompi.

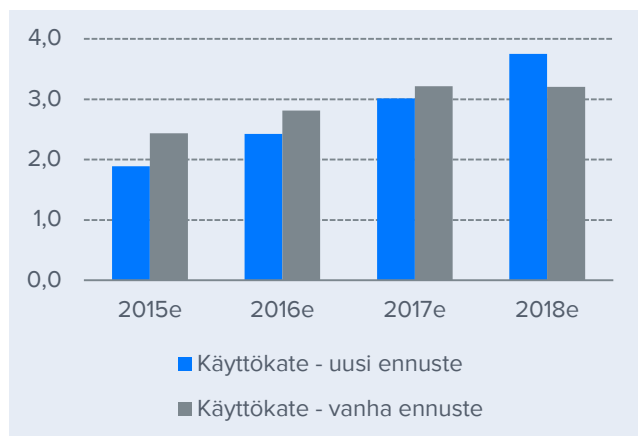
Pitkän aikavälin liikevaihtoennusteemme ovat samalla tasolla kuin vuosi sitten. Vuoden 2018 ennusteemme on hieman kohonnut, mikä heijastelee kasvuodotuksia uusiin laajentumishankkeisiin liittyen. Vastaavasti tulosennusteemme lähivuosille ovat hieman laskeneet vuoden takaisesta, johtuen investointien edellyttämistä etupainotteisista kuluista. Tämä on vastaavasti ennustemallissa heijastunut positiivisesti pitkän aikavälin kannattavuusennusteisiin.

Liikevaihtoennusteiden muutos viimeisen vuoden aikana



Lähde: Inderes

Käyttökate-ennusteiden muutos viimeisen vuoden aikana



Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostusta ohjaavat tekijät

Nixun osakekurssi on nyt lähes samalla tasolla kuin yhtiön listautuessa vuonna 2014. Osakkeen näinkin heikko kehitys yleistä markkinaa vastaan on ollut yllättävää. Osakekurssi ei ole esimerkiksi reagoinut millään tavalla toimialalla tapahtuneisiin yrityskauppoihin ja niiden arvostustasojen rajuun kohoamiseen. Vastaavasti osake on mielestämme ylireagoinut yhtiön odotuksia heikompaan liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen tämän vuoden aikana.

Nixu toimii pääasiassa asiantuntijaliiketoiminnassa, jonka skaalautuvuus on rajallista. Samaan aikaan yhtiön strateginen liiketoimintamallin siirtymä kohti omiin teknologioihin pohjautuvia skaalautuvampia palvelumalleja on vasta alkuvaiheessa. Yhtiön arvostusta ei voida siten verrata suoraan kyberturvan tuotetaloihin eikä toisaalta myöskään puhtaisiin konsulttiliiketoimintoihin tai IT-perinteisiin palvelutaloihin.

Näkemyksemme mukaan Nixun korkeampaa arvostusta suhteessa perinteisiin IT-palvelutaloihin tukevat seuraavat tekijät:

- Nixu toimii yhdellä IT-markkinan kuumimmista ja nopeimmin kasvavista toimialoista.
- Yhtiön toimiala on defensiivinen eikä kärsi oleellisesti nykyisestä heikosta taloustilanteesta, mikä pienentää mielestämme liiketoiminnan riskitasoa.
- Yhtiöllä on kotimarkkinalla vahva markkina-asema sekä selkeää brändin tuomaa kilpailuetua ja hinnoitteluvoimaa, minkä tulisi mahdollistaa alan keskimääräistä korkeampi kannattavuus. Onnistuminen skaalautuvissa palvelumalleissa tukisi tätä edelleen.
- Toimialan kiihtynyt konsolidaatiokehitys on tehnyt Nixusta entistäkin potentiaalisemman yritysostokohteen.

Vastaavasti yhtiön arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan yhtiön pienestä koosta johtuva korkeampi riskitaso sekä suhteellisen heikko ja rajallinen kannattavuuden track-record viime vuosilta.

