

# Nixu

Laaja raportti

10.6.2021 7:07



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kotipesä kuntoon ja kasvuun

Nixun kasvutarinassa on ollut vuoden 2019 lopun jälkeen sulatteluvaihe, mutta paluu kasvupolulle näyttää tänä vuonna todennäköiseltä. Tämä vaatii Nixulta vielä kotipesän kunnostamista sekä uuden toimintamallin jalkauttamista organisaatioon, mihin liittyy vielä riskejä. Kyberturvamarkkinan piristynvä kysyntänäkymä antaa loppuvuodesta vetoapua kasvun tavoitteluun, ja Nixun vahva historiallinen kasvu tuo käänteeseen myös uskottavuutta. Asteittain vahvistuvan kasvutarinan valossa Nixun osakkeen arvostus (2021e EV/S: 1,2x) näyttää maltilliselta. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 11,0 euroon (aik. 11,5 EUR).

## Jalka siirtymässä takaisin kaasulle sulatteluvaiheen jälkeen

Nixu on vuoden 2014 listautumisen jälkeen laajentunut kansainvälisesti useilla yrityskaupoilla ja vahvistanut palvelutarjoomaansa vastaamaan kyberturvan markkinatrendeihin. Strategia on tuottanut tulosta ja Nixu on kasvanut viimeisen kuuden vuoden aikana keskimäärin 21 % vuodessa. Vuoden 2019 lopussa Nixun kasvutarina ajautui kuitenkin sulatteluvaiheeseen usean kansainvälisen yritysoston jälkeen. Tämän lisäksi koronatilanne pakotti yhtiön siirtämään jalkaa kaasulta jarrulle ja keskittymään lyhyellä aikavälillä kannattavuuden ja taseen suojeluun. Kustannussäästöt aiheuttivat vaihtuvuutta henkilöstöön, mikä on jarruttanut kasvua vielä alkuvuodesta koronatilanteen lisäksi. Verrattain nuorella markkinalla toimivana kasvuyhtiönä Nixun kyyti on todennäköisesti jatkossakin epätasaista ja haasteita varmasti ilmaantuu myös tulevana vuosina. Viimeisen kuuden vuoden aikana yhtiön panostukset kansainvälistymiseen, laaja-alaiseen kyberuhkaosaamiseen, omaan digitaaliseen alustaan sekä jatkuvien, skaalautuvien palvelumallien kehitykseen ovat kuitenkin luoneet selvää arvoa. Siten näemme Nixun tätä samaa kasvureseptiä toteuttavan strategian edelleen relevanttina, nyt kun yhtiö pääsee koronatilanteen helpottaessa jälleen painamaan kaasua kasvun suhteen.

## Kyberturvamarkkinan pitkän aikavälin kasvuajurit vahvistuvat koronakriisin myötä

Koronapandemia osoitti, ettei kyberturvamarkkina ole täysin immuuni talouden suhdanteille, mikä heijastui Nixun ja verrokkiyhtiöiden kasvuun viime vuonna. Markkinan pitkän aikavälin kasvuajurit ovat edelleen terveet, ja koronan aiheuttaman digitalisaatioaallon pitäisi kiihdyttää kyberturvapalveluiden kysyntää tulevana vuosina, kun pandemian nojalla lykättyä organisaatioiden kyberturvavelkaa aletaan maksaa. Uudet digitaaliset liiketoimintamallit eivät myöskään ole pidemmän päälle mahdollisia ilman kyberturvaa. Tämän takia digitaalinen liiketoiminta ja IoT ovat luomassa Nixulle vahvasti kasvavan alueen perinteisen tietohallintoa palvelevan markkinan rinnalle. Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet sektorille myös paljon investointeja ja tänä päivänä kilpailu on kireää niin asiakkaista kuin osaajista.

## Arvostus on maltillinen Nixun onnistuessa paluussa kasvupolulle

Ennusteillamme Nixun 2021e-2022e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,2x ja 1,1x. Kertoimet ovat yhtiön historiaan nähden matalalla tasolla, mutta toisaalta niin on yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmäkin tällä hetkellä. Tulospohjaisesta arvostuksesta joudutaan hakemaan tukea usean vuoden päästä. Nykyarvostuksella Nixun osakkeen tuotto-odotus on erittäin hyvällä tasolla yhtiön onnistuessa palaamaan strategiansa mukaiselle kasvupolulle tulevien vuosien aikana. Nixulla on kuitenkin vielä paljon todistettavaa kannattavan kasvun tekemisestä ulkomailla ja yritysostovetoinen kansainvälinen laajentuminen kohottaa osakkeen riskitasoa. Kokonaisuutena osakkeen tuotto/riski-suhde kallistuu mielestämme selvästi positiivisen puolelle.

## Suositus

### Lisää

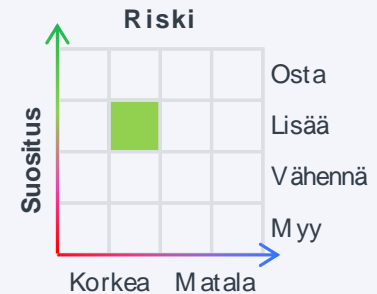
(aik. Lisää)

**11,0 EUR**

(aik. 11,50 EUR)

**Osakekurssi:**

8,90



## Avainluvut

|                    | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b> | 53,3  | 55,9  | 64,3  | 73,9  |
| <b>kasvu-%</b>     | 4 %   | 5 %   | 15 %  | 15 %  |
| <b>EBIT oik.</b>   | 0,5   | 1,5   | 2,9   | 4,6   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 0,9 % | 2,7 % | 4,6 % | 6,2 % |
| <b>Nettotulos</b>  | -1,8  | 0,6   | 1,7   | 3,1   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | -0,12 | 0,12  | 0,27  | 0,46  |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | neg.  | 75,8  | 32,9  | 19,3  |
| <b>P/B</b>            | 5,1   | 4,5   | 4,1   | 3,4   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | >100  | 45,9  | 23,3  | 14,3  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 25,4  | 21,0  | 14,9  | 10,6  |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 1,4   | 1,2   | 1,1   | 0,9   |

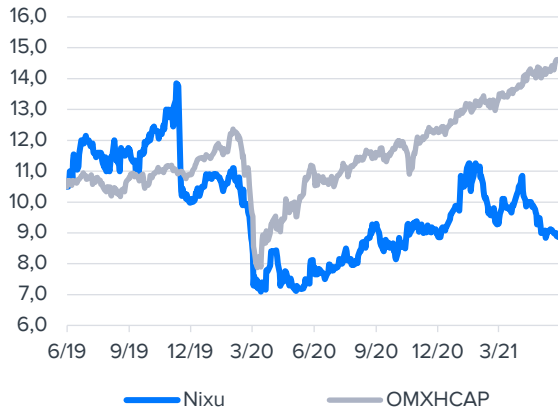
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

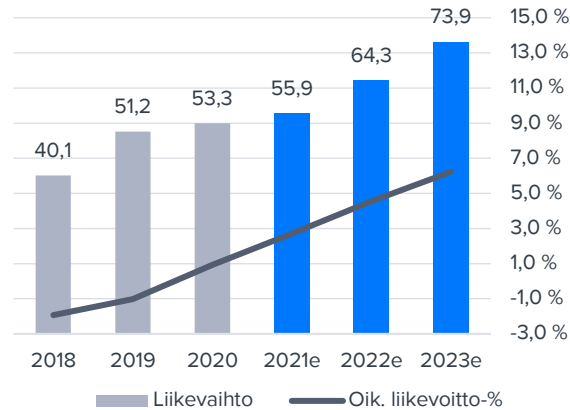
"Nixu arvioi liikevaihtonsa kasvavan orgaanisesti ja käyttökateen paranevan tilikaudesta 2020. Samalla yhtiö lisää kasvupanostuksia."

## Osakekurssi



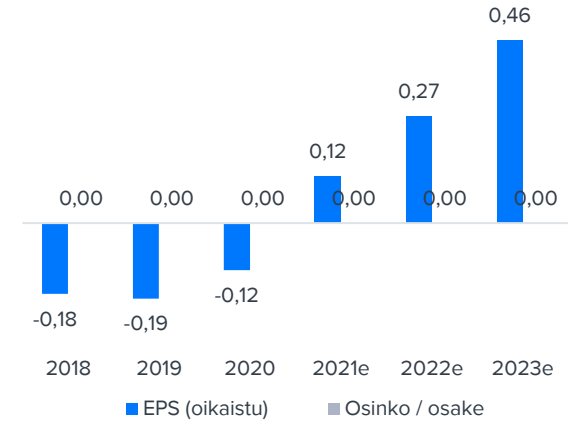
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP  
**66**  
MEUR

EV  
**69**  
MEUR

EV/S  
**1,2**  
2021e

EV/S  
**1,1**  
2022e

### Arvoajurit

- Hyvä markkina-asema kasvavalla markkinalla
- Jatkuvaluonteiset palvelumallit tuovat asiakaspitoa ja skaalautuvuutta
- Toimialan konsolidaatio ja kasvunäkymä tukee arvostustasoja
- Liikevaihton kasvu tärkein arvoajuri lähivuosina

### Riskitekijät

- Koronatilanne heikentää lyhyen aikavälin näkymiä
- Kilpailun lisääntyminen kuumalla markkinalla
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Yritystojen integraatiot
- Jatkuviin palvelumalleihin kohdistuvien investointien onnistuminen

### Arvostus

- Liikevaihtokertoimella arvostus näyttää maltilliselta asteittain vahvistuvan kasvutarinan valossa
- Tulokertoimista ei saada tukea arvostukselle
- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Strategian eteneminen ja vahva kasvu luo arvoa

# Sisällysluettelo

|   |              |
|---|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli       | <b>5-10</b>  |
| Sijoitusprofiili                        | <b>11-13</b> |
| Toimiala                                | <b>14-19</b> |
| Kilpailu                                | <b>20-23</b> |
| Strategia                               | <b>24-28</b> |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>29-30</b> |
| Ennusteet ja arvonmääritys              | <b>31-36</b> |
| Taulukot                                | <b>37-41</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>42</b>    |

# Nixu lyhyesti

Nixu on Pohjoismaiden suurin kyberturvapalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys.

**1988**

Perustamisvuosi

**2014**

Listautuminen

**53,3 MEUR** (+4 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

**+21 %** 2015-2020

Keskimääräinen liikevaihdon kasvu (CAGR)

**37 %** (2019: 35,5 %)

Kaikki jatkuvat palvelut liikevaihdosta 2020

**2,9 MEUR** (5,4 % lv:sta)

Käyttökate 2020

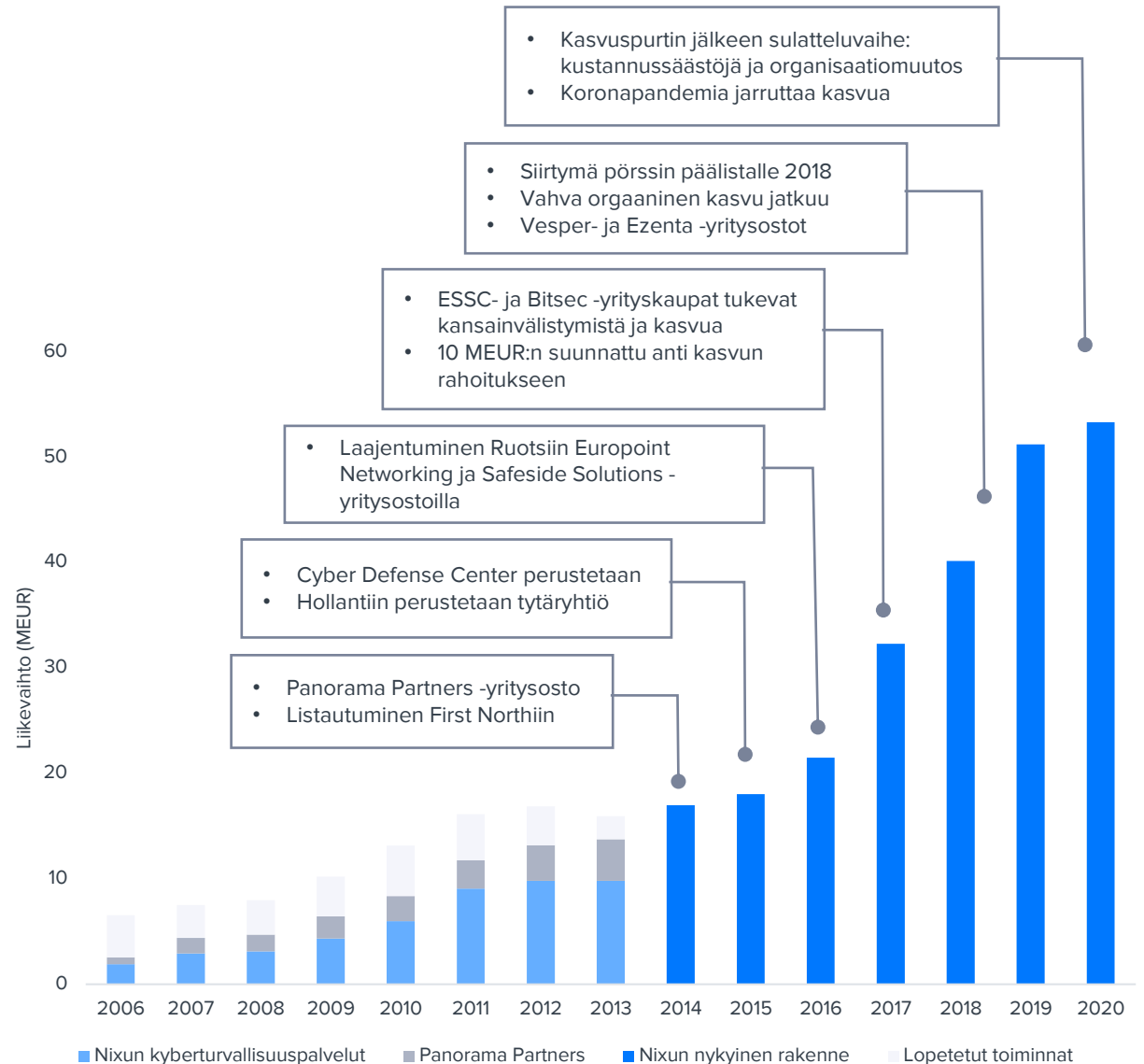
**373** (2019: 419)

Henkilöstö 2020 lopussa

**580**

Asiakasta 2020

Lähde: Nixu / Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### Kyberturvaan erikoistunut palveluyhtiö

Nixu on vuonna 1988 perustettu kyberturvallisuuspalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Asiantuntijoiden lukumäärällä (2020: 373) mitattuna Nixu on käsityksemme mukaan suurin pohjoismainen kyberturvallisuuspalveluiden tarjoaja. Nixu teki vuonna 2020 53,3 MEUR:n liikevaihdon (+4 %) ja käyttökate oli 2,9 MEUR (5 % lv:sta). Tälle vuodelle yhtiö ohjeistaa kasvavaa liikevaihtoa ja paranevaa käyttökateä.

Nixulla on pitkä historia IT-alan toimijana, mutta strateginen päätös keskittyä tietoturvaan tehtiin vuonna 2005. Aikaisessa vaiheessa käynnistetty keskittyminen kyberturvan palveluihin on tarjonnut Nixulle etumatkaa kilpailijoihin nähden.

Nixun suurin markkina on Suomi, mutta yhtiö on kansainvälistynyt viime vuosina vauhdilla. Vuonna 2016 Nixu aloitti kansainvälisen laajentumisen avaamalla Hollantiin toimiston ja vauhditti laajentumista vuonna 2017 yritysostolla. Vuonna 2016 yhtiö laajentui myös Ruotsiin kahdella pienellä yritysostolla ja on tämän jälkeen vahvistanut asemiaan kahdella muulla yrityskaupalla. Vuonna 2019 laajentumista jatkettiin Tanskaan Ezenta-yrityskaupalla. Viime vuonna Nixun liikevaihdosta 39 % tuli Suomen ulkopuolelta.

Monista tietoturvaratkaisujen tarjoajista poiketen Nixu on tietoturvaratkaisujen kokonaistoimittaja. Yhtiö ei siis ole ainoastaan tietoturvalaitteiden ja -teknologioiden jälleenmyyjä tai tietyille

palvelualueille erikoistunut konsultti. Kyky tarjota kyberturvaa laaja-alaisina kokonaisratkaisuuina on tärkeä erottava kilpailutekijä, sillä teknologiat ovat komplekseja ja uhkakuvat muuttuvat nopeasti. Lisäksi kyvykkyys tarjota kyberturvaa asiakkaan digitaaliseen liiketoimintaan on korostumassa kilpailuetuna. Nixu ei itse investoi kyberturvan tuotteisiin, eikä yhtiön aikomuksena ole lähteä kilpailemaan kyberturvan tuotetalojen kanssa kehitysinvestoinneissa. Keskittyminen palveluliiketoimintaan poistaa siten tuoteyhtiöihin liittyvät teknologiariskit, mutta rajoittaa liiketoiminnan skaalautuvuutta.

### Asiakskuntana suuret organisaatiot

Nixu toimittaa korkean tason kyberturvallisuuspalveluita, minkä johdosta yhtiön pääasiallista kohderyhmää ovat suuret yritykset sekä julkishallinto. Asiakkaiden toimialojen suhteen yhtiöllä ei ole tiettyä strategista fokusaluetta. Nixu palveli viime vuonna noin 580 asiakasta ja Suomen 100 suurimmasta yrityksestä yhtiö on tuottanut palveluita yli 60:lle.

Asiakassegmentit Nixu jaottelee tietohallintoon, digitaaliseen liiketoimintaan ja teolliseen internetiin. Tämä kuvastaa sitä, kuka asiakkaan puolella on Nixun palveluiden ostajana. Yhtiön palveluiden perinteinen ostaja on ollut tietohallinto, mutta digitaalisen liiketoiminnan ja teollisen internetin alueet ovat vahvassa kasvussa. Tavoitellut päättäjät ovat tällöin digitaalisen liiketoiminnan johtajat ja tuotekehitysjohtajat.

Vuonna 2020 Nixun liikevaihdosta kymmenen suurimman asiakkaan osuus oli alle 30 % ja yhtiön riippuvuus yksittäisistä asiakkaista on rajallinen. Kyberturvallisuus on perinteisesti ollut

asiakasorganisaation IT:lle luonteeltaan pakollinen tukifunktio, jonka osuus IT-budjetista on ollut suhteellisesti hyvin pieni. Kyberturvan osuus asiakkaiden IT-budjeteista on kuitenkin kasvussa, sillä kyberturva toimii edellytyksenä digitaalisten liiketoimintojen syntymiselle ja ylläpidolle.

### Vahva markkina-asema Suomessa

Nixulla on Suomen kyberturvapalveluiden markkinalla vahva maine ja markkina-asema. Yhtiöllä on arviomme mukaan Suomessa yli 200 henkilön vahvuudella ja yli 32 miljoonan euron liikevaihdolla suurin kyberturvan asiantuntijapalveluiden liiketoiminta. Kilpailukenttä on hyvin fragmentoitunut ja lukuisten yrityskauppojen myötä Nixu on Suomessa ainoa merkittävä kyberturvapalveluihin erikoistunut yhtiö, mikä tuo kilpailuetua. Pääkilpailijoita Suomessa ovat suuret IT-palveluyhtiöt sekä konsulttitalot.

### Tavoitteena voimakas kansainvälinen kasvu

Nixun liikevaihto on kasvanut vuosittain keskimäärin 21 % viimeisen 6 vuoden aikana ja yhtiö tavoittelee strategiassaan vahvan kasvun jatkamista. Nixun visiona on olla Pohjois-Euroopan alueella ykkösvaihtoehto yritysten luotetuksi kyberturvapalveluiden kumppaniksi sekä paras työpaikka alan ammattilaisille. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa muissa Pohjois-Euroopan maissa Suomen tavoin vahva markkina-asema. Strategiaa toteutetaan yritysostoin ja orgaanisella laajentumisella. Kansainvälisellä laajentumisella pystytään palvelemaan paremmin suuria kansainvälisiä asiakkaita sekä saavutetaan skaalaetuja erityisesti valvomopalveluissa ja ulkoistetussa kyberturvassa.

## Kumppanit



IT-integraattorit

## Toiminnot

Myynti



Projektitoimitus



Jatkuvat palvelut



Rekrytointi



## Resurssit

Kokonaisvaltainen kyberturvaosaaminen



Omat teknologia-alustat palveluiden toimittamiseen



Cyber Defense Center -valvomo



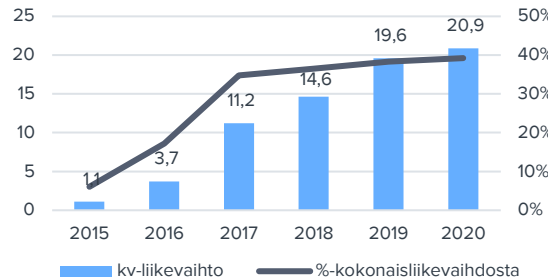
## Liiketoimintaidea

Nixun kyberturvapalvelut pitävät digitaalisen yhteiskunnan toiminnassa.