Keskeiset riskit

Normaalien liiketoimintarisikien lisäksi Nixuun liittyvät näkemyksemme mukaan seuraavat riskitekijät:

- Kyberturvamarkkinan kilpailupaine voi lisääntyä yhä useampien toimijoiden pyrkiessä markkinalle, mikä heikentäisi palveluiden hintatasoa. Koska asiakkaiden on vaikea arvioida eroja palveluntarjoajien laadussa, markkinalle saattaa

syntyä hintahäiriköitä, jotka tarjoavat kyberuhkaosaamista puutteellisella osaamisella.

- Kansainvälinen kilpailu markkinalla tulee todennäköisesti lisääntymään. Globaaleilla toimijoilla voi olla kilpailuetu Nixuun nähden kilpailtaessa suurimmista kansainvälisistä asiakkaista.
- Uudet innovatiiviset toimijat saattavat disruptoida Nixun palveluiden markkinoita. Näistä esimerkkinä yhdysvaltalainen HackerOne, joka hyödyntää crowdsourcingia haavoittuvuuksien etsintään.
- Nixun kansainvälistyminen ja siihen liittyvät yritysostot voivat epäonnistua. Yhtiöllä ei ole aiempia näyttöjä yritysostoista ulkomailla. Orgaaninen laajentuminen ulkomaille on hidasta ja edellyttää yhtiöltä etupainotteisia investointeja.
- Yhtiö voi epäonnistua omien teknologiapohjaisten palvelumallien kehityksessä. Nixun uudet jatkuvat, skaalautuvat palvelumallit edellyttävät riittävää asiakasmäärää ollakseen yhtiölle kannattavia.

Arvostustaso

Tarkastelemme Nixun arvostusta lähivuosien tulosennusteeseemme pohjautuen huomioiden kuitenkin samalla, että yhtiön kannattavuus ei tule saavuttamaan täyttä potentiaaliaan. Huomioiden toimialan yrityskauppojen arvostustasot, myös EV/liikevaihto -kerroin antaa selkeää tukea Nixun arvostukselle.

Vuoden 2016 ennusteellamme Nixun liikearvopoistoista oikaistu P/E on 15,5x, vastaava EV/EBIT 9,9x ja EV/EBITDA 9,5x. Huomautamme, että 2016 ennusteemme olettaa yhtiöltä vuoden 2014 pro-forma lukujen tasoista tulosta. Mielestämme arvostuskertoimet ovat hyvin maltillisia eivätkä ne hinnoitele yhtiön juurikaan tuloskasvuodotuksia. Nixun osakkeen arvostuskertoimissa ei ole myöskään havaittavissa minkäänlaista ”kyber-lisää” toisin kuin yhtiön kansainvälisissä verrokeissa. Lisäksi näkemyksemme mukaan nykyinen arvostus perustuu Nixun hinnoitteluun puhtaana palveluliiketoimintana, eikä markkina vielä anna lainkaan painoarvoa yhtiön skaalautuville palvelumalleille.

Nixun EV/Liikevaihto -kerroin tälle vuodelle on 1,3x, mikä heijastelee mielestämme myös maltillista arvostusta. Yhtiön läheinen kilpailija nSense myytiin kesällä yrityskaupassa 2,5x liikevaihtokertoimella. Vastaavasti ”hollannin Nixu” Fox-IT vaihtoi kuukausi sitten omistajaa 5,4x kertoimella. Näiden yrityskauppojen valossa voidaan jopa hieman ihmetellä, miten Nixu voi nykyisellä arvostustasollaan olla vielä itsenäisenä yhtiönä pörssissä.

Vertailuryhmä

Olemme valinneet Nixun vertailuryhmään Pohjoismaisia IT-palvelusektorilla toimivia yhtiöitä, jotka ovat kasvuprofiililtaan kuitenkin melko erilaisia yhtiöitä kuin Nixu. Suoraa verrokkia on vaikea löytää, mutta yhtiön lähin verrokki vertailuryhmässä on brittiläinen NCC Group.