**nixu**  
cybersecurity.

- Toiminta lähellä asiakasta
- Kyberturvakumppani digitalisaatioon
- Parhaat kyberturvan osaajat
- Kokonaisvaltainen palvelutarjonta kyberturvaan

## Kansainvälistymisen edistyminen



## Asiakassegmentit



Suuret yhtiöt



Julkishallinto

## Palvelut



Järjestelmien ja kehityksen tietoturva



Esineiden internet (IoT)



Digitaalinen identiteetti



Kyberhyökkäysten torjunta



Pilvipalveluiden tietoturva



Ulkoistettu kyberturva



Vaatimustenmukaisuus ja sertifiointi



Turvallisuus ja käyttövarmuus



Kyberharjoittelu ja koulutus

**RAPID7**

**IBM**

**FORGEROCK**

Kyberturvan teknologiatoimittajat

## Kustannusrakenne

373 hlö (2020)  
-54,5 m€ (2020)



Henkilöstökulut  
(63 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut  
(23 %)



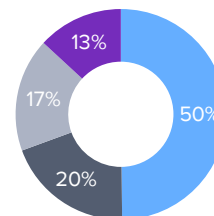
Liiketoiminnan muut kulut  
(10 %)



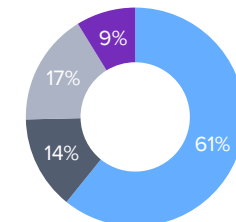
Poistot  
(7 %)

## Tulovirrat (2020)

Liikevaihto 53,3 m€  
EBITDA 2,9 m€ (2020)



- Projektit ja toimeksiannot
- Hallinoidut palvelut
- Jatkuvat palvelut
- Lisenssit



- Suomi
- Tanska
- Ruotsi
- Muut maat

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

## Liiketoimintamalli

### Neljä eri toimitusmallia

Nixu auttaa asiakkaitaan hankkeissa, joissa edellytetään tietoturvan suunnittelua, toteutusta tai tarkastusta. Tämän lisäksi yhtiö tarjoaa tietoturvaa jatkuvana palveluna. Nixu on historiassa ollut pitkälti kyberturvan konsultti- ja neuvonantotalo, mutta viime vuosina edennyt onnistuneesti strategiassaan siirtyen kohti suurempia asiakkaita sekä suurempia ja vaativampia hankkeita. Näin yhtiö on saavuttanut strategisemman roolin asiakkaissaan.

Nixun palveluvalikoimasta löytyvät käytännössä kaikki kyberturvallisuuteen liittyvät palvelut, joilla turvataan asiakkaiden liiketoiminnan sekä digitaalisten palveluiden jatkuvuus ja tietoturvasuus. Asiakkaalle toimitettavat palvelukokonaisuudet voivat pitää sisällään osia usealta osaamisalueelta sekä kolmansien osapuolten teknologiota. Palveluitaan Nixu toimittaa neljällä eri toimitusmallilla:

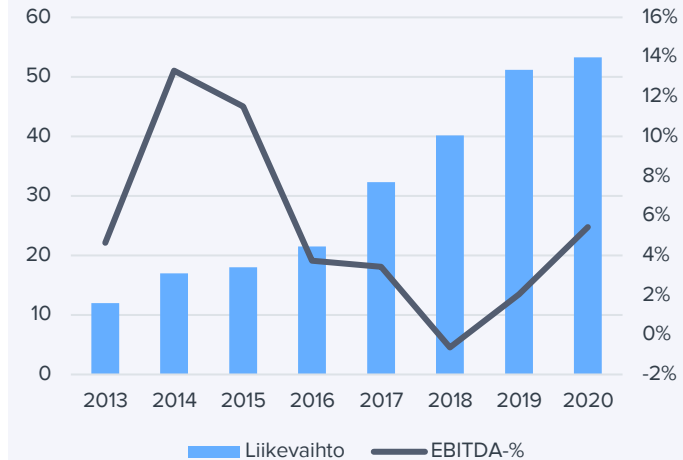
**Projektit ja toimeksiannot (2020: 50 % lv:sta)** sisältävät tietoturvaratkaisun suunnittelun asiakkaan tarpeisiin sekä hankkeen toteutuksen. Projekteihin liittyy usein teknologialisenssien jälleenmyyntiä. Projektien hinnoittelu perustuu tuntityöhön ja ne vaihtelevat kokoluokaltaan muutamasta kymmenestä tuhannesta satoihin tuhansiin. Projektit ja toimeksiannot käsittävät myös yritykseen, tietojärjestelmään tai verkkosovellukseen liittyvät tietoturvatarkastukset ja tietosuojapalvelut. Pääkilpailijoita tietoturvan neuvonantopalveluissa ovat Big4-konsulttitalot.

**Hallinnoidut palvelut (20 % lv:sta)** ovat jatkuvia palveluita ja liikevaihto tulee vielä pääasiassa Nixun Cyber Defense Center -palvelusta (CDC). Lisäksi hallinnoituihin palveluihin kuuluu esimerkiksi käyttäjänhallinnan jatkuvia palveluita, joissa Nixu ottaa toimitettavan teknologian hallinnointivastuun ja jatkuvan operatiivisen roolin asiakkaan toimintojen tukena. CDC-palvelussa Nixu tuottaa asiakkaille digitaalisen ympäristön reaaliaikaista valvontaa, tietomurtojen havainnointia ja tutkintaa sekä muodostaa tilannekuvan organisaation verkkopalveluihin kohdistuvista uhista. Vastaavia valvomopalveluita Suomessa tarjoavat muun muassa CGI, Elisa ja KPMG. Tämä on voimakkaasti kasvava ja Nixulle strategisesti tärkeä palvelualue. Nixun pitkän aikavälin tavoitteena on kasvattaa hallinnoitujen palveluiden osuus yli 50 %:iin liikevaihdosta.

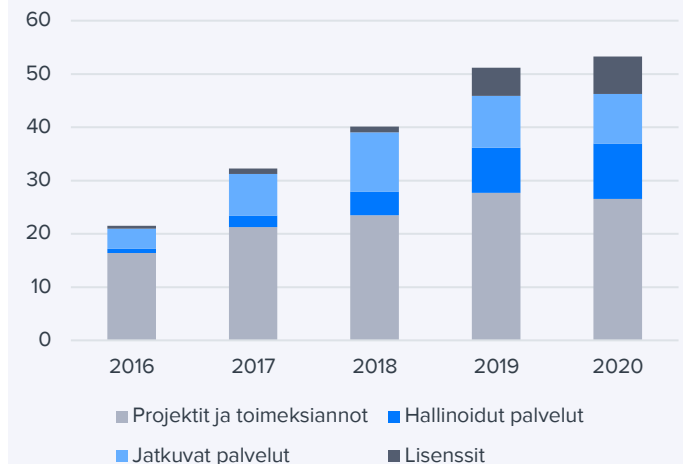
**Jatkuvat palvelut (17 % lv:sta)** ovat Nixulle myös tärkeä ja nopeasti kasvava osa-alue koko kyberturvamarkkinassa (Managed Security Services, MSS). Tähän kuuluvat Nixun jatkuvista palveluista muut kuin hallinnoidut palvelut. Tämä alue sisältää toistaiseksi voimassa oleviin tai itsestään uusiutuviin sopimuksiin perustuvat palvelut, kuten käyttäjänhallinnan (IAM) palvelut.

**Teknologian jälleenmyynti (13 % lv:sta)** käsittää kolmansien osapuolten teknologialisenssien jälleenmyynnin, mikä tapahtuu tyypillisesti osana projektitoimituksia. Lisenssimyynnin rooli Nixun liiketoiminnassa on ollut vähäinen, mutta Ezenta-yrityksoston myötä sen osuus liikevaihdosta on kasvanut. Tietoturvatuotteita jälleenmyyviä IT-palvelutaloja on Suomessa suuri ja kirjava joukko, eivätkä nämä edusta suoraa kilpailua Nixulle.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Liikevaihdon jakauma (MEUR)





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

## ”One Nixu” -alusta toiminnan digitalisointiin

Nixu pyrkii digitalisoimaan myös omaa liiketoimintaansa pitkällä aikavälillä. Tätä varten yhtiö on viime vuosina kehittänyt omaa One Nixu -alustaa. Ideana on saavuttaa skaalautuvuutta, pystyä tuottamaan parempia palveluita sekä välttää Nixun siiloutuminen yhtiön kasvaessa. Alusta on vielä kehitysasteella, joten nykyisessä liiketoiminnassa se näkyy lähinnä kannattavuutta heikentävinä panostuksina. Koronan vuoksi alustan kehitys ei ole myöskään ollut viimeiseen reiluun vuoteen Nixun prioriteettilistan kärjessä.

Alustan ajatuksena on kerätä esimerkiksi asiakkaisiin, asiakasprojekteihin ja uhkakuviin liittyvää dataa, jotta sitä pystytään hyödyntämään läpi Nixun organisaation ja eri toimintojen. Näin varmistetaan syvempi asiakastuntemus, eikä tieto jää pirstaloituneena eri henkilöille tai eri dokumentteihin ympäri organisaatiota. Alustaan on ideana kytkeä myös globaalit kyberturvan teknologiatoimittajat, jolloin kolmansien osapuolten kyberturvateknologioita voitaisiin alustan kautta toimittaa tehokkaasti asiakkaille. Pitkällä aikavälillä Nixun tavoitteena on pystyä tuottamaan uusia datavetoisia liiketoimintoja omaan alustaan kertyvän datan pohjalta.

## Kumppanuudet ja myynti

Nixu tekee yhteistyötä lukuisten IT-palvelusektorin toimijoiden kanssa. Monissa IT-projekteissa Nixu on yksi useista toimittajista tai asiakkaalla voi olla esimerkiksi ulkopuolinen IT-infran toimittaja, jonka infraa Nixu valvoo. Monet IT-integraattorit pyrkivät tarjoamaan kyberturvan osaamista nykyään myös itse.

Nixu tavoittaa asiakkuutensa pääasiassa oman

myynnin ja suoran asiakassuhteen kautta. Yhtiön palvelut ovat niin kompleksia myyntiä, että niitä on vaikea tarjota kumppaneiden kautta ilman suoraa asiakassuhdetta.

## Skaalautuvuus ja kilpailuetu rakentuvat jatkuvista palvelumalleista

Teknologioiden kompleksisuuden ja uhkakuvien muutosten takia Nixun asiakkaat tarvitsevat toimittajiltaan kokonaisvaltaista ja jatkuvaa kyberuhkien hallintaa. Lisäksi asiakkaiden digitaalinen liiketoiminta edellyttää uutta osaamista kyberturvaan liittyen, sillä kyberturva on digitaalisten liiketoimintojen kriittinen edellytys.

Pelkkien asiantuntijaresurssien myyntiin keskittyvät toimijat eivät näkemyksemme mukaan pysty vastaamaan markkinan kysyntätrendeihin vastaavalla tavalla kuin Nixu. Myöskään tietoturvaluotteiden jälleenmyyntiin ja asennukseen keskittyneet toimijat eivät vastaa näihin tarpeisiin. Asiakkaiden ymmärrys ostajina on samaan aikaan kehittynyt siihen suuntaan, ettei kyberturvaa voida enää hoitaa ainoastaan uusimpia ohjelmistoja ja laitteistoja hankkimalla. Markkina on myös siirtynyt pelkästä tietoturvaohjelmien torjunnasta läpipäässeiden hyökkäysten havainnointiin ja niihin reagointiin, missä palvelutoimittajien rooli korostuu.

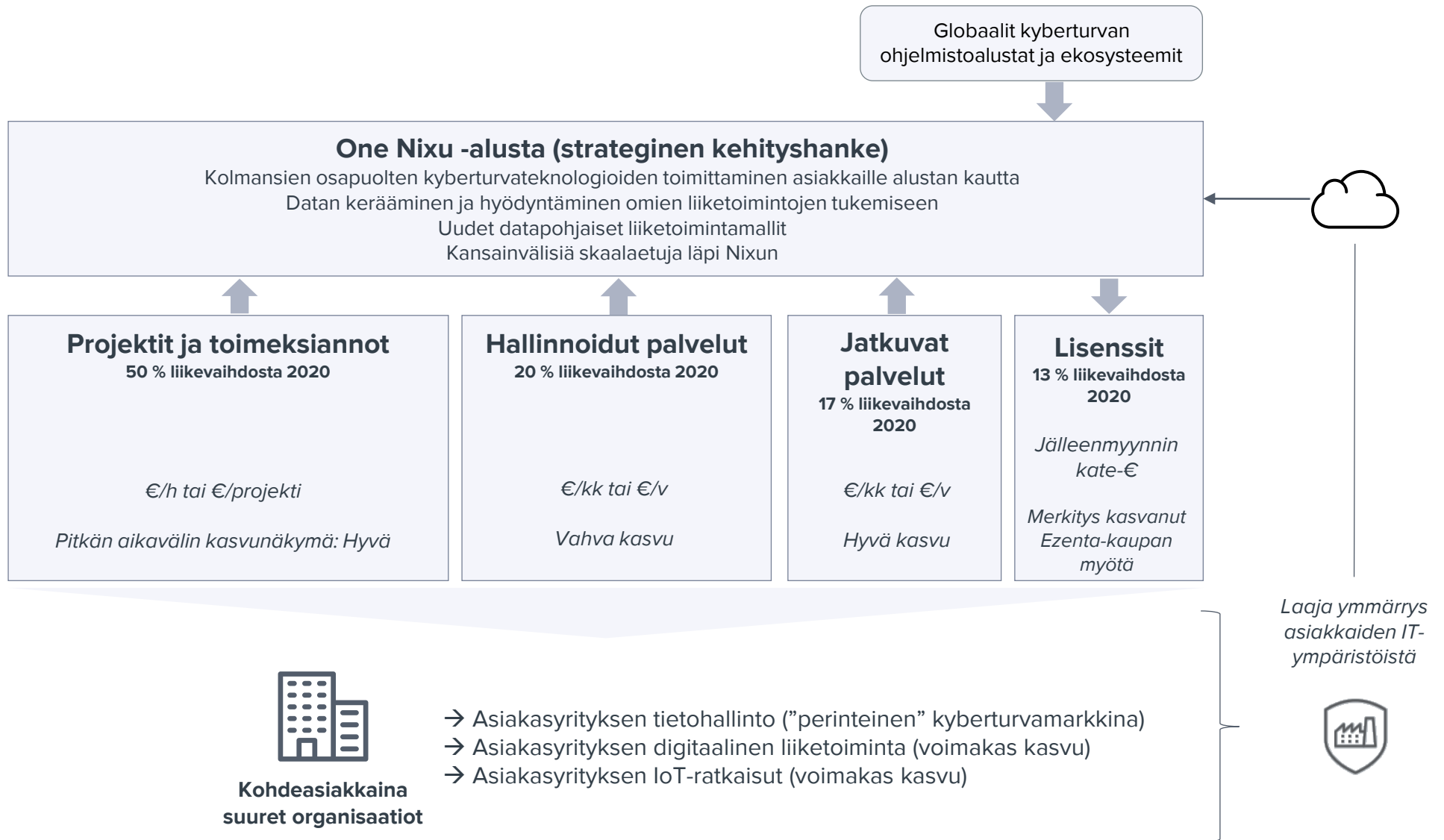
Markkinan murroksesta johtuen ulkoistettu tietoturva (Managed Security Services) on noussut tärkeäksi alueeksi, mihin Nixu lähti Suomessa ensimmäisten joukossa panostamaan. Tämä liiketoiminta tuo Nixun liiketoimintamalliin jatkuvuutta ja skaalautuvuutta. Esimerkiksi valvomopalveluissa asiakasmäärää pystytään tiettyyn rajaan asti kasvattamaan ilman, että kustannuksia (henkilöstömäärää) joudutaan

lisäämään. CDC-palvelun ytimessä on yhtiön oma teknologia-alusta, johon kolmansien osapuolten tietoturvateknologioita integroidaan. Kun Nixun valvomo integroituu useiden teknologioiden kautta valvomaan asiakkaan IT-infraa, ovat asiakassuhteet lujia ja kestäviä. Panostukset tälle alueelle kantavat siten hedelmää pitkällä aikavälillä. Valvomopalveluissa ja muissa hallinnoituissa palveluissa Nixu on saanut hyvin jalansijaa Suomessa, mutta palveluiden laajentaminen ulkomaille vaatii vielä panostuksia, jotka rasittavat kannattavuutta.

## Brändin merkitys sektorilla tärkeä

Kyberturvamarkkina on kehitykseltään vielä melko varhaisessa vaiheessa ja organisaatioiden päättäjät eivät aina välttämättä tiedä, minkä toimijan puoleen kääntyä kyberturvaan liittyvissä kysymyksissä. Asiakkailta ei välttämättä ole ymmärrystä siitä, miten ja keneltä kyberturvaa pitäisi ostaa, minkä takia myyntiosaaminen ja maine korostuvat. Vahvan brändin luominen kilpailuetuna korostuu kyberturva-asioiden noustessa yhä voimakkaammin pinnalle. Näkemyksemme mukaan brändin tuoma hinnoitteluvoima on kyberturvapalveluissa perinteisiä projektityyppisiä IT-palveluita korkeampi ja asiakassuhteet tiiviimpiä ja pitkäkestoisempia luottamussiteistä johtuen. Koronakriisi kuitenkin osoitti, että tiukentuvien budjettien ympäristössä asiakkaista tulee hintatietoisempia ja edelleen osittain ”pakollisena pahana” nähtävää kyberturvaa ostettiin myös pelkästään hinta edellä. Nixulla on vahva brändi ja tunnettuus omassa kohderyhmässään Suomessa, mutta ulkomailta yhtiön tunnettuus on vielä selvästi Suomea heikommalla tasolla.

# Nixun liiketoimintamalli



# Sijoitusprofiili

## Kasvuyhtiön sijoitusprofiili

Nixu on vahvasti kasvavilla markkinoilla toimiva, investointivaiheessa oleva kasvuyhtiö. Nixun vahva markkina-asema Suomessa tarjoaa sille hyvän perustan kansainväliseen kasvuun kyberturvamarkkinoiden kehittyessä vauhdilla eteenpäin. Nixu on liiketoimintamalliltaan palveluyhtiö, joten teknologiayhtiöille mahdollista räjähtävää skaalautuvuutta ja kasvua yhtiö ei tule sijoittajille tarjoamaan. Sen sijaan osake on enemmän vakaa ja pienempiriskinen keino päästä kiinni kyberturvamarkkinan kasvuajureihin.

Vuoden 2019 lopussa Nixun kasvutarina ajautui sulatteluvaiheeseen usean kansainvälisen yritysoston jälkeen. Tämän lisäksi koronatilanne pakotti yhtiön siirtämään jalkaa kaasulta jarrulle ja keskittymään lyhyellä aikavälillä kannattavuuden ja taseen suojeluun. Verrattain nuorella markkinalla toimivana kasvuyhtiönä Nixun kyyti on todennäköisesti jatkossakin epätasaista ja haasteita varmasti ilmaantuu myös tulevana vuosina. Viimeisen kuuden vuoden aikana yhtiön panostukset kansainvälistymiseen, laaja-alaiseen kyberuhkaosaamiseen, omaan digitaaliseen alustaan sekä jatkuvien, skaalautuvien palvelumallien kehitykseen ovat kuitenkin luoneet selvää arvoa. Siten näemme yhtiön tätä samaa kasvureseptiä toteuttavan strategian edelleen relevanttina, nyt kun yhtiö pääsee koronatilanteen helpottaessa jälleen painamaan kaasua kasvun suhteen.

Nixun kasvupanostukset tehdään pääosin suoraan tuloksesta, minkä takia yhtiön kannattavuus on vielä kaukana sen potentiaalista. Panostukset kuitenkin turvaavat Nixun

liiketoimintamallin kilpailuetuja ja jatkuvuutta pitkällä aikavälillä, minkä takia ne ovat perusteltuja. Nixun osaketta tulee tämän takia tarkastella katsomalla nykyisen investointivaiheen ylitse, huomioiden samalla investointien onnistumiseen liittyvät riskit.

## Vahvuudet ja ajurit

- **Skaalautuvien jatkuvien hallinnoitujen palveluiden kasvu** on keskeinen arvoajuri osakkeelle.
- **Epäorganainen kasvu yritysostoilla** on kokonaisuudessaan luonut historiassa Nixulla omistaja-arvoa, vaikkakin yritysostoista on viime vuosina seurannut myös kasvukipuja. Nixu haluaa myös jatkossa jatkaa yritysostovetoista arvonluontia ostamalla pienempiä kyberturvan palveluyhtiöitä maltillisin arvostuskertoimin.
- **Erikoistuminen kyberturvapalveluihin tuo yhtiölle kilpailuetua** isoja IT-palvelutaloja sekä konsulttitaloja vastaan.
- **Vahva brändi ja markkina-asema Suomessa** auttaa kansainvälistymisessä, kun Suomen liiketoimintojen kassavirtaa voidaan investoida kv-laajentumiseen.
- **Nixu toimii kasvavalla markkinalla**, jonka kasvuajurit ovat kestäviä pitkällä aikavälillä. Koronapandemia osoitti, ettei markkina ole täysin immuuni talouden suhdanteille. Koronan aiheuttaman digitalisaatioaallon pitäisi kuitenkin kiihdyttää kyberturvapalveluiden kysyntää tulevana vuosina.
- **Liiketoimintamallissa hyvä asiakaspito:** Nixun

asiakassuhteet ovat yleensä kestäviä ja töitä tehdään projektista toiseen. Yritykset etsivät luotettavia kyberturvakumppaneita, eikä toimittajaa vaihdeta kovin herkästi.