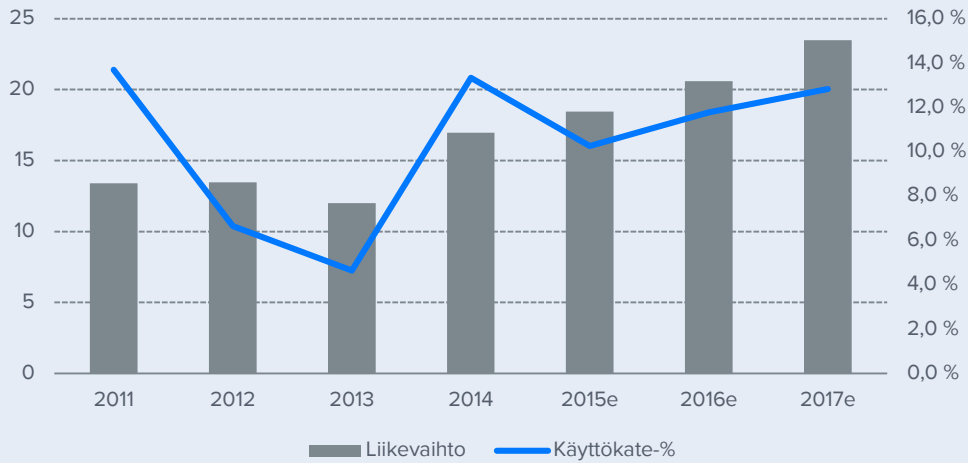
Nixun osake on EV/EBIT (ilman liikearvopoistoja) -kertoimen valossa noin 10 % verokkiryhmään nähden alihinnoiteltu. EV/EBITDA-kertoimella osake on vastaavan verran verrokkejaan korkeammin hinnoiteltu. Mielestämme perinteisen IT-palvelusektorin tasolla olevat Nixun arvostuskertoimet heijastelevat osakkeen alihinnoittelua. NCC Groupiin nähden osake on rajusti alihinnoiteltu.

DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo Nixun osakkeelle on 5,1 euroa. Malli olettaa yhtiön kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 10 %:n vauhtia sekä saavuttavan noin 10-11 %:n liikevoiton. Ikuisuusoletukseen tultaessa kannattavuusoletus laskee, jotta sen painoarvo ei nouse liian korkeaksi. Ikuisuusoletuksen painoarvo mallissa on hieman yli puolet. Käytetty tuottovaatimus (WACC) on 8,2 %, oman pääoman tuottovaatimus 9,3 % ja kasvun ikuisuusoletus 2,0 %. Korostamme DCF-mallin olevan herkkä keskeisille oletuksille.

Tulosennuste ja arvostus

Tulosennuste



Lähde: Inderes, 2014=pro-forma -luvut

Vertailuryhmä

Yhtiö	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
Innofactor	14,4	11,4	9,9	7,8	0,8	0,8	15,9	12,6		
Affecto	9,7	6,8	8,4	6,1	0,6	0,6	8,4	8,2	5,8	6,8
Cybercom Group	21,0	8,3	7,5	5,8	0,4	0,4	15,0	10,3	1,0	3,0
Digja	20,0	16,9	14,7	13,1	1,5	1,4	24,6	21,5	1,1	1,5
Enea	15,0	14,2	12,7	12,3	3,3	3,0	20,1	19,0	3,8	4,2
HiQ International	13,5	11,9	12,8	11,5	1,6	1,6	18,2	16,4	5,8	6,2
Siili Solutions	7,9	6,3	7,6	6,0	0,8	0,7	12,9	11,6	3,1	3,3
Solteq	17,6	7,5	11,9	5,9	1,1	0,8	13,8	8,6	0,6	2,2
Tieto Oyj	12,9	11,3	9,5	8,3	1,2	1,2	15,3	14,1	5,6	5,8
KnowIT	9,5	6,9	7,3	6,1	0,6	0,5	11,0	7,4	6,5	7,4
NCC Group	21,3	17,9	18,8	15,7	4,1	3,6	24,9	21,3	0,0	0,0
Nixu (Inderes)	13,1	9,9	12,5	9,5	1,3	1,1	20,6	15,5	1,8	2,7
Keskisarvo	14,8	10,9	11,0	9,0	1,5	1,3	16,4	13,7	3,3	4,0
Mediaani	14,4	11,3	9,9	7,8	1,1	0,8	15,3	12,6	3,4	3,8
Erotus-% vrt. mediaani	-8 %	-13 %	26 %	23 %	17 %	39 %	35 %	23 %	-48 %	-29 %

Lähde: Bloomberg / Inderes.

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	13	12	17	18	21	23
Kulut	-13	-11	-15	-17	-18	-20
EBITDA	0,9	0,6	2,3	1,9	2,4	3,0
Poistot	-0,1	-0,1	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Liikevoitto	0,8	0,5	1,4	1,0	1,6	2,1
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,8</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,8</i>	<i>0,5</i>	<i>2,2</i>	<i>1,8</i>	<i>2,3</i>	<i>2,9</i>
Rahoituserät	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Osuus osakkuusyrityksistä	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	0,8	0,5	1,3	0,9	1,4	2,0
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,1	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,6	0,3	0,9	0,6	1,0	1,5
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>1,7</i>	<i>1,3</i>	<i>1,8</i>	<i>2,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,6	0,3	0,9	0,6	1,0	1,5
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,54</i>	<i>0,28</i>	<i>0,15</i>	<i>0,09</i>	<i>0,16</i>	<i>0,24</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,54	0,28	0,28	0,22	0,29	0,37

2014= pro-forma-luvut

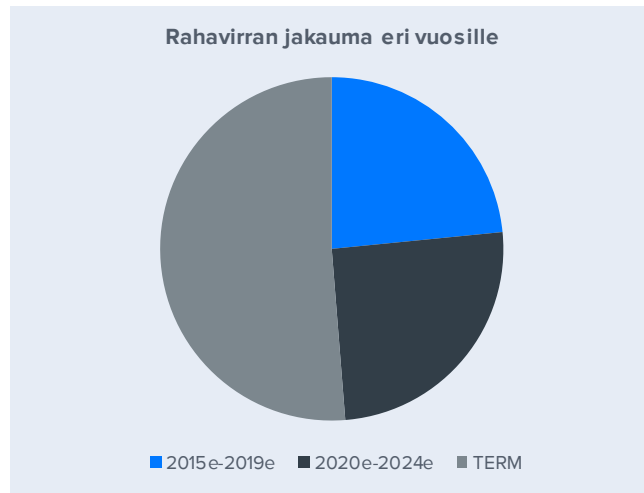
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	0,1	0,3	3,8	3,2	2,5	Oma pääoma	3,5	3,5	7,7	7,8	8,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	0,0	0,2	3,7	3,1	2,4	Kertyneet voittovarot	3,4	3,4	2,2	2,3	2,8
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	0,0	0,0	5,4	5,4	5,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	3,5	3,0	2,6
Vaihtuvat vastaavat	5,7	5,4	13,5	12,2	13,2	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	3,5	3,0	2,6
Myyntisaamiset	3,7	3,2	4,7	5,0	5,8	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	2,0	2,1	8,8	7,3	7,4	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,8	5,7	17,3	15,5	15,7	Lyhytaikaiset velat	2,3	2,1	6,1	4,6	4,7
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,5	0,4	0,4
						Lyhytaikaiset korottomat velat	2,3	2,1	5,5	4,2	4,3
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Taseen loppusumma	5,8	5,7	17,3	15,5	15,7