- **Ei olennaista teknologiariskiä:** Palveluyhtiönä Nixu pystyy poimimaan liiketoimintansa käyttöön parhaat tarjolla olevat teknologiat, eikä sen menestys ole kiinni onnistuneen tuotteen kehittämisestä.
- **Teollinen IoT ja digitaalinen liiketoiminta** tarjoaa huomattavaa kasvupotentiaalia Nixulle niin IoT-projektien mahdollistajana kuin IoT-laitteiden valvonnassa.
- **Nixu on pitkällä aikavälillä potentiaalinen yritysostokohde** konsolidoituvalla markkinalla.

## Keskeiset riskit

- **Kasvuinvestoinneissa epäonnistuminen.** Yhtiö voi epäonnistua omien teknologiapohjaisten palvelumallien kehityksessä. Nixun uudet jatkuvat, skaalautuvat palvelumallit edellyttävät riittävää asiakasmäärää ollakseen kannattavia.
- **Nixun kansainvälistymisen ja siihen liittyvien yritysostojen epäonnistuminen:** Nixun kv-toiminta on edelleen tappiolla ja näytöt kansainvälistymisen onnistumisesta vielä rajalliset. Nixulla on historiassa ollut sekä Hollannissa että Ruotsissa operatiivisia haasteita.
- **Kyberturvamarkkinan kasvava kilpailupaine:** Kilpailu on kireää niin asiakkaista kuin osaajista. Globaaleilla toimijoilla on resurssiensa puolesta kilpailuetu Nixuun nähden kilpailtaessa suurimmista kansainvälisistä asiakkaista.

# Sijoitusprofiili

1.

**Voimakas kasvuhakuisuus**

2.

**Vahva asema Suomessa, kannattava kasvu ulkomailla vielä todistamatta**

3.

**Skaalautuvat palvelumallit tuovat jatkuvuutta ja tulosvipua**

4.

**Markkinalla vahvat pitkän aikavälin kasvuajurit**

5.

**Strategia investointivaiheessa**

## Potentiaali



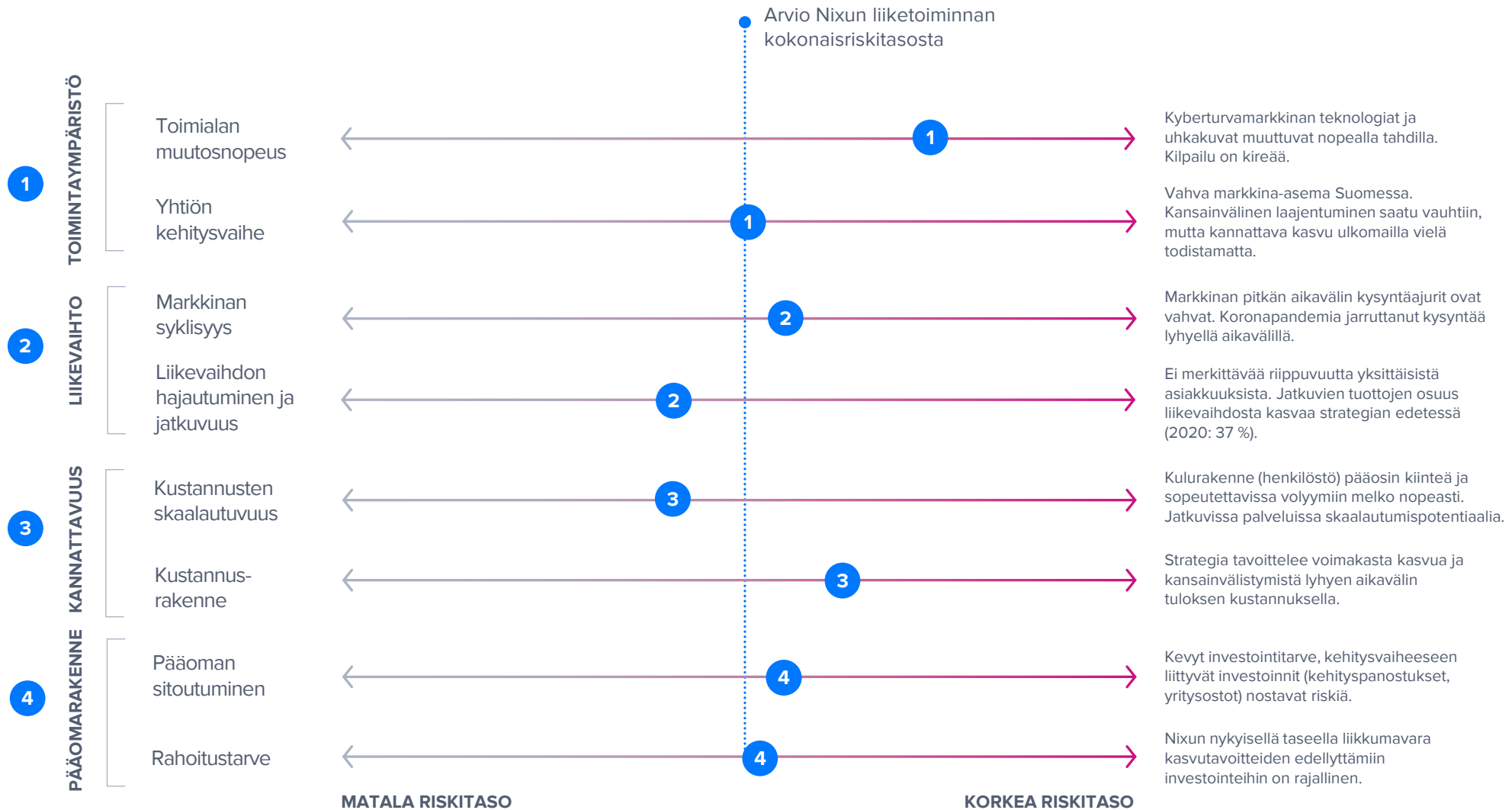
- Kasvu erityisesti jatkuvissa palveluissa
- Liiketoimintamalliin rakennetaan jatkuvuutta ja skaalautuvuutta
- Liiketoimintamallissa hyvä asiakaspito
- Arvonluonti yrityskaupoilla
- Konsolidoituva markkina: potentiaalinen yritysostokohde

## Riskit



- Kasvuun ja uusiin palvelumalleihin kohdistuvien investointien onnistuminen
- Yritysostojen integraatiot
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Kilpailupaineen kasvu ja osaajapula kuumalla markkinalla
- Ei olennaista teknologiariskiä

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala 1/4

## Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

Kyberturvayhtiöt ratkovat yhtä digitalisoituvan yhteiskunnan merkittävintä ongelmaa. Suuret ongelmat tarkoittavat myös suuria liiketoimintamahdollisuuksia, mikä tekee markkinasta äärimmäisen kiinnostavan, dynaamisen ja nopeasti kasvavan.

Kyberturvallisuudella tarkoitetaan prosesseja, teknologiaa, ratkaisuja ja palveluita, jotka suojaavat yritysten ja muiden organisaatioiden tai yksittäisten käyttäjien tietoja sähköisissä verkossa tapahtuvaa rikollisuutta vastaan. 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 älykkyyks kasvavat jatkuvasti.

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat rajusti riippuen tutkimuslaitoksesta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina on historiassa kasvanut noin 9 %:n vauhtia ja sen koko vuonna 2020 oli noin 124 mrd. dollaria. Valtaosan markkinasta muodostavat yritysten kyberturvapalvelut ja -tuotteet. Palveluiden osuus on noin puolet kokonaismarkkinasta. Koronapandemia jarrutti kyberturvapalveluiden kysyntää vuonna 2020, kun yritykset lykkäsivät ja osittain myös peruivat kyberturvahankkeitaan pandemian nojalla. Isossa kuvassa koronan tuoma digitalisaatiolokka kasvattaa tarvetta kyberturvapalveluille, kun nyt kertynyt

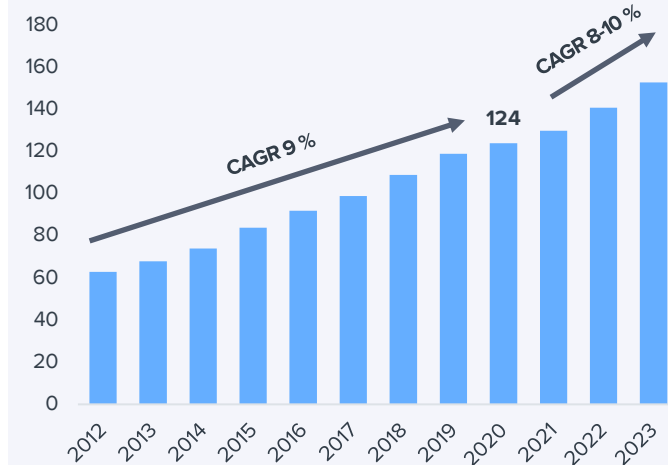
kyberturvavelka tulee jossain vaiheessa maksettavaksi. Yleisesti markkinan odotetaan palaavan noin 8-10 %:n kasvu-uralle tulevien vuosien aikana.

Nixulle relevantimpi Länsi-Euroopan kyberturvapalveluiden markkinan koko oli Gartnerin (4/2019) arvion mukaan vuonna 2018 noin 14,7 mrd. dollaria ja markkinan odotettiin tuolloin kasvavan keskimäärin noin 9 % vuodessa 2017-2023. Nixun kohdemarkkinan tarkkaa kokoa ja kasvua on vaikea määrittellä, koska kyseessä on voimakkaasti kehittyvä markkina. Esimerkiksi IoT:n tietoturva on pitkälti täysin uusi markkina, jonka kokoa ja kasvua on lähes mahdoton määrittellä. Suomen tai Pohjoismaiden osalta kyberturvamarkkinoiden koosta ei ole myöskään arviota saatavilla.

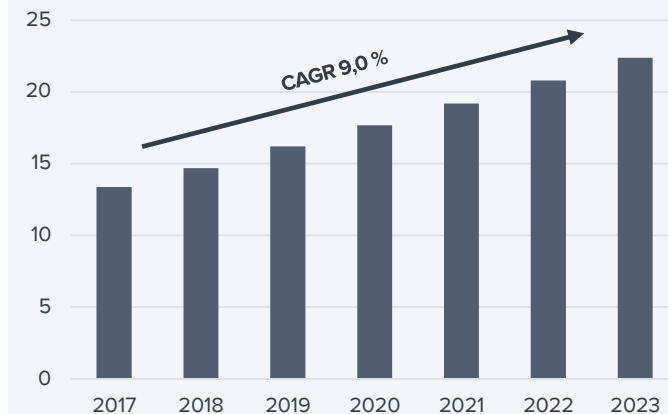
Nixun suurin markkina on yhä Suomi (2020: 61 % liikevaihdosta), missä kyberturvallisuuspalvelut ovat osa Suomen reilun neljän miljardin euron IT-palvelumarkkinaa. Joidenkin arvioiden mukaan kyberturvan osuus organisaatioiden IT-budjeteista olisi 5-10 %:n luokkaa, jolloin Suomen markkinan kooksi voitaisiin haarukoida karkeasti noin 200-400 miljoonaa euroa. Ruotsissa markkinat ovat selvästi suuremmat, mutta kilpailukenttä pirstaleisempi. Tanskassa markkina ei käsityksemme mukaan ole aivan niin hajanainen kuin Ruotsissa. Hollannissa markkinat ovat kypsemmät ja kilpailu kovempaa.

Isossa kuvassa Nixu toimii suurella markkinalla, jolla on terveet pitkän aikavälin kasvuajurit, eikä markkinan absoluuttinen koko tule olemaan pullonkaulana yhtiön kasvuille.

Globaali kyberturvamarkkina (mrd. \$)



Länsi-Euroopan kyberturvan palvelumarkkina (mrd. \$)



# Toimiala 2/4

## Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen osaan hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden perusteella. Hyökkäysten ja teknologioiden älykkyys korreloi lähtökohtaisesti myös asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Hierarkian yläpäässä olevien organisaatioiden suojaustasoon eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille. Vastaavasti hierarkian ylätasoille kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa. Mitä kiinnostavampi hyökkäyskohde organisaatio on rikollisille, sitä kiinnostavampi asiakas se on myös Nixulle.

Kyberturvallisuusmarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on kyberturvayhtiöiden näkökulmasta hyvin pieni niche-markkina, mutta se edustaa kaikkien korkeinta teknologiaa sekä osaajien vaatimustasoa ja on siksi tärkeä. Markkinan suurin volyyymi palveluntarjoajien näkökulmasta on pyramidin keskimäinen osa, joka käsittää kohdennetut hyökkäykset. Tällöin ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja julkishallinto sekä etenkin ne toimijat, joiden toiminta käsittää huoltovarmuuden kannalta kriittisiä toimintoja. Näitä ovat esimerkiksi energia, pankit, operaattorit sekä kriittisten organisaatioiden alihankkijaverkostot. Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturvaauhkien laajentuessa, mikä

laajentaa myös vaativien kyberturvaratkaisujen markkinaa. Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keski-suuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla ja valmiilla ohjelmistopaketeilla, mikä luo kysyntää Nixun kaltaisille palveluntarjoajille. Tässä segmentissä olevien yritysten tietoturva budjetit pyörivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee tästä segmentistä houkuttelevan kyberturvapalveluita ja -tuotteita tarjoaville yhtiöille.

Pienten ja keski-suurten yritysten sekä kuluttajien osalta tarve kyberturvallisuudelle on olemassa, mutta kyberturvallisuuden asiantuntijapalveluita tarjoavien yritysten näkökulmasta nämä eivät usein ole ensisijaista kohderyhmää. Keski-suurten yritysten joukossa tarve pelkkää päätelaitteiden suojausta korkeammalle kyberturvalle on kasvussa, mutta yhtiöiden tietoturva budjetit (0,1-1,0 MEUR) ovat huomattavasti pienempiä kuin suuryrityssegmentissä, jolloin parhaiden teknologioiden tai hallinnoitujen/ulkoistettujen kyberturvapalveluiden ostaminen ei välttämättä ole mahdollista. Pienille yrityksille ja kuluttajille usein tärkeintä on suojautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturva tuotteilla, kuten virustorjunnalla ja palomuuereilla. 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.

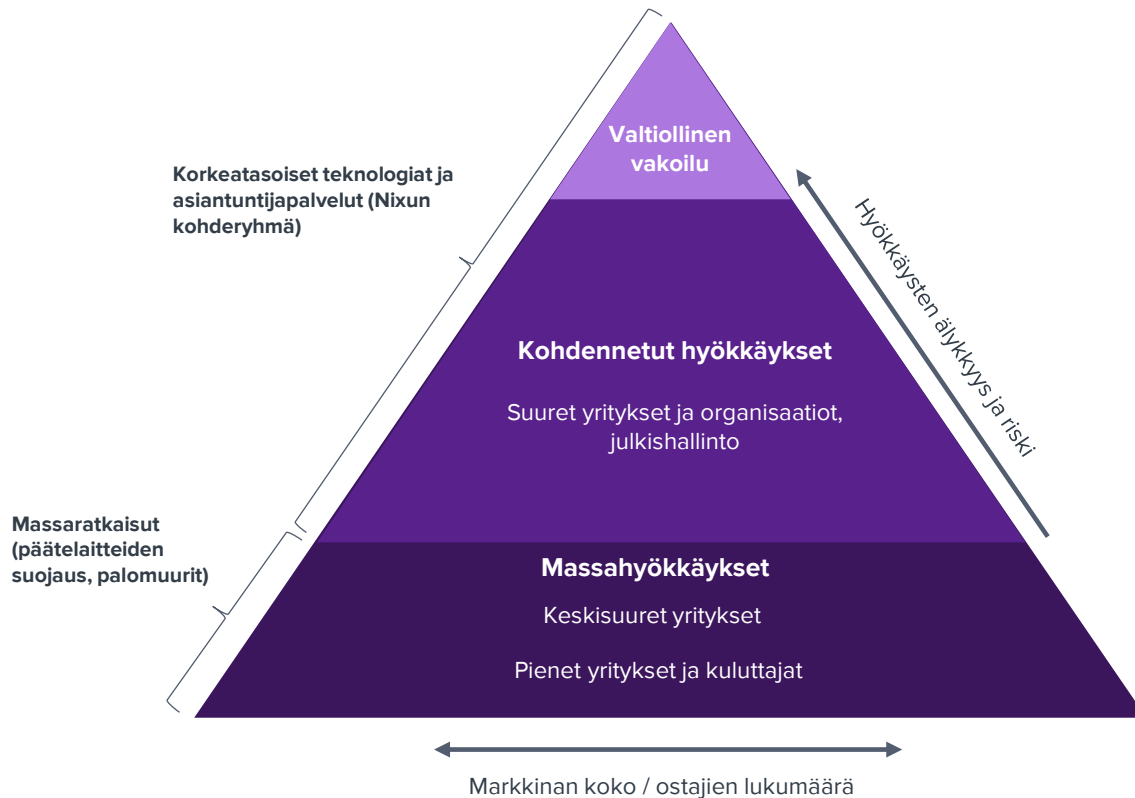
## Markkinan ajurit

Kyberturvamarkkinan kasvu tulee todennäköisesti olemaan jatkossakin vahvaa digitalisaatioinvestointien vanavedessä, joihin koronatilanne on vain lisännyt vauhtia. Lisäksi jatkuvat uutiset vakavista tietomurroista (riskilähtöinen ostaminen) sekä regulaation tuoma paine (pakotettu ostaminen) vauhdittavat markkinan kasvua. Ylätasolla markkinan kasvua ajaa käytännössä siis kolme voimaa: digitalisaatio, regulaatio ja kasvavat uhkakuvat.

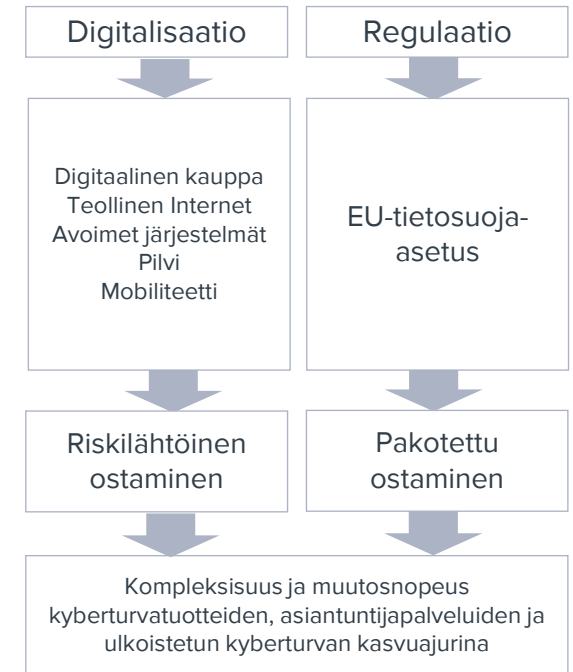
IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten mobiliteetti, pilvi, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvassa. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Muina megatrendeinä voidaan nostaa myös avoimien järjestelmien (kuten Android) yleistymisen ja siirtymän pilviympäristöihin. Tämä IT-ympäristöjen kompleksisuuden kasvu tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin yritykset vielä toimivat pääosin omissa, yksilöllisissä suljetuissa ympäristöissä. Digitaalisen liiketoiminnan ja datapohjaisten liiketoimintamallien edellytyksenä on usein yrityksen kytkeytyminen osaksi useita ulkopuolisia ekosysteemejä, mikä tekee niistä haavoittuvaisempia verrattuna aikaan, jolloin yrityksen digitaalinen omaisuus oli omien konesalien sisällä.

# Toimiala

## Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



## Markkinan ajurit





# Toimiala 3/4

Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää yrityksiltä ja valtiolta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden ja tuotteiden 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.

Tarve asiakaskohtaiselle räätälöinnille ja asiantuntijatyölle kyberuhkien kompleksisuuden kasvaessa on keskeinen ajuri Nixun palveluille. Markkinalla onkin tapahtumassa selkeä kulttuurinen muutos ajattelutavassa, jossa kyberturvaa on alettu tarkastella aidosti palvelulähestymisenä, eikä teknologia- ja projektinäkökulmasta. Voittajia ovat tällöin kyberturvapalveluiden toimittajat, jotka kykenevät yhdistämään asiantuntijatyön ja räätälöinnin osana tuotteiden ja teknologioiden toimituksia. Pelkkien tietoturvatuotteiden jälleenmyyjien tuoma lisäarvo markkinoilla jää ohueksi.

## EU:n tietosuoja-asetus

Vuoden 2018 toukokuussa voimaan astunut EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) on lisännyt viime vuosina kysyntää kyberturvapalveluille. Asetus asetti henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita. EU:n tietosuoja-asetuksen kautta organisaatioille tuli esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattuessa. Asetusta valvovalla viranomaisella on mahdollisuus määrätä

sanktioita asetuksen vastaisesta toiminnasta. Sanktiot voivat olla merkittäviä, sillä vakavimmissa rikkeissä sakko on 20 MEUR tai 4 % yrityksen vuotuisesta liikevaihdosta, millä on tarkoitus herätellä yritykset ottamaan asetus vakavasti.

Tietosuoja-asetus on lisännyt Nixun asiantuntija-palveluiden kysyntää. GDPR-palveluita voivat olla esimerkiksi tietosuoja-asetukseen liittyvät neuvonantopalvelut sekä ulkoistuspalvelut, joissa Nixu vastaa asiakkaalle tietosuoja-asetuksen edellyttämistä toimenpiteistä (kuten hallinnointi, tietosuojavastaava, ilmoitusvelvollisuudet).