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	1,0	1,6	2,1	3,0	3,3	3,5	3,4	3,5	2,2	2,2	
+ Kokonaispoistot	0,9	0,9	0,9	0,8	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	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	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-0,1	1,3	2,0	2,8	2,8	2,9	2,8	2,9	1,9	1,9	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,4	1,1	1,9	2,6	2,6	2,8	2,7	2,7	1,6	1,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,4	1,1	1,9	2,6	2,6	2,8	2,7	2,7	1,6	1,7	28,1
Diskontattu vapaa kassavirta	-0,3	1,0	1,6	2,1	1,9	1,9	1,7	1,5	0,9	0,8	13,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	26,9	27,2	26,2	24,6	22,5	20,6	18,7	17,0	15,5	14,6	13,8
Velaton arvo DCF	26,9										
- Korolliset velat	-4,0										
+ Rahavarat	8,8										
-Vähemmistöosuus	0										
-Osinko/pääomapalautus	-0,5										
Oman pääoman arvo DCF	31,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake	5,09										

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 %
Likviditeetti-premio	2,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %



Vuosineljännesennusteet

Tuloslaskelma (MEUR)	2010	2011	2012	2013	2014H1*	2014H2*	2014*	2015H1	2015H2e	2015e	2016H1e	2016H2e	2016e	2017e
Liikevaihto	10,74	13,40	13,46	11,99	8,22	8,74	16,97	8,85	9,60	18,45	9,70	10,90	20,60	23,48
Liiketoiminnan muut tuotot	0,04	0,03	0,15	0,22	0,20	0,11	0,31	0,10	0,07	0,17	0,10	0,10	0,20	-
Materiaalit ja palvelut	-0,83	-1,13	-1,24	-0,76	-0,69	-0,64	-1,32	-0,69	-0,75	-1,43	-0,76	-0,85	-1,61	-
Henkilöstökulut	-6,76	-8,11	-8,74	-8,38	-5,34	-5,55	-10,89	-5,69	-6,26	-11,95	-6,39	-7,08	-13,47	-
Liiketoiminnan muut kulut	-2,19	-2,35	-2,74	-2,51	-1,48	-1,32	-2,80	-1,75	-1,60	-3,35	-1,65	-1,65	-3,30	-
EBITDA	1,00	1,84	0,89	0,56	0,92	1,34	2,26	0,83	1,06	1,89	1,00	1,42	2,43	3,01
Poistot	-0,07	-0,07	-0,05	-0,09	-0,03	-0,03	-0,06	-0,05	-0,05	-0,09	-0,05	-0,05	-0,09	-0,09
Liikearvoistot	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,39	-0,39	-0,78	-0,39	-0,39	-0,77	-0,39	-0,39	-0,77	-0,84
EBIT	0,93	1,76	0,84	0,47	0,50	0,92	1,42	0,40	0,63	1,03	0,57	0,99	1,56	2,09
Rahoitustuotot ja -kulut	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	-0,11	0,02	-0,09	-0,06	-0,06	-0,12	-0,06	-0,06	-0,12	-0,10
Tulos ennen veroja	0,92	1,75	0,84	0,46	0,39	1,01	1,34	0,33	0,57	0,90	0,51	0,93	1,44	1,99
Tuloverot	0,01	-0,59	-0,20	-0,13	-0,15	-0,31	-0,46	-0,15	-0,19	-0,34	-0,18	-0,26	-0,44	-0,54
Vähemmistöosuus	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettotulos	0,93	1,15	0,64	0,33	0,24	0,73	0,91	0,18	0,38	0,56	0,33	0,67	1,00	1,45
Liikearvoistot	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,39	-0,39	-0,78	-0,39	-0,39	-0,77	-0,39	-0,39	-0,77	-0,84
EBIT (oikaistu)	0,93	1,76	0,84	0,47	0,89	1,31	2,20	0,78	1,02	1,80	0,96	1,38	2,34	2,93
EPS (oikaistu=)					0,09	0,18	0,28	0,09	0,13	0,22	0,12	0,17	0,29	0,37