## Jatkuvat tietoturvapalvelut (Managed security services)

Ulkoistettu tietoturva (MSS) on viime vuosien aikana ollut nopeasti nouseva alue kyberturvapalvelumarkkinassa. Yritysten ulkoistettujen kyberturvapalveluiden (sisältäen hallinnoidut tietoturvapalvelut) globaali markkinan koko vuonna 2018 oli Gartnerin arvion mukaan jo noin 21 mrd. dollaria.

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, sillä talon sisältä harvemmin löytyy riittävän laaja-alaista osaamista. Koska uhkakuvat samalla muuttuvat jatkuvasti, on kyberturvaa alettu ajattelemaan enemmän jatkuvana tarpeena kuin kertaluonteisena teknologia- ja projektitoimituksena. Nixun panostukset ulkoistuspalveluihin (esim. CDC)

vastaavat hyvin markkinan kysyntätrendeihin.

Organisaatioissa on myös ymmärretty, että pelkkä hyökkäyksiltä suojautuminen ei enää riitä, vaan tietoturvassa on kiinnitettävä yhä enemmän huomiota läpi päässeiden hyökkäysten havainnointiin. Siten kyberturvasta on muodostumassa organisaatioiden IT:n näkökulmasta luontainen osa-alue, joka kannattaa hankkia ulkoistettuna jatkuvana palveluna. Nixun osaaminen tällä MDR-alueella (Managed Detection and Response) kasvoi Ezenta-yritystoston myötä.

# Toimiala 4/4

## Toimialan konsolidaatio jatkuu

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkuttelevat sektorille viime vuosina paljon investointeja, mikä näkyy pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettinä niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa.

Kokonaisuudessaan kyberturvamarkkina on vielä hyvin fragmentoitunut ja konsolidaatiokehitys tulee väistämättä jatkumaan, sillä markkinan kasvusta huolimatta kaikille nykyisille toimijoille ei ole tilaa markkinalla, mikäli se alkaa kypsyä tulevaisuudessa. Olemme jo useamman vuoden ajan olleet huolestuneita, että toimiala on yli-investoitu. Tämä on mielestämme jo näkynyt sektorin kilpailutilanteen kiristymisenä viime vuosina ja voi näkyä jatkossa yhä vahvemmin sektorin kannattavuudessa, kun uusia toimijoita tulee kilpailuun mukaan uusilla ratkaisulla, jotka pyrkivät ratkomaan kyberturvallisuuden ongelmia aina kilpailijoita tehokkaammin ja/tai edullisemmin. Osa sektorin toimijoista on edelleen raskaasti tappiollisia ja niiden elinehtona oleva ulkoinen rahoitus katkeaa, jos ne eivät pysty näyttämään kasvua tai kannattavuutta. Tämä uhkakuva koskee kuitenkin pääasiassa kyberturvan tuotteiden markkinaa, eikä Nixun kaltaista palveluliiketoimintaa. Palveluyhtiöillä markkinan kuumentuminen näkyy erityisesti kiristyvänä osaajakilpailuna, potentiaalisena palkkainflaationa ja heikkona osajien saatavuutena.

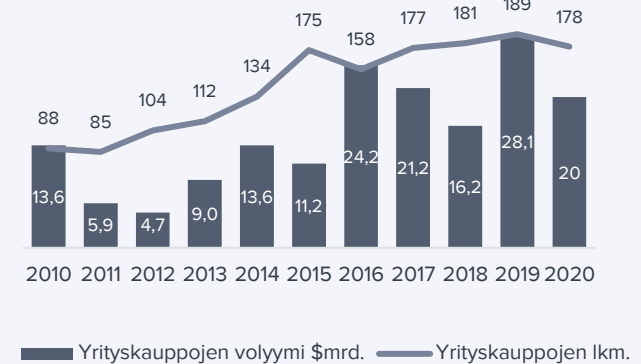
Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, mikä osaltaan vaikeuttaa edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Palveluyhtiöiden osalta osajien

heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaan tai ne voivat toimia vaihtoehtoina rekrytoinneille. Tällöin kohteena ovat usein pienet erikoistuneet toimijat. Tuote-yhtiöiden yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfoliotaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturvasta tulee yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdistämään tarjoomiaan.

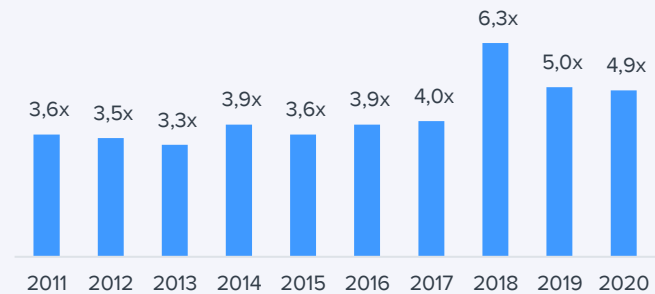
Uskomme Nixun olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa aktiivisen ostajan roolissa. Nixu olisi myös houkutteleva ostokohde monelle sektorin suuremmalle toimijalle ja pidämme tätä myös mahdollisena skenaariona tulevaisuudessa. Potentiaalisia kiinnostuneita voisivat olla esimerkiksi CGI tai Accenture. Nixun kasvaessa yhä suurempiin asiakkuuksiin ja kilpaillessa yhä globaalimpien toimijoiden kanssa, tulee yhtiöstä potentiaalisempi kohde kansainväliselle ostajalle. Kansainvälisten toimijoiden kiinnostusta Suomen markkinaan ja Nixuun voi kuitenkin rajoittaa markkinan pieni koko. Lisäksi ostajan haasteena olisi säilyttää yhtiön vahva kulttuuri.

Sijoittajan kannalta olennainen kysymys on, kannattaako sektorille enää nyt nähdyn investointiaallon jälkeen sijoittaa ja onko nyt jo liian myöhäistä. Mielestämme markkinan arvostuskertoimissa ei ole enää juuri varaa venyä, vaan arvonaluonnin on tullava sektorin yhtiöiden kasvusta ja kannattavuudesta.

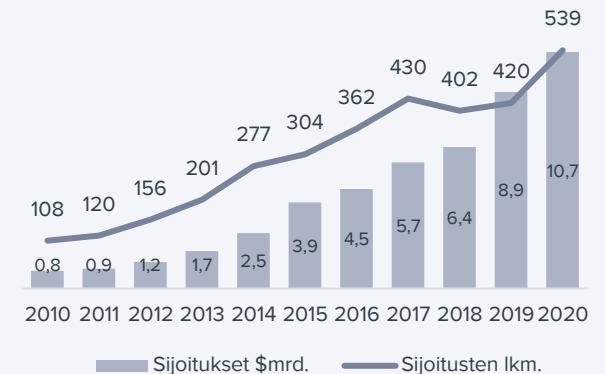
## Kyberturva-alan yrityskaupat



## Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin (LTM)



## Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin



# Kyberturvapalveluyhtiöiden yrityskauppoja

| Ajankohta | Kohde                            | Ostaja                        | Arvo MEUR  | Liikevaihto-kerroin | Henkilöstö |
|-----------|----------------------------------|-------------------------------|------------|---------------------|------------|
| 4/2021    | Openminded                       | Accenture                     | -          | -                   | 105        |
| 12/2020   | Motiv ICT Security               | Atos                          | -          | -                   | 180        |
| 10/2020   | SEC Consulting                   | Atos                          | -          | -                   | 200        |
| 3/2020    | Context Information Security     | Accenture                     | 123        | -                   | 250        |
| 1/2020    | Symantec Cyber Security Services | Accenture                     | 180        | -                   | 300        |
| 6/2019    | Engvall Security AB              | CAG Group                     | 2,2        | -                   | -          |
| 5/2019    | SecureLink                       | Orange                        | 515        | 2,1x                | 660        |
| 3/2019    | Ezenta                           | Nixu                          | 6,1        | 0,7x                | 28         |
| 3/2019    | Vesper Group                     | Nixu                          | 1,6        | 1,0x                | -          |
| 2/2019    | SecureData                       | Orange                        | -          | -                   | ~200       |
| 2/2019    | Spellpoint Oy                    | Viria                         | -          | -                   | 26         |
| 8/2018    | Ymon Oy                          | Viria                         | -          | -                   | 20         |
| 6/2018    | MWR InfoSecurity                 | F-Secure                      | 97,4       | 3,1x                | ~400       |
| 4/2018    | NSEC                             | Tieto                         | -          | -                   | 30         |
| 1/2018    | Cyberinc                         | KPMG                          | -          | -                   | 190        |
| 12/2017   | Propentus                        | Cygate Oy                     | -          | -                   | 55         |
| 10/2017   | Qsight IT                        | KPN                           | 85,2       | 1,7x                | -          |
| 6/2017    | Bitsec AB                        | Nixu                          | 3,2        | ~1x                 | 20         |
| 5/2017    | ESSC BV                          | Nixu                          | 2,6        | 0,8x                | -          |
| 3/2017    | iT-Cube                          | SecureLink                    | -          | -                   | 70         |
| 1/2017    | CynergisTek                      | Auxilio                       | 31,9       | 2,3x                | -          |
| 12/2016   | Optiv Security                   | KKR                           | 1530,0     | 2,0x                | -          |
| 11/2016   | Virtual Security Research        | NCC Group                     | 5,5        | ~2,0x               | 11         |
| 10/2016   | Safeside Solutions               | Nixu                          | 2,2        | 0,9x                | -          |
| 9/2016    | Payment Software Company         | NCC Group                     | 16,7       | 2,0x                | 37         |
| 3/2016    | Europoint Netw.                  | Nixu                          | 1,6        | 0,9x                | -          |
| 12/2015   | Cyveillance                      | Looking Glass Cyber Solutions | 31,9       | 1,9x                | -          |
| 11/2015   | Fox-IT                           | NCC Group                     | 133,0      | 5,4x                | 170        |
| 6/2015    | nSense                           | F-Secure                      | 18,0       | 2,5x                | 70         |
| 4/2015    | Codenomicon                      | Synopsys                      | -          | -                   | 130        |
| 3/2015    | Accumuli                         | NCC Group                     | 76,0       | 3,3x                | 160        |
| 12/2014   | Trusteq                          | KPMG Suomi                    | -          | -                   | 45         |
| 10/2014   | Panorama Partners                | Nixu                          | 4,0        | 1,0x                | 40         |
| 5/2014    | FortConsult                      | NCC Group                     | 4,9        | -                   | -          |
| 1/2014    | Mandiant (US)                    | Fire-Eye                      | 1007 (m\$) | ~10x                | 500        |

Lähde: Capital IQ, Inderes

# Kilpailu 1/2

## Kyberturvapalvelut ovat vielä suhteellisen nuori markkina

Kyberturvallisuuden palvelut ovat IT-markkinassa verrattain nuori alue, joka on lähtenyt kunnolla muotoutumaan vasta 2010-luvulla. Kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut ja markkina hakee vielä voimakkaasti muotoaan. Toimijoiden sekalaisuus johtuu etenkin siitä, etteivät kyberturvapalvelut ole tyypillisesti asiantuntijapalveluyritysten strategian ytimessä, vaan enemmänkin täydentävä osa-alue. Koska kasvavaa markkinaa jaetaan nyt, on Nixulle tärkeää panostaa kasvuun.

Kyberturvapalveluiden markkinan kasvunäkymä on houkutelullut paikalle paljon kilpailua, mutta toisaalta alalle tulon kynnyks on korkea. Tämä johtuu erityisesti teknologioiden kompleksisuuden kasvusta sekä uskottavuuden ja maineen tärkeydestä. Teknologioiden kompleksisuuden takia pienten toimijoiden on pakko erikoistua tietyille alueille, mutta tämä jättää ne vaikeaan asemaan asiakkaiden ostokäyttäytymisen siirtyessä kohti kokonaisratkaisuja ja ulkoistettua kyberturvaa.

Arviomme mukaan toimialalle syntyy edelleen uusia pieniä kyberturvaan keskittyviä yrityksiä, minkä lisäksi IT-markkinan etabloituneet toimijat perustavat lisää omia kyberturvaan keskittyviä tiimejä. Markkinoille pyrkivät toimijat saattavat pyrkiä haalimaan osuuksia hinta edellä, mikä voi heikentää alan yleistä hintatasoa. 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 voisi johtaa yleisen hintatason heikentymiseen.

## Kilpailu kotimaassa: Nixulla vahva asema

Kyberturvapalveluiden markkinatoimijoiden kirjo ulottuu Nixun kaltaisista erikoistuneista yhtiöistä IT-palveluyhtiöihin ja laajasti myös IT-sektorin ulkopuolelle. Markkinalla toimivat IT-talojen lisäksi muun muassa teleoperaattorit (kuten Telia ja Elisa), konsulttitalot (kuten KPMG ja Deloitte) sekä tietyiltä osin jopa puolustusteollisuuden toimijat (kuten Cassidian). Vaikka suomalainen kyberturvaosaaminen on vahvasti pinnalla, on kyberturva-yhtiöiden joukko Suomessa hyvin pieni. Toimijoiden määrä on pienentynyt voimakkaasti viime vuosina yrityskauppojen myötä.

## Kyberturvapalveluihin erikoistuneista yhtiöistä

Suomessa oston kohteina ovat olleet Panorama Partners (Nixu), Trusteq (KPMG), nSense (F-Secure), Propentus (Cygate) sekä Spellpoint ja Ymon (Viria). Nixun kanssa kilpailevia pienempiä toimijoita Suomessa ovat muun muassa 2NS ja Silverskin. Nämä toimijat muutaman miljoonan euron liikevaihtoluokassa. Kyberturvaan keskittyneistä palveluyhtiöistä Nixu on Suomessa selkeästi suurin toimija. Markkinan kasvusta huolimatta pienten toimijoiden on ollut vaikeaa kasvaa merkittävään kokoluokkaan ja ne ovat usein päätyneet yritysoston kohteeksi.

**IT-generalistit** ovat kiinnostuneita kyberturvan kasvumahdollisuuksista, minkä takia ne voidaan nähdä yhtenä Nixun keskeisenä kilpailijaryhmänä. Suomessa erityisesti CGI ja TietoEVRY ovat panostaneet kyberturvapalveluihin, mutta

käsityksemme mukaan niiden tiimien koot ovat Nixua pienemmät. IT-taloille on luontevaa tarjota kyberturvaa osana niiden integraatio- ja ylläpitopalveluita, mikä on niille merkittävä vahvuus. Asiakas voi kuitenkin kokea haitalliseksi, että sen IT-infran toimittaja valvoo itse itseään. Osa IT-taloista on oman tiimin rakentamisen sijaan hankkinut kyberturvallisuuteen liittyvän erityisosaamisen esimerkiksi Nixulta osana omia projektitoimituksiaan.

**Konsulttitalot** kilpailevat Nixun kanssa erityisesti neuvonantopalveluissa. Kyberturvan neuvonantopalveluissa Suomessa aktiivisia ovat esimerkiksi Deloitte sekä KPMG. Neuvonanto tietosuojaan liittyvässä juridiikassa on yksi näiden toimijoiden vahvuuksista. Neuvonantopalveluihin keskittyvien konsulttitalojen heikkoutena voi olla näkemyksemme mukaan rajallinen osaaminen eri teknologioissa sekä teknologioiden toteutusprojekteissa.

**Teleoperaattorit** toimivat Suomessa myös 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.

# Kilpailu 2/2

**Tietoturvaluotteiden toimittajat** ovat myös laajentuneet palvelumarkkinaan. Viime vuosina rajanveto tuote- ja palveluliiketoiminnan välillä on myös hämärtynyt johtuen tuote-yhtiöiden liiketoimintamallien muutoksesta kohti jatkuvia palveluita, tietomurtojen jatkuvaa havainnointia sekä SaaS-liiketoimintaa. Samaan aikaan kyberturvan palveluyhtiöiden liiketoimintamallit ovat muuttumassa asiantuntijaresurssien myynnistä kohti kyberturvan myyntiä jatkuvina, teknologiapohjaisina palveluina, mikä lähentää tuote- ja palvelutaloja.

Esimerkkinä kehityksestä F-Securesta tuli vuonna 2015 Nixun kilpailija, kun yhtiö osti nSensen. Kesäkuussa 2018 F-Secure osti noin 400 henkeä työllistävän MWR InfoSecurityn, jonka myötä yhtiöstä tuli merkittävä eurooppalainen toimija myös palveluliiketoiminnassa (konsultointi n. 21 % l:sta). F-Securen strategia ja lähestyminen kyberturvaan on kuitenkin erilainen kuin Nixulla ja pääfokus on edelleen tuoteliiketoiminnassa.

## Ruotsin fragmentoitunut markkina tarjoaa hyviä kasvumahdollisuuksia

Nixu on laajentunut Ruotsin markkinalle neljällä pienehköllä yrityskaupalla 2016-2019. Toisin kuin Suomessa, Ruotsin markkina on hyvin fragmentoitunut kyberturvapalveluiden osalta. Nixu on jo nykyisessä kokoluokassaan merkittävä toimija Ruotsissa. Markkinan fragmentoituneisuus tarjoaa Nixulle edelleen hyviä mahdollisuuksia kasvaa organisesti ja yritysostoin. Nixu on laajentanut Suomessa tuotettavia CDC-valvomopalveluita (Cyber Defence Center) vuodesta 2017 alkaen myös ruotsalaisiin asiakkaisiin, jolloin skaalautuvuutta saavutetaan

maan rajojen yli.

## Kansainvälinen kilpailu: mahdollisuuksia paljon, mutta muutkin ovat apajilla

Euroopan tasolla kyberturvapalveluiden markkinat ovat myös hyvin epäkypsät, mutta kansainvälisen skaalaetujen takia markkinalle on jo alkanut syntyä kansainvälisiä toimijoita. Erityisesti ulkoistetussa tietoturvassa kansainvälisestä läsnäolosta on etua globaalien asiakkaiden palvelussa.

Pohjois-Amerikassa on jo syntynyt useampia kyberturvapalveluihin erikoistuneita palveluyhtiöitä kuten Mandiant, Optiv, Secureworks ja Trustwave. Nixun strategiana on rakentaa merkittävä kyberturvan palveluyhtiö Pohjois-Euroopan markkinalle. Vastaavaa strategiaa käsityksemme mukaan toteuttavat Euroopan tasolla japanilaistaustainen NTTCom Security, Lontoossa listattu NCC Group sekä SecureLink, jonka teleoperaattori Orange osti pääomasijoittajalta toukokuussa 2019. Globaalilla tasolla markkinaa katsovat myös IT-jätit kuten CGI, IBM ja Verizon. IoT-puolella kilpailussa vastaan voi tulla esimerkiksi Siemens.

NTTCom Security on yksi Euroopan suurimpia kyberturvan toimijoita arviolta noin 300 miljoonan euron liikevaihdolla ja noin 1500 henkilöllä. Yhtiö on muodostunut kahdesta Saksassa tehdystä yrityskaupasta: Integralis (2009) ja Infotrust (2014).

Pääomasijoittajan rakentama SecureLink nousi muutamassa vuodessa Euroopan yhdeksi suurimmista toimijoista SecureLink (2015), Coresec (2016), Nebulas (2016) ja iT-Cube (2017) -yritysostoilla. Yritysostojen myötä yhtiö työllisti vuonna 2019 yli 660 henkeä ja teki noin 250

MEUR liikevaihtoa. Teleoperaattori Orangen kyberturvaliikevaihto nousi SecureLink-oston myötä yli 600 MEUR:oon tehden siitä merkittävän pelurin Euroopassa. Noin puolet liikevaihdosta tulee vielä yhtiön kotimarkkinalta Ranskasta.

Lontoossa listatun NCC Groupin liikevaihto on yli 300 MEUR ja sen kyberturvan divisioona tekee yli 260 miljoonan euron liikevaihtoa. Yhtiö on muodostunut lukuisista yritysostoista 2010-luvulla, joista vuonna 2014 ostettu hollantilainen Fox-IT oli hyvin Nixun kaltainen toimija. Vuonna 2016 yhtiö laajeni Yhdysvaltoihin kahdella yritysostolla.

Näiden kolmen edellä mainitun suuren toimijan liikevaihdosta huomattava osa tulee kolmansien osapuolien tuotteiden jälleenmyynnistä. Palveluliiketoimintaa tarkasteltaessa on Nixu kokoluokaltaan lähempänä näitä toimijoita. Lisenssimyynnin markkina on kuitenkin murroksessa palveluiden siirtyessä etenevässä määrin pilveen. Tästä syystä lisenssien jälleenmyyjät (kuten Securelink tai Suomessa Cygate) pyrkivät yhä vahvemmin itse palveluliiketoimintaan.

# Kilpailukenttä

## Osaamisalueet

| Tyyppi                             | Esimerkkejä  | Asiakas-segmentit    | Tuotteiden jälleenmyynti | Kyberuhka-osaaminen | Neuvonanto | Integraatio-projektit | Managed Security Services | Laki |
|------------------------------------|--|----------------------|--------------------------|---------------------|------------|-----------------------|---------------------------|------|
| Kyberturvapalveluihin erikoistujat | <br><br>  | Suuret organisaatiot | ✓                        | ✓✓                  | ✓✓         | ✓                     | ✓✓                        | ✓    |
| Konsulttitalot                     | <br><br><br> | Suuret organisaatiot | ✓                        | ✓                   | ✓✓         | ✓                     | ✓                         | ✓    |
| IT-generalistit                    | <br><br>  | Suuret organisaatiot | ✓✓                       | ✓                   | ✓          | ✓✓                    | ✓✓                        | —    |
| Tuotetalot                         | <br><br>  | Laaja                | —                        | ✓✓                  | ✓          | —                     | ✓                         | —    |
| Teleoperaattorit                   | <br>   | Pk-yritykset         | ✓                        | ✓                   | —          | —                     | ✓                         | —    |

|    |                |
|----|----------------|
| ✓✓ | Ydiosaamisalue |
| ✓  | Osaamisalue    |

# Kyberturvapalvelumarkkinan evoluutio



- Kyberturvallisuusliiketoiminta vahvasti teknologia- ja tuoteveitoista
- Kyberturvapalveluissa ei vielä selkeää markkinaa
- Kyberturvapalveluihin erikoistuneita merkittäviä toimijoita ei vielä muodostunut
- Kompleksisuuden kasvun myötä tietoturva ei voida hoitaa enää pelkillä tuotteilla, vaan tarvitaan myös palveluita
- Markkinalle syntyy ensimmäisiä pieniä erikoistuneita toimijoita
- IT-generalistit ja konsulttitalot perustavat pieniä, sisäisiä kyberturvatimejä
- Markkinan kasvuajurit voimistuvat
- Yritykset panostavat voimakkaasti täysin uusien digipalveluiden kehitykseen, mikä luo viiveellä kysyntää kyberturvalle
- Kyberturvapalveluiden kysyntä kasvaa myös uhkakuvien kasvun ja regulaation vetämänä
- Suuret kansainväliset toimijat kiinnostuvat kyberturvapalvelumarkkinasta
- Toimialan konsolidaatio lisääntyy
- Kyberturvan kysyntä kasvaa voimakkaasti, kun organisaatiot aktivoituvat suojaamaan kehittämiään uusia digitaalisia palveluita
- Siirtymä pelkästä uhkien torjunnasta suojauksesta läpipäässeiden kyberhyökkäysten nopeaan havainnointiin ja niihin reagointiin
- Ulkoistettu kyberturva noussut keskeiseksi trendiksi, mutta vain suurimmilla toimijoilla on riittävät kyvykkyydet tähän
- Kansainvälinen kilpailu lisääntyy

## Eurooppaan on muodostunut jo kolme merkittävää kansainvälistä kyberturvapalveluyhtiötä

### NCC Group



**~2000**  
Henkilöstö



#### Yritysosot

VSR (2016)  
Payment Software (2016)  
Accumuli plc (2014)  
Fox-IT B.V (2014)  
Fortconsult A/S (2013)



**>300 MEUR**  
Liikevaihto

### NTTCom Security



**>1500**  
Henkilöstö



#### Yritysosot

Infotrust AG (2014)  
Secode AB (2011)  
Integralis AG (2009)



**~300 MEUR**  
Liikevaihto

### SecureLink (Teleoperaattori Orange osti 5/2019)



**>660**  
Henkilöstö



#### Yritysosot

iT-Cube Systems AG (2017)  
Nebulas Solutions Ltd. (2016)  
Coresec AB (2016)  
SecureLink N.V. (2015)



**~250 MEUR**  
Liikevaihto

# Strategia 1/2

## Strategian tavoitteet

Nixu julkaisi vuonna 2019 kasvun tahtotilan vuosille 2020-2024, jonka viisi kehitysaluetta ovat:

- Luoda Nixusta kansainvälisesti arvostettu kyberturvaosaajayhteisö
- Olla entistä vahvemmin yritysten digitalisaation kyberturvakumppani
- Datalähtöiset palvelut globaaleilla alustoilla
- Markkinaläsnäolon laajentaminen
- Kannattava, skaalautuva kasvu

Nixun keskeisinä strategisina tavoitteina on laajentaa läsnäoloa uusille maantieteellisille alueille sekä uusiin asiakassegmentteihin. Yhtiö pyrkii erottumaan kilpailussa sekä kasvamaan markkinaa nopeammin vahvistamalla asemaansa etenkin digitaalisen liiketoiminnan sekä teollisen internetin kyberturvaratkaisuissa. Maantieteellistä läsnäoloa vahvistetaan Suomessa pääosin orgaanisen kasvun kautta ja ulkomailta yritysostojen avulla. Palvelutarjonnan osalta kasvua ja kilpailuetua haetaan rakentamalla oman One Nixu -alustan päälle teknologiapohjaisia skaalautuvia palvelumalleja.

Nixu pyrkii tulevien vuosien aikana rakentamaan Pohjois-Eurooppaan laajan osaajaverkoston, joka ideaalitulanteessa toimisi verkostomaisesti yhdessä. Ulkomaat (Ruotsi, Tanska ja Hollanti) ovat tähän mennessä toimineet vielä kohtuullisen itsenäisesti, mutta tänä vuonna asiaan on tulossa muutos Nixun aloitettua siirtymän uuteen toimintamalliin maaliskuussa 2021. Uudessa mallissa Nixun toiminnot ovat maiden rajat ylittäviä, ja asiakkaita palvellaan ja kompetensseja kehitetään koko yhtiön laajuisesti. Näin joka maassa paikalliset neuvonanto- ja myyntitiimit

voivat tarjota asiakkaille koko Nixun yhtenäistä palvelutarjoomaa pelkän paikallisen tiimin sijaan. Koronan myötä palveluiden etätoimituksista on tullut uusi normaali, mikä edistää muutosta. Havainnollistamme uuden toimintamallin hyötyjä seuraavalla sivulla.

## Taloudelliset tavoitteet

Kasvun tahtotilan yhteydessä Nixu julkaisi uudet taloudelliset tavoitteet seuraavalle 5 vuodelle. Koronapandemian puhkeamisen jälkeen Nixu joutui kuitenkin ilmoittamaan toukokuussa 2020, ettei se pyri tavoitteiden mukaiseen kasvuun lyhyellä aikavälillä. Näin yhtiö ei tule saavuttamaan asettamia tavoitteita vuoteen 2024 mennessä. Arvioimme Nixun päivittävien tavoitteita koronatilanteen helpottaessa.

Nixu joutui koronaepävarmuuden keskellä toteuttamaan kustannussäästöjä, sillä yhtiön kannattavuus ja tasetilanne eivät olleet optimaalisessa asennossa pandemian puhjettua. Nyt Nixu on jälleen alkanut siirtää painopistettään takaisin kasvuun ja arvioimme yhtiön pyrkivän tavoitteiden mukaiseen kasvuun ensi vuodesta alkaen. Jälkikäteen tarkasteltuna yhtiö olisi selvinnyt pienemmälläkin jarrutuksella koronan keskellä, mutta riskienhallinnan näkökulmasta yhtiön oli pakko sopeuttaa nopeasti toimintaansa, sillä taseasema ei olisi kestänyt tappioiden merkittävää syventymistä.

Vuonna 2019 annetun kasvun tahtotilan mukaan Nixu tavoittelee vuosittain 15-25 %:n orgaanista kasvua ja lisäksi yritysostojen arvioidaan tuovan keskimäärin 10 %:n vuotuisen kasvun strategiakaudella. Kokonaisuudessaan pidämme Nixun tavoitteita kunnianhimoisina, mutta yhtiön historiallisen kehityksen valossa niissä on myös

realismia ja uskottavuutta. Orgaanisen kasvun osalta tavoitteen saavuttaminen jatkossa vaatii yhtiöltä onnistumista rekrytoinneissa osaajapulasta kärsivällä markkinalla sekä voimakasta kasvua etenkin ulkomailta. Orgaanisen kasvun ajurina strategiassa toimivat erityisesti hallinnoitavat jatkuvat palvelut, joiden odotetaan kasvavan strategiakaudella selvästi konsultointipalveluita nopeammin. Hallinnoitujen jatkuvien palveluiden osuuden yhtiö tavoittelee nousevan yli 50 %:iin liikevaihdosta (2020: 20 %). Hallinnoitavat jatkuvat palvelut koostuvat tällä hetkellä lähes kokonaan CDC-valvomopalveluista, mutta kokonaisuus voi sisältää tulevaisuudessa muitakin ratkaisuja.

Voimakkaan kasvun tavoittelu vaatii merkittäviä kasvupanostuksia ja arvioimme Nixun kannattavuuden jäävän vielä lähivuosina vaatimattomalle tasolle. Yhtiö tavoittelee pitkällä aikavälillä 15 %:n käyttökatemarginaalia operatiivisen tehokkuuden parantuessa skaalautuvuuden myötä sekä kasvu- ja myyntipanostusten suhteellisen osuuden pienentyessä asteittain. Nixu arvioi myös pystyvänsä nostamaan hintojaan hieman palkkainflaatiota nopeammin, mikä tukee peruskannattavuutta. Pidämme kannattavuustavoitetta realistisena ja esimerkiksi H2'20:lla yhtiö ylsi 11 %:n käyttökatteeseen. Tavoitteen saavuttaminen vaatii kuitenkin riittävän skaalaa ulkomailta ja Nixu tavoittelee vähintään viidellä markkina-alueella yli 25 MEUR:n liikevaihtoa. Euroopassa Iso-Britannia ja Saksa ovat suuria markkinoita, joihin Nixu arvioimme mukaan voisi laajentua, mutta lyhyellä aikavälillä yhtiö keskittyy kasvuun nykyisillä neljällä markkina-alueella.



# Nixun toimintamallin muutos

## Vanha toimintamalli



## Uusi "Better together" -toimintamalli



### Uudet tulosvastuulliset liiketoiminta-alueet:

**Asiakaskokemus (Client Experience):** Tavoitteena edistää voimakasta kasvua ja varmistaa asiakkaille yhtenäinen asiakaskokemus Nixusta luotettuna kyberturvakumppanina.

**Asiantuntijapalvelut (Expert Services):** Vastaa Nixun projektiluontoisten konsultointipalveluiden tuottamisesta. Saman osaamisalueen asiantuntijat työskentelevät maiden rajat ylittävissä tiimeissä.

**Hallinnoidut palvelut (Managed Services):** Vastaa Nixun teknologiapohjaisten hallinnoitujen kyberturvapalvelujen tuotannosta, kehittämisestä sekä kumppanihallinnasta.

**Markkina-laajentuminen (Market Expansion):** Vastaa Nixun yritysostostrategian toteuttamisesta sekä uusien kohteiden integroinnista osaksi Nixua.

**Innovaatiot (Labs):** Tavoitteena kehittää uusia innovatiivisia kyberturvapalveluita asiakkaille. Yksi keskeisimpiä hankkeita IloT-startup, joka keskittyy teollisen internetin laitteistojen turvallisuuden varmistamiseen.

Lähde: Nixu, Inderes

### Uuden toimintamallin tavoitteet:

- Asiaksläheisyyden ja -keskeisyyden lisääminen
- Myynnin kyky tarjota joka maassa koko Nixun noin 400 hengen tiimiä ja yhtenäistä palveluportfoliota paikallisten pienempien tiimien sijaan
- Konsultoinnin laskutusasteet ja tehokkuus kuntoon, kun kapasiteettia voidaan tasata maiden rajojen yli
- Projektiluonteisen konsultoinnin ja jatkuvien palveluiden selkeämpi eriyttäminen, jolloin molemmat voivat keskittyä täysillä omiin fokusalueisiinsa
- Yritystojen tehokkaampi integraatio osaksi yhtenäistä "One Nixua"
- Mahdollisuus perustaa rajat ylittäviä toimialakohtaisia yksiköjä (esim. finanssisektori tai vähittäiskauppa), ja vahvan toimialaosaamisen kautta olla entistä kriittisempi kumppani asiakkaille

# Strategia 2/2

## Strategian rahoitus

Nixun nykyisellä taseella (H2'20: omavaraisuusaste 34 %, nettovelkaantumistaso 16 %, kassa 6,0 MEUR) liikkumavara kasvutavoitteiden edellyttämiin investointeihin on rajallinen. Siten yhtiö tulee todennäköisesti keräämään lisää omaa pääomaa yritysostoja varten, käyttämään omaa osaketta yritysostoissa sekä käyttämään hallitusti velkavipua. Yhtiö keräsi viimeksi vuonna 2017 suunnatulla annilla instituutioilta noin 10 MEUR, mikä jälkikäteen tarkasteltuna osoittautui osakkeen arvostustason (merkintähinta 13 EUR/osake) näkökulmasta erinomaisesti ajoitetuksi anniksi.

## Yrityssotot kansainvälistymisstrategian keihäänkärkenä

Orgaaninen laajentuminen uusiin toimintamaihin on näkemysmme mukaan vaikeaa Nixun kaltaisissa korkeaa luottamusta edellyttävissä asiantuntijapalveluissa. Yhtiön liiketoimintamalli edellyttää tyypillisesti paikallista läsnäoloa lähellä asiakasta ja asiakasläheisyys on Nixulle tärkeä kilpailutekijä. Noustakseen visionsa mukaisesti Pohjois-Euroopassa yritysten ykkösvaihtoehdoksi kyberturvapalveluissa, tulee Nixun laajentaa läsnäoloaan näillä markkinoilla. Strategiset yritysostot ovat pääasiallinen keino uusille markkinoille laajentumisessa.

Vuodesta 2014 lähtien Nixu on toteuttanut 7 strategista yritysostoa. Lisäksi vuoden 2021 maaliskuussa tanskalaisen C-Curen alle 10 henkilön pieni tiimi liittyi osaksi Nixua vanhoina työntekijöinä. Järjestelyyn liittyy tietty kauppahinnan kaltainen bonus riippuen siitä,

miten C-Curen asiakkaat siirtyvät järjestelyn mukana Nixulle. Kaikki kaupat on onnistuttu toteuttamaan maltillisin arvostustasoin, kun maksetut liikevaihtokertoimet ovat olleet noin 0,8x-1,0x välillä. Vaikka olemme varoittaneet kyberturvayhtiöiden valuaatioiden karkaamisesta, on Nixu ainakin historiassaan onnistunut löytämään kohtuullisesti hinnoiteltuja pieniä tiimejä, jotka käytännössä toimivat vaihtoehtoina rekrytoinneille. Näiden kauppojen kautta yhtiö on päässyt uusille markkinoille sekä saanut valmiin tiimin ja asiakkuuksia.

Viime vuosien useiden yrityskauppojen jälkeen vaikuttaa siltä, ettei ostokohteiden integroinnissa ole ilmennyt mitään normaalista poikkeavia haasteita pois lukien vuoden 2017 Bitsec-kauppa Ruotsissa, jossa työntekijöiden pysyvyys jäi kaupan jälkeen heikoksi. Uuden toimintamallin myötä Nixu aikoo jatkossa panostaa aiempaa enemmän ostokohteiden integrointiin osaksi yhtenäisiä toimintatapoja, kun palveluja tarjotaan rajat ylittävästi. Aiemmin ostettujen kohteiden annettiin jatkaa vapaammin omien toimintatapojensa mukaan, mikä on aiheuttanut paikoitellen tehottomuutta ja siiloutumista.

## Jatkuvat palvelut

Nixun jatkuviin palveluihin panostavan strategian ytimessä ovat kyberturvan valvomopalvelut. Nixu suunnittelee hallinnoitujen palveluiden lanseeraamista myös teollisen IoT:n puolelle sekä tarjoaa jo digitaalisen identiteetin hallintaratkaisua, uhkakartoitusta sekä haavoittuvuuksien hallintaa jatkuvana palveluna.

Nixu avasi vuonna 2015 oman CDC-valvomon ja

markkina on tämän jälkeen lähtenyt nopeasti muotoutumaan Suomessa. Valvomopalveluita tarjoavat muun muassa Elisa, CGI, TietoEVRY ja Telian Cygate. Myös F-Securen MDR-ratkaisu Countercept kilpailee osittain Nixun valvomopalveluiden kanssa. Emme näe Elisaa ja Teliaa oleellisena kilpailu-uhkana Nixulle, sillä teleoperaattorin lähestymiskulma ja kohderyhmä ovat erilaiset, kuin kyberturvapalveluihin erikoistuneella Nixulla. Nixun haasteeksi kilpailussa suurimmista globaaleista asiakkaista voi mielestämme muodostua yhtiön rajallinen mittakaava, sillä suuremmat kilpailijat pystyvät tarjoamaan jatkuvia valvomopalveluita globaalisti useista 24/7 SOC (Security Operations Center) -keskuksistaan.

Liiketoimintamallina valvomoliiketoiminta edellyttää Nixulta etupainotteisia investointeja, mutta se tuo skaalautuvuutta ja jatkuvuutta, kun riittävä asiakasmäärä saavutetaan. Suomessa kriittinen massa alkaa olla jo saavutettu, mutta ulkomailla CDC-palveluiden ylösajo on vielä alkuvaiheessa.

Pitkällä tähtäimellä valvomo toimii myös tärkeänä projektien ”sisäänheittäjänä”, sillä valvomon havaitsemien tietoturtojen selvittäminen edellyttää usein erikseen laskutettavien asiantuntijapalveluiden käyttöä.

Pidämme tärkeänä, että Nixu on strategiassaan lähtenyt hyvissä ajoin rakentamaan siltaa kohti jatkuvia ”as a service” -toimitusmalleja. Tämä vastaa markkinan kysyntätrendiin kohti ulkoistettua kyberturvaa sekä turvaa yhtiön kilpailuetuja ja liiketoiminnan jatkuvuutta, kun kilpailu asiantuntijaresurssien myynnissä kiristyy.

# Strategia



## Markkinaläsnäolon laajentaminen

## Digitalisaation kyberturvakumppani

## Datalähtöiset palvelut globaaleilla alustoilla

## Kansainvälisesti arvostettu kyberturvaosaajayhteisö

## Kannattava ja skaalautuva kasvu

- Strategiset yritysostot ja orgaaninen laajentuminen Pohjois-Euroopan alueella
- Kyberturvan myynti jatkuvana palveluna, erityinen fokus digitaalisessa liiketoiminnassa ja IoT:ssä
- Oman liiketoiminnan digitalisointi ja investoinnit omaan One Nixu -alustaan
- Panostukset työnantajakuvaan, rekrytointiin ja kyberuhkien laaja-alaiseen tuntemukseen
- Kasvupanostuksista huolimatta kasvua pyritään rakentamaan skaalautuvaksi

- ✓ Orgaaninen lv:n kasvu 15-25 % vuodessa (2020-2024)
- ✓ Epäorgaaninen lv:n kasvu keskimäärin 10 % vuodessa (2020-2024)
- ✓ Liikevaihto 100 MEUR vuonna 2021
- ✓ 1000 työntekijää vuonna 2023
- ✓ Käyttökate 15 % liikevaihdosta vuonna 2024
- ✓ Hallinnoidut jatkuvat palvelut yli 50 % lv:sta vuonna 2024
- ✓ 5 yli 25 MEUR:n markkina-alueita vuonna 2024

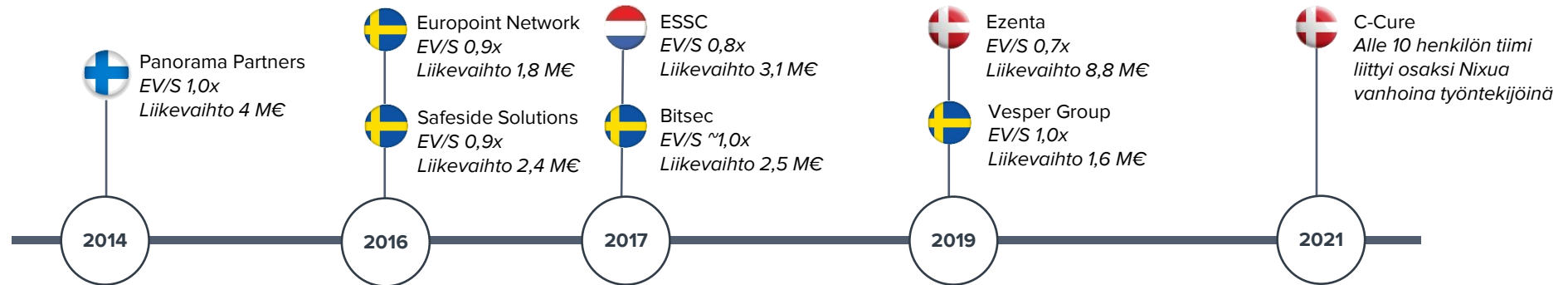
- Vahva markkina-asema Suomessa tarjoaa hyvän perustan kasvuille
- Kansainvälistyminen vauhdissa Ruotsissa, Hollannissa ja Tanskassa
- Jatkuvat CDC-palvelut saavuttaneet Suomessa jo kriittisen massan, kv-markkinoilla ylösajovaiheessa

- Yritysostojen "sweet spot" pienten tiimien täsmäostoissa, suuremmissa kohteissa arvostustasot voivat olla haasteena
- Tavoitteena luoda Pohjois-Eurooppaan merkittävä kyberturvaan erikoistunut palveluyhtiö
- Liiketoimintamalli ja markkina siirtyvät kohti "as a service" -toimitusmalleja
- Kyky hallita kokonaisuuksia ja asiakkaan lähellä toimiminen korostuvat kilpailuetuina

- Orgaaninen kasvutavoite on kunnianhimoinen, mutta historiallisen kehityksen perusteella saavutettavissa
- Kasvu nykyisten asiakkaiden sisällä Suomessa ja ulkomailta myös enemmän uusasiakashankintaa
- Kasvupanostukset rasittavat edelleen kannattavuutta lähivuodet
- Strategian onnistuessa yhtiöllä olisi ennustettava ja osittain skaalautuva liiketoimintamalli

# Nixun yrityskaupat ja M&A-strategia

## Yritysosot



## Yrityskauppastrategia

### Strategiset yrityskaupat

- Uuden markkinan avaus
- Markkina-aseman vahvistaminen
- Vaihtoehto rekrytoinneille
- Puuttuvan osaamisen hankinta
- Tähän mennessä kaikki yrityskaupat ovat olleet strategisia

### Opportunistiset yrityskaupat

- Nixulla halu osallistua aktiivisesti markkinan konsolidaatioon ja luoda omistaja-arvoa tilaisuuden tullen
- Suuremmat yrityskaupat myös mahdollisia, mutta korkeat arvostustasot todennäköisesti jarruttavat näiden toteutumista
- Tällä hetkellä myös Nixun rahoitusasema rajoittaa yrityskauppojen tekemistä

# Taloudellinen tilanne

## Koronapandemia aiheutti suvantovaiheen historiallisesti vahvaan kasvuun

Nixu on historiassaan käynyt läpi murroksen kohti kyberturvapalveluliiketoimintaa välillä 2006-2012. Yhtiö irtautui tuolloin kyberturvapalveluiden ulkopuolelle kuuluvista liiketoiminnoista, mikä osaltaan vaikuttaa historiallisiin lukuihin. Nixun kyberturvallisuuspalveluiden kasvu on ollut historiassa vahvaa ja ne ovat kasvaneet keskimäärin 27 % vuosittain vuosien 2006-2020 välillä. Kasvuvauhti on pysynyt hyvänä myös kokoluokan kasvaessa ja vuoden 2014 pörssilistautumisen jälkeen Nixun liikevaihto on kasvanut viimeisen kuuden vuoden aikana keskimäärin 21 % vuodessa. Arviomme mukaan vuosien 2015-2020 kasvusta karkeasti noin puolet on orgaanista ja toinen puolikas yrityskaupoista.