Avainluvut	2010	2011	2012	2013	2014H1*	2014H2*	2014*	2015H1	2015H2e	2015e	2016H1e	2016H2e	2016e	2017e
Liikevaihdon kasvu y-o-y-%	-	24,7 %	0,4 %	-10,9 %	26,8 %	58,8 %	41,5 %	7,6 %	9,8 %	8,7 %	9,6 %	13,5 %	11,7 %	14,0 %
Materiaalit ja palvelut-%	-8 %	-8 %	-9 %	-6 %	-8 %	-7 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-8 %	-
EBITDA-%	9,3 %	13,7 %	6,6 %	4,6 %	11,2 %	15,3 %	13,3 %	9,4 %	11,1 %	10,3 %	10,3 %	13,1 %	11,8 %	12,8 %
EBIT-%	8,7 %	13,2 %	6,3 %	3,9 %	6,0 %	10,6 %	8,4 %	4,5 %	6,6 %	5,6 %	5,9 %	9,1 %	7,6 %	8,9 %
EBIT-% oikaistu	8,7 %	13,2 %	6,3 %	3,9 %	10,8 %	15,0 %	13,0 %	8,8 %	10,6 %	9,8 %	9,9 %	12,7 %	11,3 %	12,5 %
Henkilöstökulut -%	-62,9 %	-60,5 %	-64,9 %	-69,9 %	-64,9 %	-63,5 %	-64,2 %	-64,3 %	-65,2 %	-64,8 %	-65,9 %	-64,9 %	-65,4 %	-65,4 %
Poistot -%	-0,7 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,7 %	-0,4 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,4 %
Liiketoiminnan muut kulut -%	-20,3 %	-17,5 %	-20,3 %	-21,0 %	-18,0 %	-15,1 %	-16,5 %	-19,7 %	-16,7 %	-18,1 %	-17,0 %	-15,1 %	-16,0 %	-16,0 %
Henkilöstö keskimäärin	96	106	123	118	142	146	144	159	166	163	175	184	180	180
Henkilöstökulut per henkilö TEUR	-70,5	-76,5	-71,1	-71,0	-37,6	-38,0	-75,6	-35,8	-37,7	-73,6	-36,5	-38,5	-75,0	-

*Pro-forma luvut

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	13,5	12,0	17,0	18,4	20,6
EBITDA	0,9	0,6	2,3	1,9	2,4
EBITDA-marginaali (%)	6,6	4,6	13,3	10,3	11,8
EBIT	0,8	0,5	1,4	1,0	1,6
Voitto ennen veroja	0,8	0,5	1,3	0,9	1,4
Nettovoitto	0,6	0,3	0,9	0,6	1,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,8	-0,8	-0,8

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	5,8	5,7	17,3	15,5	15,7
Oma pääoma	3,5	3,5	7,8	7,8	8,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	4,0	3,4	3,0

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	0,9	0,6	2,3	1,9	2,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	0,2	1,9	-1,6	-0,7
Operatiivinen kassavirta	0,4	0,7	3,7	-0,1	1,3
Vapaa kassavirta	0,3	0,4	-0,6	-0,4	1,1

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	2012	2013	2014	2015e	2016e
EPS	0,54	0,28	0,15	0,09	0,16
EPS oikaistu	0,54	0,28	0,28	0,22	0,29
Operat. kassavirta per osak	0,33	0,57	0,61	-0,01	0,21
Tasearvo per osake	2,92	2,95	1,27	1,28	1,36
Osinko per osake	0,25	0,75	0,08	0,08	0,12
Voitonjako, %	46	271	54	87	73
Osinkotuotto, %		16,7	1,9	1,8	2,7

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/E		16,2	28,2	48,9	27,4
P/B		1,5	3,3	3,5	3,3
P/Liikevaihto		0,4	1,5	1,5	1,3
P/CF		7,9	6,9	neg.	21,9
EV/Liikevaihto		0,3	1,2	1,3	1,1
EV/EBITDA		5,8	9,3	12,5	9,5
EV/EBIT		6,9	14,7	23,0	14,8

Suurimmat omistajat

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

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

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 €

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 kehoitukseksi 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 nelipolttainen suosituksin 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 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/>

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



2007, 2010, 2012

#1 suositustarkkuus



inde
res.

**Palkittua
analyysiä.**