Vuonna 2020 Nixun kasvu hidastui 4 %:iin, kun koronapandemia laittoi osan Nixun asiakkaista lykkäämään ja tinkimään kyberturvan investoinneistaan. Samalla vuoden 2019 lopussa pintaautuneet kasvukivut kv-markkinoilla, heikko kannattavuus sekä tiukka taseasema pakottivat Nixun kääntämään viime vuonna katseen kasvusta kannattavuusperustan korjaamiseen. Onnistuneen käänteen jälkeen Nixun painopiste siirtyy tänä vuonna jälleen voimakkaammin kasvun suuntaan.

## Kasvupanostukset ovat syöneet kannattavuutta

Nixun käyttökate-% oli vuonna 2014 13 % ja kannattavuus on sen jälkeen laskenut selvästi matalammalle tasolle. Alimmillaan käyttökate kävi vuonna 2018 (-1%) ja H2'19:llä (-3,6 %). Vuonna 2020 käyttökate oli 5 % liikevaihdosta. Nixun hinnoittelussa, laskutusasteissa tai kustannusrakenteessa ei ole käsityksemme

mukaan tapahtunut mitään rakenteellisia kannattavuutta heikentäviä asioita, vaan heikko kannattavuus johtuu pääasiassa kasvuinvestoinneista. Yhtiöllä on esimerkiksi jatkuvasti asiantuntijoita tekemässä teknologiapohjaisten palveluiden kehitystyötä, mikä on pois laskutettavasta asiakastyöstä. Myös yrityskauppojen integrointi osaksi Nixua on aiheuttanut ylimääräisiä kustannuksia.

Käsityksemme mukaan Nixu tavoittelee kasvupanostuksista huolimatta kannattavuuden pitämistä positiivisena, vaikka viime vuosina yhtiö on välillä lipsahtanut tappion puolelle. Nixun vuosina 2019-2020 tekemät korjaavat toimenpiteet kannattavuuteen alkoivat näkyä H2'20:lla, jolloin käyttökate nousi 11 %:iin. Nopea tuloskäännöksi tukee yhtiön tarinaa terveestä operatiivisesta kannattavuudesta (laskutus vs. palkat), vaikka koronan myötä laskeneet matkakulut ovat myös tukeneet kannattavuutta.

Nixun kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti valtaosin henkilöstökuluista, joten kulurakenne on lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Vuonna 2020 henkilöstökulut vastasivat 63 % liikevaihdosta. Ezenta-kaupan myötä teknologian jälleenmyynnin osuus liikevaihdosta nousi, mikä näkyy materiaalit ja palvelut -erän kulujen nousuna (2020: 23 % lv:sta vs. 2018: 11 %). Liiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna koronan vuoksi vain 10 % liikevaihdosta (2019: 18 %) ja arvioimme osuuden nousevan tilanteen normalisoituessa. Muuten arvioimme Nixun kulujen suhteellisen osuuden laskevan asteittain tulevien vuosien aikana, kun operatiivinen tehokkuus paranee skaalautuvuuden myötä sekä kasvupanostusten suhteellisen osuuden pienentyessä.

## Tase ja rahoitusasema

Nixun nettovelkaantumisasaste oli 2020 lopussa 16 % ja omavaraisuusaste 34 %. Yhtiön kassa oli 6,0 MEUR ja korollista pankkilainaa 5,6 MEUR. Nixulla on myös 4 MEUR:n käyttämätön luottolimiitti. IFRS16-vuokrasopimusvelkoja taseessa oli 2,7 MEUR. Nykyisellä taseella Nixun liikkumavara kasvustrategian edellyttämiin investointeihin on rajallinen. Siten odotamme yhtiön keräävän jossain kohtaa lisää omaa pääomaa yritysostoja varten sekä käyttämään hallitusti velkavipua.

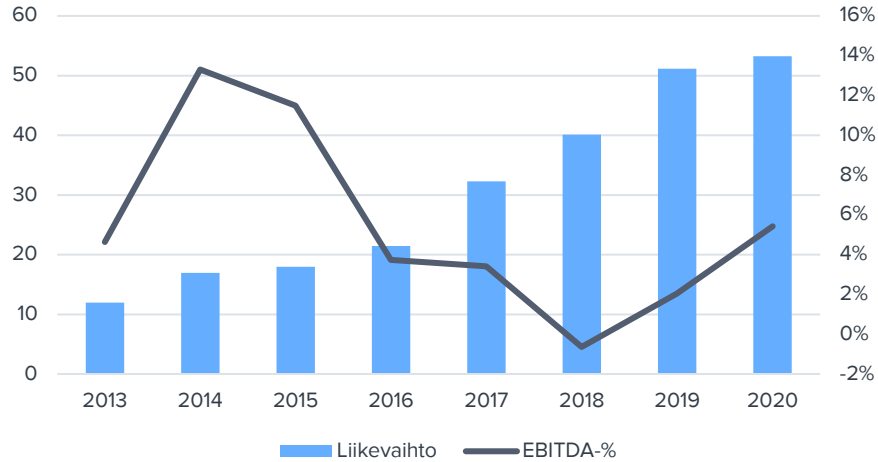
Nixun taseessa oli vuoden 2020 lopussa tehdyn 1,4 MEUR:n alaskirjauksen jälkeen yrityskaupoista kertynyttä liikearvoa 12,7 MEUR. Yhtiö joutui tekemään myös vuonna 2019 1,6 MEUR:n alaskirjauksen, ja nämä osaltaan heijastelevat yhtiön viime vuosien kasvukipuja kv-markkinoilla. Asiakassuhteisiin liittyviä aineettomia oikeuksia taseessa oli noin 2,5 MEUR. Näihin liittyvien poistojen arvioimme olevan noin 0,3 MEUR vuodessa, ja oikaistusta EPS:stä.

## Kassavirta investoidaan kasvuun

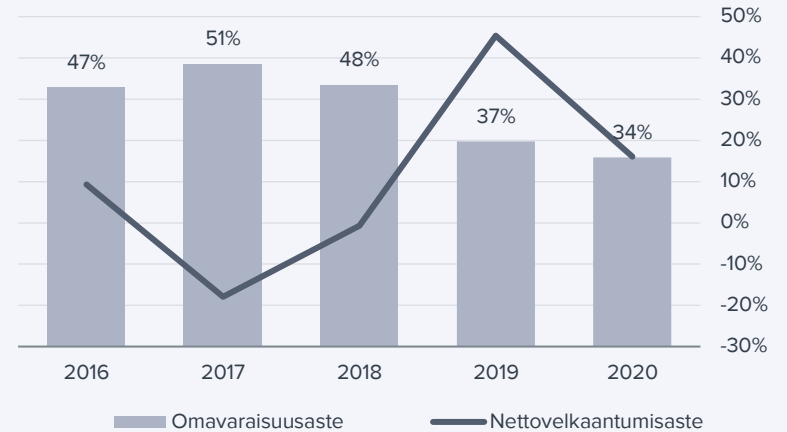
Nixun palveluliiketoiminta sitoo kohtuullisen vähän käyttöpääomaa ja investointitarve on pieni. Nixun panostukset kasvuun, kansainvälistymiseen ja teknologiapohjaisiin palveluihin sekä toteutetut yritysostot ovat kuitenkin pääosin syöneet rahavirrat vuoden 2014 jälkeen. Nixu tulee strategiassaan investoimaan tulevinakin vuosina kassavirtansa pääasiallisesti kasvuun, eikä omistajien kannata odottaa lähivuosilta osinkoja. Nykyisen kasvuvaiheen jälkeen skaalautuviin jatkuviin palveluihin nojaavan liiketoiminnan pitäisi luoda hyvin kassavirtaa.

# Taloudellinen tilanne

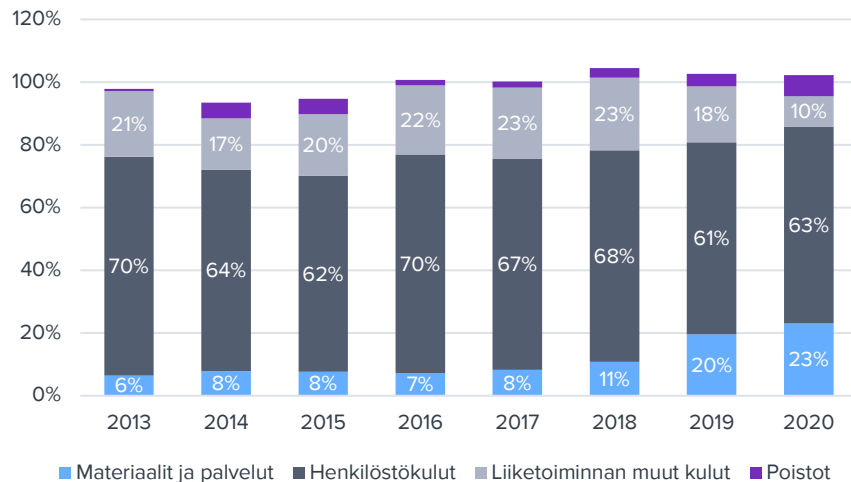
## Liikevaihto ja kannattavuus



## Taseen avainlukujen kehitys



## Kulurakenne %-liikevaihdosta

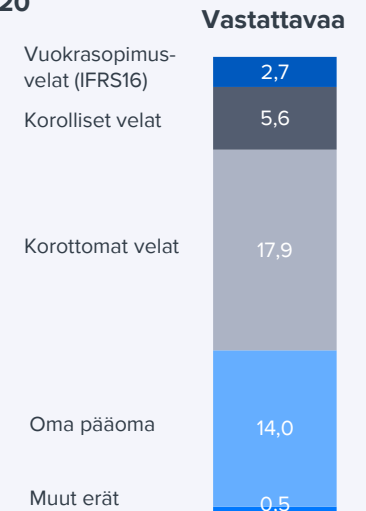


Lähde: Inderes

## Vastaavaa



## Tase 2020



# Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

## Ennusteet

### Ennusteiden lähtökohdat

Nixun vuoden 2021 ohjeistus sekä strategian mukaiset taloudelliset tavoitteet toimivat pohjana ennusteillemme. Nixu tavoittelee strategiassaan 15-25 %:n orgaanista kasvua ja lisäksi kasvua on tarkoitus kiihdyttää yritysostoilla. Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun, sillä tulevien yrityskauppojen mallintaminen on haasteellista ilman näkyvyyttä kauppojen kokoluokkaan ja ehtoihin.

Nixulla on vahvat näytöt historiallisesti vahvasta orgaanisesta kasvusta, minkä valossa uskomme yhtiön pääsevän takaisin kasvupolulle koronatilanteen hellittäessä. Odotamme hallintoitujen jatkuvien palveluiden toimivan merkittävimpana kasvun ajurina seuraavien 5 vuoden aikana. Tässä tärkeässä roolissa on Nixun valvomopalveluiden laajentaminen Suomesta muille markkina-alueille sekä uusien jatkuvien palvelumallien lanseeraaminen. Lyhyellä aikavälillä kasvu oletettavasti piristyy aluksi projektiliiketoiminnassa, kun koronan nojalla lykättyjä projekteja jälleen käynnistetään.

Nixu tavoittelee pitkällä aikavälillä noin 15 %:n käyttökatetta, mutta arvioimme kannattavuuden jäävän lähivuosina selvästi tämän alle kansainvälisen laajentumisen ja muiden kasvupanostusten rasittaessa kannattavuutta. Viime vuosien kannattavuushaasteiden jälkeen odotamme yhtiön kuitenkin tavoittelevan kannattavuuden säilyttämistä selvästi positiivisen puolella. Ennustamme Nixun kannattavuuden paranevan asteittain tulevina vuosina, mutta jäävän alle yhtiön tavoitetasojen heikkojen

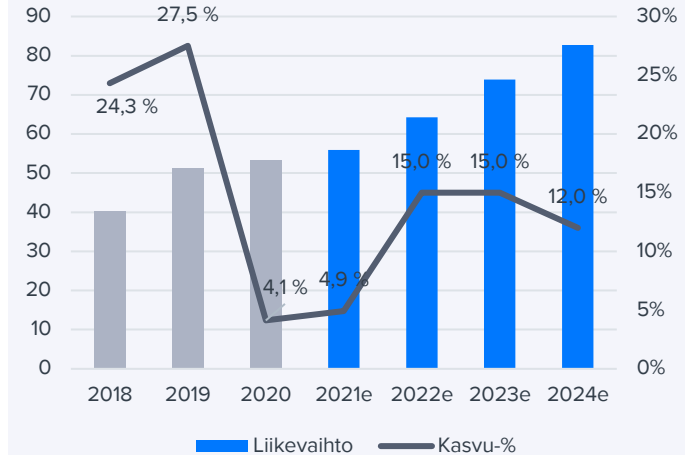
historiallisten näyttöjen vuoksi. Mielestämme lähivuosien kannattavuustasoa olennaisempaa on edelleen keskittyä seuraamaan Nixun kasvua ja onnistumista yhtiön strategisissa hankkeissa, mitkä ovat osakkeen arvonluonnin kannalta vielä huomattavasti keskeisempiä ajureita. Heikko kannattavuushistoria kuitenkin luo yhä enemmän painetta myös tuloslukujen suhteen. Emme odota Nixun maksavan lähivuosina osinkoja, vaan ohjaavan kaikki pääomat kasvuun.

### Lyhyen aikavälin ennusteet

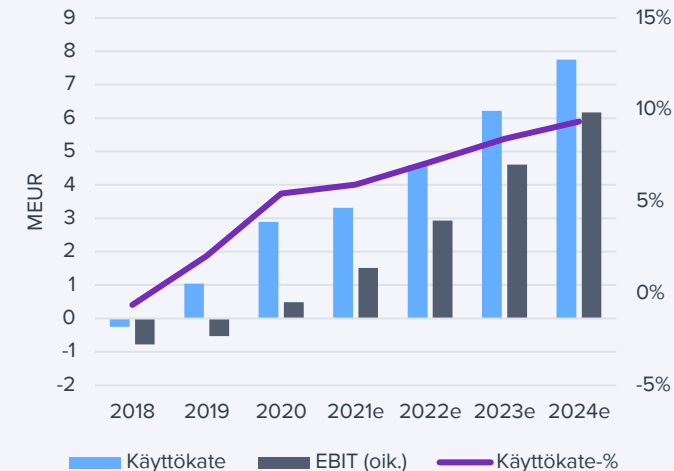
Nixun vuosi 2021 lähti käyntiin vaisusti, kun Q1-liikevaihto laski 6 % koronatilanteen edelleen jarruttaessa kysyntää kyberturvapalveluille. Lisäksi yhtiön viime vuonna toteuttamat tehostamistoimet lisäsivät henkilöstön vaihtuvuutta loppuvuodesta, mikä vaikeutti toimintaa alkuvuodesta. Nixu kuitenkin toisti Q1-liiketoimintakatsauksessa näkymänsä ja ohjeistaa liikevaihtonsa kasvavan orgaanisesti ja käyttökatteen paranevan edellisvuodesta (2020: 2,9 MEUR). Yhtiö myös kommentoi alkuvuoden myyntisuorituksen olleen kohtuullisen hyvää ja tilauskertymän kehittyneen suotuisasti. Odotuksissa on, että koronan tuoma digitalisaatioloiikka alkaisi heijastua myös kyberturvapalveluiden kysyntään H2:sta lähtien.

Ennustamme Nixun liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 5 % 55,9 MEUR:oon ja käyttökatteen olevan 3,3 MEUR (EBITDA-% 6 %). Odotamme liikevaihdon jäävän Q2:lla vielä edellisvuoden tasolle, mutta kasvun kiihtyvän selvästi H2:n aikana (+14 %). Tuolloin vastassa on myös koronan pehmittämä vertailukausi. Nixulla on tänä vuonna vielä paljon työtä tehtävänä oman kotipesän kunnostamisessa, jotta paluu kestäväälle kasvupolulle tapahtuu.

### Liikevaihto ja kasvu-%



### Tulosennusteet



# Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

Onnistuminen uuden toimintamallin jalkauttamisessa organisaatioon sekä uudet rekrytoinnit ovat tässä keskiössä.

Vuonna 2022 ennustamme Nixun kasvun kiihtyvän 15 %:iin, kun uusi toimintamalli yhdessä kyberturvamarkkinan piristyvän näkymän kanssa alkaa heijastua kasvuun. Tässä vaiheessa kasvun piristymiseen liittyy vielä epävarmuutta, eikä tulevien vuosien ennusteisiin voi täysin nojata ennen kuin kiihtyvistä kasvusta saadaan näyttöjä numeroiden kautta. Näkymän piristyessä Nixu aikoo myös lisätä kasvupanostuksia, jonka vuoksi emme odota olennaista parannusta kannattavuuteen, ja ennustamme ensi vuodelle 7 %:n käyttökatemarginaalia.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme vuosina 2023 ja 2024 Nixun liikevaihdon kasvavan 15 % ja 12 %. Ennusteessamme Nixun käyttökate paranee asteittain, ja ennustamme Nixun käyttökatemarginaalin olevan noin 8-9 %. Lievän kannattavuusparannuksen pitäisi pääasiallisesti tulla läpi operatiivisen tehokkuuden parantuessa sekä kasvu- ja myyntipanostusten suhteellisen osuuden pienentyessä asteittain tulevina vuosina.

Kassavirtamallia varten laadituissa pitkän aikavälin ennusteissa odotamme Nixun liikevaihdon kasvun olevan 10 % vuonna 2025 ja kasvun hidastuvan 5 %:iin vuosina 2026-2027. Tämän jälkeen ennustamme 3 %:n kasvua ja vuodesta 2030 alkaen mallin ikuisuuskasvuoletus on 2,5 %. Näemme Nixulla edellytyksiä ennusteitamme nopeampaan kasvuun pitkällä aikavälillä, mutta tällä hetkellä varovaisemmat pitkän aikavälin

oletukset ovat mielestämme perusteltuja, kunnes yhtiö on osoittanut paluun kestäväälle kasvupolulle.

Kannattavuuden osalta ennustamme Nixun käyttökatemarginaalin nousevan 10 %:iin vuonna 2025 ja tämän jälkeen kasvun tasaantuessa pysyttelevän pitkällä aikavälillä 12 %:n tasolla. Tämä vastaa noin 10 %:n liikevoittomarginaalia. Mielestämme Nixulla on nykyisen kasvuvaiheen jälkeen mahdollisuus ylittää tavoittelemansa 15 %:n käyttökatemarginaalin. Erityisesti, jos yhtiön tavoite nostaa hallinnoidut jatkuvat palvelut yli 50 %:iin liikevaihdosta toteutuu, näyttää kannattavuustavoite hyvinkin realistiselta. Esimerkiksi CDC-valvomopalveluissa Nixun pitäisi pystyä kasvattamaan liikevaihtoaan kulujen kasvua nopeammin, jolloin pitkällä aikavälillä näiden palveluiden kannattavuusprofiili on arviomme mukaan konsultointiliiketoimintaa parempi. Samalla kuitenkin kyberturvamarkkinan kireä kilpailutilanne luo painetta marginaaleihin pitkällä aikavälillä.

EPS ja osinko





# Ennusteet

| Tuloslaskelma                      | 2018         | H1'19       | H2'19        | 2019         | H1'20        | H2'20        | 2020         | H1'21e       | H2'21e      | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>40,1</b>  | <b>25,7</b> | <b>25,5</b>  | <b>51,2</b>  | <b>27,7</b>  | <b>25,6</b>  | <b>53,3</b>  | <b>26,8</b>  | <b>29,1</b> | <b>55,9</b> | <b>64,3</b> | <b>73,9</b> | <b>82,8</b> |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>-0,3</b>  | <b>2,0</b>  | <b>-0,9</b>  | <b>1,0</b>   | <b>0,1</b>   | <b>2,8</b>   | <b>2,9</b>   | <b>0,8</b>   | <b>2,5</b>  | <b>3,3</b>  | <b>4,6</b>  | <b>6,2</b>  | <b>7,7</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -1,2         | -0,9        | -2,7         | -3,7         | -1,1         | -2,5         | -3,6         | -1,1         | -1,1        | -2,1        | -2,0        | -1,9        | -1,9        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>-0,8</b>  | <b>1,1</b>  | <b>-1,6</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>0,0</b>   | <b>0,5</b>   | <b>0,5</b>   | <b>-0,1</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,5</b>  | <b>2,9</b>  | <b>4,6</b>  | <b>6,2</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>-1,5</b>  | <b>1,0</b>  | <b>-3,7</b>  | <b>-2,6</b>  | <b>-1,1</b>  | <b>0,4</b>   | <b>-0,7</b>  | <b>-0,2</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,2</b>  | <b>2,6</b>  | <b>4,3</b>  | <b>5,9</b>  |
| Nettorahoituskulut                 | -0,5         | -0,3        | -0,3         | -0,6         | -0,3         | -0,3         | -0,7         | -0,3         | -0,3        | -0,5        | -0,5        | -0,4        | -0,3        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>-1,9</b>  | <b>0,7</b>  | <b>-4,0</b>  | <b>-3,2</b>  | <b>-1,4</b>  | <b>0,0</b>   | <b>-1,4</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,7</b>  | <b>2,1</b>  | <b>3,9</b>  | <b>5,6</b>  |
| Verot                              | 0,0          | -0,2        | 0,0          | -0,3         | -0,1         | -0,4         | -0,5         | 0,1          | -0,2        | -0,1        | -0,4        | -0,8        | -1,1        |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-2,0</b>  | <b>0,5</b>  | <b>-4,0</b>  | <b>-3,5</b>  | <b>-1,5</b>  | <b>-0,4</b>  | <b>-1,8</b>  | <b>-0,4</b>  | <b>1,0</b>  | <b>0,6</b>  | <b>1,7</b>  | <b>3,1</b>  | <b>4,5</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>-0,18</b> | <b>0,08</b> | <b>-0,27</b> | <b>-0,19</b> | <b>-0,08</b> | <b>-0,04</b> | <b>-0,12</b> | <b>-0,03</b> | <b>0,15</b> | <b>0,12</b> | <b>0,27</b> | <b>0,46</b> | <b>0,64</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,27</b> | <b>0,07</b> | <b>-0,54</b> | <b>-0,47</b> | <b>-0,20</b> | <b>-0,05</b> | <b>-0,25</b> | <b>-0,05</b> | <b>0,13</b> | <b>0,08</b> | <b>0,23</b> | <b>0,42</b> | <b>0,60</b> |

| Tunnusluvut                          | 2018   | H1'19  | H2'19   | 2019   | H1'20  | H2'20  | 2020   | H1'21e | H2'21e | 2021e | 2022e  | 2023e  | 2024e  |
|--------------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 24,3 % | 31,9 % | 23,3 %  | 27,5 % | 7,7 %  | 0,5 %  | 4,1 %  | -3,2 % | 13,6 % | 4,9 % | 15,0 % | 15,0 % | 12,0 % |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> |        | -      | -       | -      | -      | -      | -      | -      | 219 %  | 209 % | 93,8 % | 57,1 % | 33,9 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | -0,6 % | 7,7 %  | -3,6 %  | 2,0 %  | 0,2 %  | 11,1 % | 5,4 %  | 3,0 %  | 8,6 %  | 5,9 % | 7,1 %  | 8,4 %  | 9,4 %  |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | -1,9 % | 4,3 %  | -6,4 %  | -1,0 % | -0,1 % | 2,0 %  | 0,9 %  | -0,4 % | 5,5 %  | 2,7 % | 4,6 %  | 6,2 %  | 7,5 %  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | -4,9 % | 1,9 %  | -15,7 % | -6,9 % | -5,3 % | -1,5 % | -3,4 % | -1,5 % | 3,3 %  | 1,0 % | 2,7 %  | 4,2 %  | 5,4 %  |

Lähde: Inderes

# Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Nixun kasvutarinan suvantovaihe on pian ohi, kun yhtiön näkymät ennakoivat paluuta kasvupolulle loppuvuoden aikana. Samaan aikaan koronaviruksen vahvistaa kyberturvamarkkinan entuudestaan vahvoja pitkän aikavälin fundamentteja, ja odotamme Nixun kasvun kiihtyvän tilanteen normalisoituessa. Samalla Nixun osakkeen arvostus liikevaihtokertoimella tarkasteltuna on historiaan nähden matalalla tasolla. Nixun onnistuessa palaamaan takaisin strategian mukaisille kasvu-urille, sijoittajilla on mahdollisuus saada osakkeesta tuottoa sekä kasvun että nousevien arvostuskertoimien kautta. Siten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykytasolla houkuttelevana, vaikka kansainväliseen laajentumiseen, käynnissä olevaan organisaation toimintamallin muutokseen ja tuleviin yritysostoihin liittyy myös riskejä. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 11,0 euroon (aik. 11,5 EUR).

### Arvostuskertoimet

Nixu toimii vielä pääasiassa konsulttiliiketoiminnassa, jonka hinnoittelu on paljon suoraviivaisempaa kuin kyberturvan tuoteyhtiöissä liiketoiminnan rajallisen skaalautuvuuden vuoksi. Teknologiapohjaisten hallinnoitujen palveluiden (2020: 20 % lv:sta) kasvun myötä liiketoimintamalli on kuitenkin muuttumassa, eikä arvostusta voi siten täysin vertailla perinteisiin IT-palvelutaloihin. Siten näemme Nixun arvonmuodostuksen yhdistelmänä palvelu- ja tuoteyhtiötä painottuen vielä

voimakkaasti palveluihin.

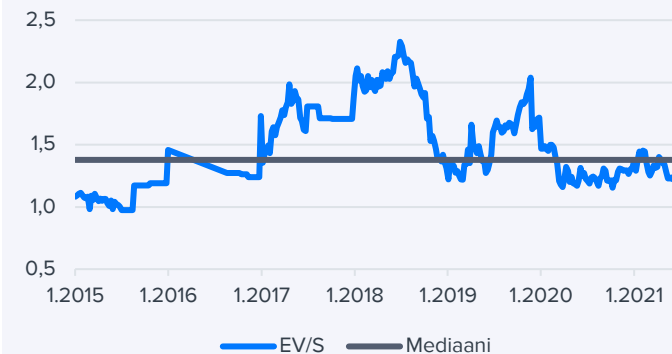
Nixun kehitysvaiheesta johtuen tuloskertoimet eivät anna yhtiön arvostuksesta oikeaa kuvaa ja arvostusta on syytä tarkastella liikevaihtokertoimen kautta. Näkemyksemme mukaan sijoittajat hinnoittelevat tällä hetkellä kyberturvasektorin yhtiöitä pitkälti liikevaihtokertoimen ja yhtiöiden kasvunopeuden sekä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän kautta. Nopeasti kasvavilla, mutta heikommin kannattavilla yhtiöillä on oltava uskottava polku siihen, kuinka niiden kasvupanostukset realisoituvat tulevaisuudessa myös kannattavuuteen. Esimerkiksi Nixussa tämä on selkeää yhtiön skaalautuvien palvelumallien ylösajon edetessä. Tiedostamme samalla Nixun jatkavan kasvuihantojaan tarvittaessa niin kauan kuin markkinalla riittää otettavaa. Toisaalta Nixun viime vuosien haasteiden jälkeen pelkkään liikevaihtokertoimeen nojaaminen ei ole enää yhtä aukotonta kuin aiemmin, jolloin vahva kasvu antoi paremmin anteeksi heikomman kannattavuuden.

Ennusteillamme Nixun 2021e-2022e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,2x ja 1,1x. Kertoimet ovat yhtiölle historiaan nähden matalalla tasolla, mutta toisaalta niin on yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmäkin tällä hetkellä. Näemme kertoimissa nousuvaraa Nixun onnistuessa palaamaan takaisin strategiansa mukaiselle kasvupolulle. Osakkeen tuotto-odotus olisi hyvällä tasolla siinäkin skenaariossa, että kasvu kiihtyisi strategian mukaiselle tasolle (> 15%) ja nykyinen liikevaihtokerroin pysyttelisi edes suunnilleen vakaana. Nixun liikevaihtokerroin on vuoden 2015 jälkeen vaihdellut välillä 1,0x-2,3x mediaanin ollessa 1,4x.

| Arvostustaso          | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi           | 8,90  | 8,90  | 8,90  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 7,41  | 7,41  | 7,41  |
| Markkina-arvo         | 66    | 66    | 66    |
| Yritysarvo (EV)       | 69    | 68    | 66    |
| P/E (oik.)            | 75,8  | 32,9  | 19,3  |
| P/E                   | >100  | 38,7  | 21,1  |
| P/Kassavirta          | neg.  | 42,1  | 24,8  |
| P/B                   | 4,5   | 4,1   | 3,4   |
| P/S                   | 1,2   | 1,0   | 0,9   |
| EV/Liikevaihto        | 1,2   | 1,1   | 0,9   |
| EV/EBITDA (oik.)      | 21,0  | 14,9  | 10,6  |
| EV/EBIT (oik.)        | 45,9  | 23,3  | 14,3  |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

Nixun historiallinen eteenpäin katsova EV/S-kerroin



Lähde: Bloomberg, Inderes

# Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Mielestämme yli 2x tasolla oleva liikevaihtokerroin alkaa palveluyhtiölle olla kipurajoilla oleva arvostustaso, ellei kannattavuuden ja orgaanisen kasvun yhdistelmä ole erinomaisella tasolla.

Ennusteillamme Nixun tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat lähivuosina korkealla tasolla, kun kasvupanostukset rasittavat tulosta. Vuonna 2023 oikaistu P/E on 19x ja antaa kuitenkin jo tukea arvostukselle, vaikka ennusteemme (2023e EBITDA: 8,4 %) ovat vielä kaukana yhtiön tulospotentialista.

## Vertailuryhmä

Olemme valinneet Nixun vertailuryhmään pääosin Pohjoismaisia IT-palvelusektorilla toimivia yhtiöitä. Listattuja kyberturvapalveluihin keskittyneitä yhtiöitä on vähän, mutta lähin verrokki on brittiläinen NCC Group. Lisäksi kyberturvayhtiöistä olemme ottaneet verrokkiryhmään yhdysvaltalaisen, teknologiapohjaisia jatkuvia palveluita tarjoavan SecureWorksin sekä F-Securen, jonka liikevaihdosta noin viidennes tulee palveluista.

Liikevaihtokertoimella Nixu on arvostettu tänä vuonna 34 % ja ensi vuodelle 39 % alle koko vertailuryhmän mediaanitason (EV/S 1,9x-1,7x). IT-palveluyhtiöihin nähden (1,5x-1,4x) Nixua hinnoitellaan tällä hetkellä 16-25 %:n alennuksella. Kyberturvaverrokkien kertoimiin nähden (2,2x-3,5x) nähden alennus on tälle vuodelle vielä selkeästi suurempi.

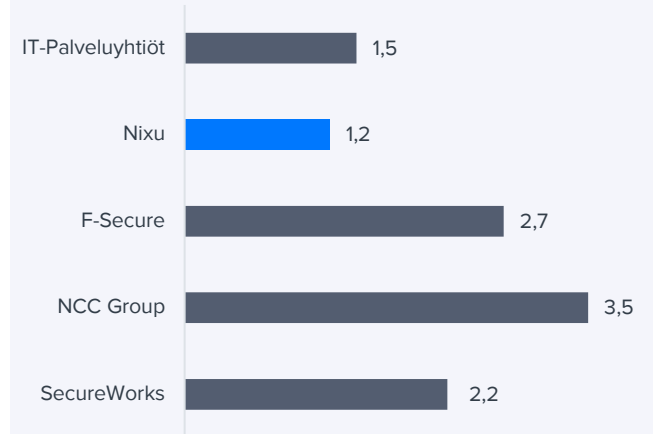
Historiassa Nixua on hinnoiteltu välillä selkeällä premiolla suhteessa IT-palveluyhtiöihin ja yhtiölle on hyväksytty hinnoittelussa selkeä ”kyberturvalisä”. Tällä hetkellä Nixun heikko

kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä ei puolla preemiohinnoittelua. Näkemyksemme mukaan yhtiötä voitaisiin kuitenkin hinnoitella IT-palveluyhtiöiden mediaanitasolle asteittain paranevan kasvunäkymän edessä. Vuosien 2021-2022 kertoimilla laskettuna tämä indikoisi Nixun osakkeelle 10,7-11,9 euron osakekohtaista arvoa.

## Yrityskauppaskenaario

Viime vuosina toteutuneiden yrityskauppojen perusteella Nixun liikevaihtopohjainen arvostus olisi yrityskauppatilanteessa hyvin todennäköisesti nykyistä tasoa korkeampi. Nixun läheinen kilpailija nSense myytiin vuonna 2015 yrityskaupassa 2,5x liikevaihtokertoimella. Vastaavasti ”hollannin Nixu” Fox-IT vaihtoi vuonna 2015 omistajaa 5,4x kertoimella. F-Secure osti kesäkuussa 2018 brittiläisen MWR InfoSecurityn 3,1x liikevaihtokertoimella. MWR:llä oli myös merkittävää omaa tuoteliiketoimintaa, mikä kohotti kaupan arvostusta. Teleoperaattori Orange osti puolestaan toukokuussa 2019 Nixun suuren kilpailijan Securelinkin 2,1x liikevaihtokertoimella. Emme näe tällä hetkellä perusteltuna lähtee hinnoittelemaan olennaista yrityskauppa-premiota Nixun osakkeeseen, vaan kyseessä on lähinnä optio osakkeelle.

## Nixun ja verrokkien EV/S 2021e



## Verrokkien kertoimiin pohjautuva arvonmääritys

|                           | 2021e     | 2022e     |
|---------------------------|-----------|-----------|
| Liikevaihto               | 55,9      | 64,3      |
| x EV/S (IT-palveluyhtiöt) | 1,5       | 1,4       |
| <b>Yritysarvo</b>         | <b>83</b> | <b>92</b> |
| -Nettovelat 2021e         | 3,5       | 3,5       |
| <b>Osakekannan arvo</b>   | <b>79</b> | <b>88</b> |
| Per osake                 | 10,7      | 11,9      |

# Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

## Skenaarioanalyysi

Tarkastelemme Nixun arvoa kolmessa skenaariossa perustuen ennusteeseemme sekä odotuksiamme heikompaan ja vahvempaan kasvuun. Skenaarioilla pyrimme hahmottelemaan, miltä Nixun osakkeen tuotto-odotus näyttää vuoteen 2024, jos yhtiö pääsee takaisin tavoitteidensa mukaiselle kasvupolulle. Skenaariot pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun, sillä yrityskauppojen mallintaminen etukäteen on haasteellista.

Oikealta löytyvässä laskelmassa olemme olettaneet skenaariosta riippuen, että Nixulle hyväksyttäisiin 1,0x-1,4x EV/Liikevaihto-kerroin vuonna 2024. Olemme havainnollistaneet myös vuotuisen tuoton herkkyyttä eri liikevaihtokertoimilla (0,8x-1,6x).

Ennusteidemme mukaisella kasvulla ja maltillisella 1,2x EV/S-kertoimella Nixun arvoksi vuonna 2024 muodostuisi 103 MEUR, mikä vastaa noin 13,9 euron osakekurssia. Tämä tarjoaa osakkeelle nykyiseen osakekurssiin nähden 13 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen seuraavalle kolmelle ja puolelle vuodelle. Kun huomioidaan lisäksi Nixun mahdollisten tulevien yritysostojen arvonluontipotentiaali sekä kasvustrategiaan liittyvät riskit, on Nixun osakkeen tuotto/riski-suhde mielestämme nykykurssilla houkutteleva.

Heikossa skenaariossa Nixun osakkeen tuotto jäisi vaatimattomaksi, mutta silti lievästi positiiviseksi, vaikka kasvuoletus (7 %) ja liikevaihtokerroin ovatkin hyvin varovaisia. Tämä heijastelee osaltaan Nixun osakkeeseen tällä hetkellä ladattujen kasvuodotusten olevan hyvin

maltillisia. Ennusteitamme vahvemmassa skenaariossa Nixun osake tarjoisi nykytasoiltaan erinomaisia tuottoja, mutta se myös vaatisi yhtiöltä erittäin vahvaa strategian toteuttamista lähivuosina.

## DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo Nixun osakkeelle on 11,7 euroa. Mallin oletukset olemme käsitelleet ennustekappaleessa. Kasvuvaiheen jälkeen arvioimme Nixun rahavirtojen olevan melko vakaita johtuen kevyestä investointitarpeesta. Käytetty tuottovaatimus (WACC) on 9,0 %, oman pääoman tuottovaatimus 10,2 % ja kasvun ikuisuusoletus 2,5 %. Ikuisuusoletuksen painoarvo mallissa on noin 67 %, mikä osaltaan kertoo suuren osan Nixun arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevista kassavirroista lisäten epävarmuutta. DCF-malli kuitenkin tukee osaltaan Nixun arvonmääritystä heijastellen osakkeessa olevan selvää nousuvaraa yhtiön päästessä takaisin strategian mukaiselle kasvupolulle.

## Nixun osakkeen tuotto-odotus eri skenaarioissa

| Vuonna 2024          | Heikko    | Inderes    | Vahva      |
|----------------------|-----------|------------|------------|
| Kasvu (CAGR 21-24)   | 7 %       | 12 %       | 17 %       |
| Liikevaihto          | 70        | 83         | 100        |
| x EV/S               | 1,0       | 1,2        | 1,4        |
| <b>Yritysarvo</b>    | <b>70</b> | <b>99</b>  | <b>140</b> |
| +Nettokassa          | 0         | 4          | 8          |
| <b>Markkina-arvo</b> | <b>70</b> | <b>103</b> | <b>148</b> |
| Osakekurssi 2024     | 9,4       | 13,9       | 19,9       |
| Tuotto               | 6 %       | 56 %       | 124 %      |
| Vuotuinen tuotto     | 2 %       | 13 %       | 25 %       |

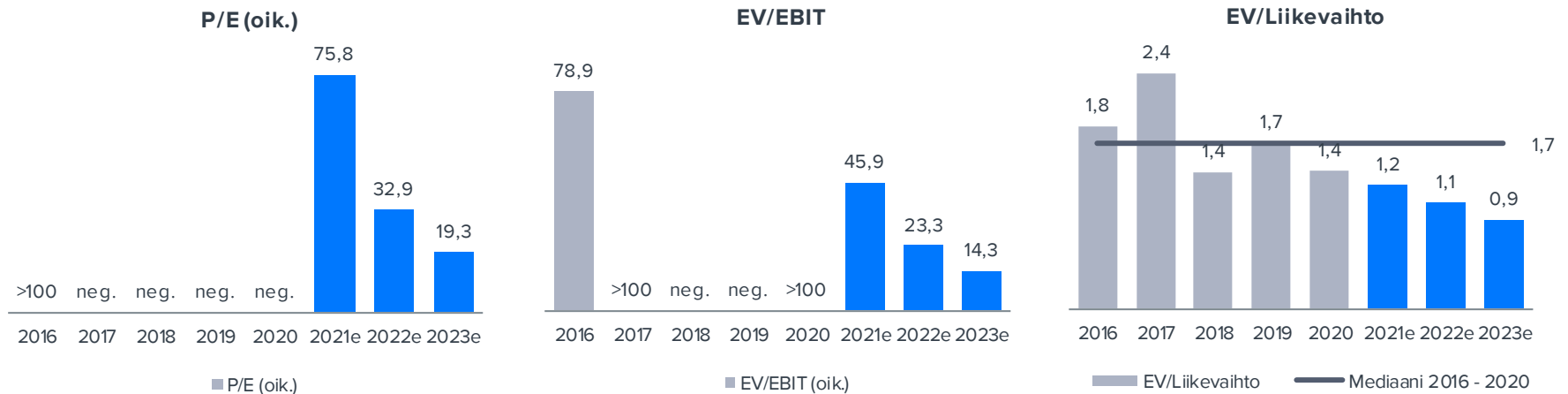
## Vuotuisen tuoton herkkyyksi eri liikevaihtokertoimilla

| EV/S | Heikko | Inderes | Vahva |
|------|--------|---------|-------|
| 0,8  | -5 %   | 2 %     | 8 %   |
| 1,0  | 2 %    | 8 %     | 15 %  |
| 1,2  | 7 %    | 13 %    | 20 %  |
| 1,4  | 12 %   | 18 %    | 25 %  |
| 1,6  | 16 %   | 23 %    | 30 %  |

# Arvostus yhteenveto

| Arvostustaso          | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021e          | 2022e        | 2023e        | 2024e        |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Osakekurssi           | 6,05  | 11,0  | 7,60  | 10,5  | 9,62  | <b>8,90</b>    | <b>8,90</b>  | <b>8,90</b>  | <b>8,90</b>  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 6,19  | 6,63  | 7,23  | 7,41  | 7,41  | <b>7,41</b>    | <b>7,41</b>  | <b>7,41</b>  | <b>7,41</b>  |
| Markkina-arvo         | 39    | 80    | 55    | 78    | 71    | <b>66</b>      | <b>66</b>    | <b>66</b>    | <b>66</b>    |
| Yritysarvo (EV)       | 39    | 76    | 55    | 85    | 74    | <b>69</b>      | <b>68</b>    | <b>66</b>    | <b>62</b>    |
| P/E (oik.)            | >100  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | <b>75,8</b>    | <b>32,9</b>  | <b>19,3</b>  | <b>13,9</b>  |
| P/E                   | >100  | neg.  | neg.  | neg.  | neg.  | <b>&gt;100</b> | <b>38,7</b>  | <b>21,1</b>  | <b>14,8</b>  |
| P/Kassavirta          | neg.  | 32,3  | neg.  | neg.  | 13,0  | <b>neg.</b>    | <b>42,1</b>  | <b>24,8</b>  | <b>17,8</b>  |
| P/B                   | 4,7   | 4,2   | 3,3   | 5,1   | 5,1   | <b>4,5</b>     | <b>4,1</b>   | <b>3,4</b>   | <b>2,8</b>   |
| P/S                   | 1,8   | 2,5   | 1,4   | 1,5   | 1,3   | <b>1,2</b>     | <b>1,0</b>   | <b>0,9</b>   | <b>0,8</b>   |
| EV/Liikevaihto        | 1,8   | 2,4   | 1,4   | 1,7   | 1,4   | <b>1,2</b>     | <b>1,1</b>   | <b>0,9</b>   | <b>0,8</b>   |
| EV/EBITDA (oik.)      | 48,8  | >100  | neg.  | 81,1  | 25,4  | <b>21,0</b>    | <b>14,9</b>  | <b>10,6</b>  | <b>8,1</b>   |
| EV/EBIT (oik.)        | 78,9  | >100  | neg.  | neg.  | >100  | <b>45,9</b>    | <b>23,3</b>  | <b>14,3</b>  | <b>10,1</b>  |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b> | <b>0,0 %</b> | <b>0,0 %</b> |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b> | <b>0,0 %</b> | <b>0,0 %</b> |

Lähde: Inderes



# Vertailuryhmä

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT      |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |              | P/E          |             | Osinkotuotto-% |               | P/B         |
|----------------------------------|-------------|-----------------------|--------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|--------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
|                                  |             |                       |                    | 2021e        | 2022e       | 2021e       | 2022e       | 2021e          | 2022e        | 2021e        | 2022e       | 2021e          | 2022e         | 2021e       |
| Innofactor Plc                   | 1,7         | 64                    | 73                 | 9,1          | 10,4        | 6,6         | 7,3         | 1,1            | 1,0          | 11,1         | 13,2        | 2,9            | 3,2           | 2,3         |
| Bouvet ASA                       | 61,8        | 632                   | 597                | 18,7         | 17,1        | 15,3        | 14,0        | 2,3            | 2,0          | 25,6         | 23,3        | 3,6            | 3,8           | 13,0        |
| Digia Oyj                        | 7,6         | 204                   | 215                | 14,6         | 13,6        | 10,0        | 9,4         | 1,4            | 1,3          | 17,9         | 17,1        | 2,2            | 2,6           | 3,0         |
| Enea AB                          | 215,0       | 462                   | 497                | 20,6         | 15,7        | 14,0        | 11,3        | 5,2            | 4,5          | 23,3         | 18,5        |                |               | 2,6         |
| Siili Solutions Oyj              | 15,8        | 111                   | 98                 | 14,0         | 10,3        | 7,9         | 6,8         | 1,0            | 0,9          | 13,9         | 11,4        | 2,5            | 2,8           | 4,3         |
| Solteq Oyj                       | 5,7         | 110                   | 135                | 15,0         | 12,9        | 9,3         | 8,5         | 2,0            | 1,8          | 18,6         | 15,4        | 2,1            | 2,7           | 3,7         |
| Tieto Oyj                        | 26,5        | 3136                  | 3966               | 11,3         | 10,9        | 7,6         | 7,4         | 1,4            | 1,4          | 11,4         | 10,7        | 5,5            | 5,5           | 1,8         |
| Knowit AB                        | 296,0       | 584                   | 572                | 16,5         | 15,3        | 12,6        | 12,0        | 1,5            | 1,5          | 22,7         | 20,9        | 2,4            | 2,6           | 3,6         |
| Vincit Oyj                       | 9,9         | 122                   | 113                | 16,1         | 12,5        | 12,5        | 10,2        | 1,8            | 1,7          | 18,0         | 15,4        | 2,0            | 2,2           | 4,4         |
| Gofore Oyj                       | 18,4        | 277                   | 271                | 21,7         | 18,1        | 16,4        | 13,9        | 2,7            | 2,4          | 27,9         | 21,3        | 1,6            | 1,9           | 6,1         |
| Bilot Oyj                        | 7,5         | 38                    | 29                 | 29,0         | 14,5        | 14,5        | 9,7         | 1,2            | 1,1          | 19,7         | 17,4        |                |               | 1,9         |
| F-Secure Oyj                     | 4,1         | 653                   | 641                | 27,3         | 23,8        | 17,2        | 15,3        | 2,7            | 2,6          | 36,6         | 32,9        | 1,2            | 1,2           | 7,0         |
| NCC Group                        | 296,5       | 1065                  | 1105               | 28,5         | 19,3        | 19,7        | 14,7        | 3,5            | 3,0          | 34,9         | 24,7        | 1,4            | 1,6           |             |
| SecureWorks                      | 17,26       | 1182                  | 1034               | 59,1         |             | 37,3        |             | 2,2            | 2,3          | 76,8         |             |                |               | 2,1         |
| <b>Nixu (Inderes)</b>            | <b>8,90</b> | <b>66</b>             | <b>69</b>          | <b>45,9</b>  | <b>23,3</b> | <b>21,0</b> | <b>14,9</b> | <b>1,2</b>     | <b>1,1</b>   | <b>75,8</b>  | <b>32,9</b> | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>    | <b>4,5</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                 |             |                       |                    | <b>21,5</b>  | <b>15,0</b> | <b>14,4</b> | <b>10,8</b> | <b>2,1</b>     | <b>2,0</b>   | <b>25,6</b>  | <b>18,6</b> | <b>2,5</b>     | <b>2,7</b>    | <b>4,3</b>  |
| <b>Mediaani</b>                  |             |                       |                    | <b>17,6</b>  | <b>14,5</b> | <b>13,3</b> | <b>10,2</b> | <b>1,9</b>     | <b>1,7</b>   | <b>21,2</b>  | <b>17,4</b> | <b>2,2</b>     | <b>2,6</b>    | <b>3,6</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |             |                       |                    | <b>161 %</b> | <b>61 %</b> | <b>58 %</b> | <b>45 %</b> | <b>-34 %</b>   | <b>-39 %</b> | <b>258 %</b> | <b>89 %</b> | <b>-100 %</b>  | <b>-100 %</b> | <b>25 %</b> |

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# DCF-kassavirtalaskelma

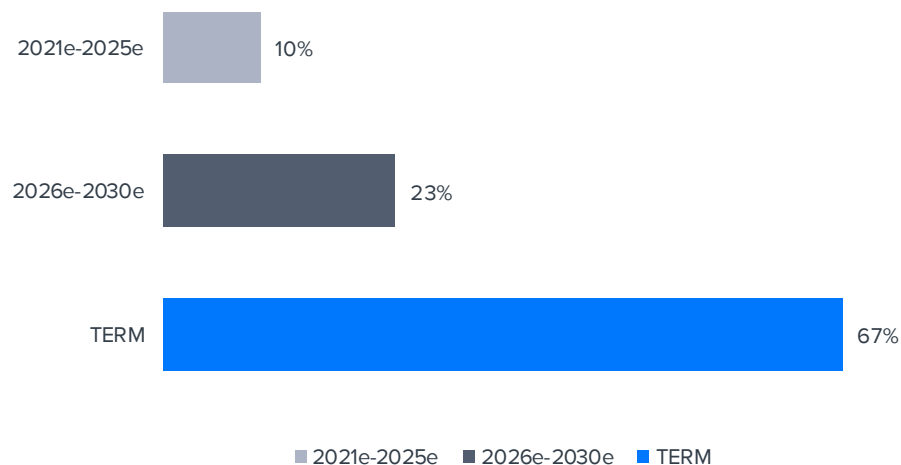
| DCF-laskelma                            | 2020        | 2021e       | 2022e      | 2023e      | 2024e      | 2025e      | 2026e      | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | TERM        |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>-0,7</b> | <b>1,2</b>  | <b>2,6</b> | <b>4,3</b> | <b>5,9</b> | <b>7,3</b> | <b>9,6</b> | <b>10,0</b> | <b>10,3</b> | <b>10,7</b> | <b>10,9</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 3,6         | 2,1         | 2,0        | 1,9        | 1,9        | 1,9        | 1,8        | 1,8         | 1,8         | 1,8         | 1,8         |             |
| - Maksetut verot                        | 0,0         | -0,1        | -0,4       | -0,8       | -1,1       | -1,4       | -1,9       | -2,0        | -2,1        | -2,1        | -2,2        |             |
| - verot rahoituskuluista                | -0,1        | -0,1        | -0,1       | -0,1       | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 3,6         | -2,1        | -0,7       | -0,9       | -1,1       | -1,2       | -1,2       | -0,3        | -0,2        | -0,2        | -0,1        |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>6,3</b>  | <b>1,0</b>  | <b>3,4</b> | <b>4,5</b> | <b>5,5</b> | <b>6,5</b> | <b>8,3</b> | <b>9,6</b>  | <b>9,9</b>  | <b>10,2</b> | <b>10,4</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,2         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -1,0        | -1,8        | -1,8       | -1,8       | -1,8       | -1,8       | -1,8       | -1,8        | -1,8        | -1,8        | -1,8        |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>5,5</b>  | <b>-0,8</b> | <b>1,6</b> | <b>2,7</b> | <b>3,7</b> | <b>4,7</b> | <b>6,5</b> | <b>7,8</b>  | <b>8,1</b>  | <b>8,4</b>  | <b>8,6</b>  |             |
| +/- Muut                                | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| Vapaa kassavirta                        | 5,5         | -0,8        | 1,6        | 2,7        | 3,7        | 4,7        | 6,5        | 7,8         | 8,1         | 8,4         | 8,6         | 136         |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>-0,8</b> | <b>1,4</b> | <b>2,1</b> | <b>2,7</b> | <b>3,2</b> | <b>4,0</b> | <b>4,4</b>  | <b>4,2</b>  | <b>4,0</b>  | <b>3,8</b>  | <b>59,8</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 88,9        | 89,7       | 88,3       | 86,2       | 83,4       | 80,3       | 76,2        | 71,8        | 67,5        | 63,5        | 59,8        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>88,9</b> |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                      |             | -8,3        |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                             |             | 6,0         |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | 0,0         |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>86,6</b> |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>11,7</b> |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |

## Pääoman kustannus (wacc)

|   |               |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 20,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,10          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 3,00 %        |
| Riskitön korko                          | 2,0 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>10,2 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>9,0 %</b>  |

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Tase

| Vastaavaa                      | 2019        | 2020        | 2021e       | 2022e       | 2023e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>21,2</b> | <b>18,5</b> | <b>18,2</b> | <b>18,0</b> | <b>17,9</b> |
| Liikearvo                      | 13,9        | 12,7        | 12,7        | 12,7        | 12,7        |
| Aineettomat hyödykkeet         | 2,9         | 2,5         | 2,5         | 2,4         | 2,3         |
| Käyttöomaisuus                 | 3,9         | 3,0         | 2,7         | 2,6         | 2,6         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>20,1</b> | <b>22,2</b> | <b>20,5</b> | <b>24,2</b> | <b>27,8</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 16,2        | 16,2        | 16,5        | 19,0        | 21,9        |
| Likvidit varat                 | 3,9         | 6,0         | 3,9         | 5,1         | 5,9         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>41,3</b> | <b>40,7</b> | <b>38,7</b> | <b>42,2</b> | <b>45,7</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2019        | 2020        | 2021e       | 2022e       | 2023e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>15,4</b> | <b>14,0</b> | <b>14,6</b> | <b>16,3</b> | <b>19,4</b> |
| Osakepääoma                    | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Kertyneet voittovarot          | -3,4        | -5,0        | -4,5        | -2,8        | 0,4         |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 18,7        | 19,0        | 19,0        | 19,0        | 19,0        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>2,7</b>  | <b>6,9</b>  | <b>5,6</b>  | <b>5,4</b>  | <b>4,7</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,5         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 2,1         | 6,4         | 5,1         | 4,9         | 4,2         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,1         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>23,2</b> | <b>19,8</b> | <b>18,5</b> | <b>20,5</b> | <b>21,6</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 8,8         | 1,9         | 2,3         | 2,5         | 1,6         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 14,4        | 17,9        | 16,2        | 18,0        | 20,0        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>41,3</b> | <b>40,7</b> | <b>38,7</b> | <b>42,2</b> | <b>45,7</b> |



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma              | 2018        | 2019        | 2020        | 2021e        | 2022e        | Osakekohtaiset luvut         | 2018        | 2019        | 2020        | 2021e         | 2022e         |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto                | 40,1        | 51,2        | 53,3        | <b>55,9</b>  | <b>64,3</b>  | EPS (raportoitu)             | -0,27       | -0,47       | -0,25       | <b>0,08</b>   | <b>0,23</b>   |
| Käyttökate                 | -0,3        | 1,0         | 2,9         | <b>3,3</b>   | <b>4,6</b>   | EPS (oikaistu)               | -0,18       | -0,19       | -0,12       | <b>0,12</b>   | <b>0,27</b>   |
| Liikevoitto                | -1,5        | -2,6        | -0,7        | <b>1,2</b>   | <b>2,6</b>   | Operat. kassavirta / osake   | -0,04       | 0,27        | 0,85        | <b>0,13</b>   | <b>0,45</b>   |
| Voitto ennen veroja        | -1,9        | -3,2        | -1,4        | <b>0,7</b>   | <b>2,1</b>   | Vapaa kassavirta / osake     | -0,37       | -1,14       | 0,74        | <b>-0,11</b>  | <b>0,21</b>   |
| Nettovoitto                | -2,0        | -3,5        | -1,8        | <b>0,6</b>   | <b>1,7</b>   | Omapääoma / osake            | 2,33        | 2,08        | 1,89        | <b>1,97</b>   | <b>2,20</b>   |
| Kertaluontoiset erät       | -0,7        | -2,1        | -1,2        | <b>-0,3</b>  | <b>-0,3</b>  | Osinko / osake               | 0,00        | 0,00        | 0,00        | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   |
| <b>Tase</b>                | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b>  | <b>2022e</b>  |
| Taseen loppusumma          | 35,3        | 41,3        | 40,7        | <b>38,7</b>  | <b>42,2</b>  | Liikevaihdon kasvu-%         | 24 %        | 28 %        | 4 %         | <b>5 %</b>    | <b>15 %</b>   |
| Oma pääoma                 | 16,8        | 15,4        | 14,0        | <b>14,6</b>  | <b>16,3</b>  | Käyttökateen kasvu-%         | -141 %      | -512 %      | 177 %       | <b>14 %</b>   | <b>39 %</b>   |
| Liikearvo                  | 9,6         | 13,9        | 12,7        | <b>12,7</b>  | <b>12,7</b>  | Liikevoiton oik. kasvu-%     | -388 %      | -32 %       | -194 %      | <b>209 %</b>  | <b>94 %</b>   |
| Nettovelat                 | -0,1        | 7,0         | 2,2         | <b>3,5</b>   | <b>2,3</b>   | EPS oik. kasvu-%             | 200 %       | 7 %         | -38 %       | <b>-199 %</b> | <b>131 %</b>  |
| <b>Kassavirta</b>          | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | Käyttökate-%                 | -0,6 %      | 2,0 %       | 5,4 %       | <b>5,9 %</b>  | <b>7,1 %</b>  |
| Käyttökate                 | -0,3        | 1,0         | 2,9         | <b>3,3</b>   | <b>4,6</b>   | Oik. Liikevoitto-%           | -1,9 %      | -1,0 %      | 0,9 %       | <b>2,7 %</b>  | <b>4,6 %</b>  |
| Nettokäyttöpääoman muutos  | 0,1         | 0,9         | 3,6         | <b>-2,1</b>  | <b>-0,7</b>  | Liikevoitto-%                | -3,6 %      | -5,1 %      | -1,3 %      | <b>2,2 %</b>  | <b>4,1 %</b>  |
| Operatiivinen kassavirta   | -0,3        | 2,0         | 6,3         | <b>1,0</b>   | <b>3,4</b>   | ROE-%                        | -11,0 %     | -21,9 %     | -12,5 %     | <b>4,0 %</b>  | <b>11,1 %</b> |
| Investoinnit               | -2,4        | -10,6       | -1,0        | <b>-1,8</b>  | <b>-1,8</b>  | ROI-%                        | -5,4 %      | -10,1 %     | -2,9 %      | <b>5,5 %</b>  | <b>11,5 %</b> |
| Vapaa kassavirta           | -2,7        | -8,5        | 5,5         | <b>-0,8</b>  | <b>1,6</b>   | Omavaraisuusaste             | 47,6 %      | 37,3 %      | 34,4 %      | <b>37,7 %</b> | <b>38,6 %</b> |
|                            |             |             |             |              |              | Nettovelkaantumisaste        | -0,7 %      | 45,4 %      | 16,0 %      | <b>23,8 %</b> | <b>14,1 %</b> |
| <b>Suurimmat omistajat</b> |             |             |             |              |              | <b>Arvostuskertoimet</b>     | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b>  | <b>2022e</b>  |
|                            |             |             |             |              |              | EV/Liikevaihto               | 1,4         | 1,7         | 1,4         | <b>1,2</b>    | <b>1,1</b>    |
|                            |             |             |             |              |              | EV/EBITDA (oik.)             | neg.        | 81,1        | 25,4        | <b>21,0</b>   | <b>14,9</b>   |
|                            |             |             |             |              |              | EV/EBIT (oik.)               | neg.        | neg.        | >100        | <b>45,9</b>   | <b>23,3</b>   |
|                            |             |             |             |              |              | P/E (oik.)                   | neg.        | neg.        | neg.        | <b>75,8</b>   | <b>32,9</b>   |
|                            |             |             |             |              |              | P/B                          | 3,3         | 5,1         | 5,1         | <b>4,5</b>    | <b>4,1</b>    |
|                            |             |             |             |              |              | Osinkotuotto-%               | 0,0 %       | 0,0 %       | 0,0 %       | <b>0,0 %</b>  | <b>0,0 %</b>  |

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

|         |  |
|---------|--|
| Osta    | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva  |
| Lisää   | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva   |
| Vähennä | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko   |
| Myy     | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko  |
|         | Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia. |

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesin, 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajailmaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 20.4.2015  | Lisää    | 5,10 €  | 4,65 €      |
| 17.8.2015  | Lisää    | 5,10 €  | 4,70 €      |
| 15.10.2015 | Lisää    | 5,00 €  | 4,42 €      |
| 17.12.2015 | Lisää    | 5,00 €  | 4,49 €      |
| 18.2.2016  | Lisää    | 5,40 €  | 4,78 €      |
| 13.4.2016  | Lisää    | 5,40 €  | 4,95 €      |
| 17.8.2016  | Lisää    | 5,60 €  | 5,23 €      |
| 11.10.2016 | Lisää    | 5,80 €  | 5,40 €      |
| 10.11.2016 | Lisää    | 6,20 €  | 5,48 €      |
| 17.2.2017  | Lisää    | 7,10 €  | 6,74 €      |
| 9.3.2017   | Vähennä  | 7,30 €  | 7,20 €      |
| 13.4.2017  | Vähennä  | 7,80 €  | 8,32 €      |
| 31.5.2017  | Vähennä  | 8,20 €  | 8,37 €      |
| 18.8.2017  | Lisää    | 9,50 €  | 8,88 €      |
| 2.10.2017  | Lisää    | 12,00 € | 11,15 €     |
| 7.12.2017  | Vähennä  | 12,00 € | 12,50 €     |
| 17.1.2018  | Vähennä  | 12,00 € | 12,05 €     |
| 9.3.2018   | Vähennä  | 12,00 € | 11,90 €     |
| 21.6.2018  | Vähennä  | 13,00 € | 13,15 €     |
| 17.8.2018  | Vähennä  | 12,50 € | 12,70 €     |
| 16.10.2018 | Vähennä  | 10,00 € | 10,35 €     |
| 27.11.2018 | Lisää    | 9,00 €  | 8,10 €      |
| 30.1.2019  | Lisää    | 9,50 €  | 9,00 €      |
| 1.3.2019   | Lisää    | 9,50 €  | 8,48 €      |
| 29.3.2019  | Lisää    | 11,00 € | 10,30 €     |
| 17.4.2019  | Vähennä  | 12,00 € | 12,20 €     |
| 24.5.2019  | Lisää    | 12,00 € | 10,50 €     |
| 16.8.2019  | Lisää    | 12,50 € | 11,45 €     |
| 9.10.2019  | Lisää    | 13,00 € | 11,95 €     |
| 26.11.2019 | Vähennä  | 10,50 € | 10,90 €     |
| 14.2.2020  | Vähennä  | 11,00 € | 10,80 €     |
| 12.3.2020  | Lisää    | 8,20 €  | 7,30 €      |
| 17.4.2020  | Vähennä  | 8,20 €  | 8,22 €      |
| 20.5.2020  | Vähennä  | 7,50 €  | 7,20 €      |
| 14.8.2020  | Lisää    | 8,50 €  | 8,02 €      |
| 14.10.2020 | Lisää    | 9,50 €  | 8,58 €      |
| 12.2.2021  | Lisää    | 11,50 € | 10,80 €     |
| 16.4.2021  | Lisää    | 11,50 € | 10,35 €     |
| 10.6.2021  | Lisää    | 11,00 € | 8,90 €      |

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**