

# Nixu

Yhtiöraportti

10/2019

# Arvonluonti kasvulla jatkuu

Nixu on edennyt strategiassaan jälleen ripeästi viimeisen reilun vuoden aikana. Yhtiö on sulatellut aiempia kansainvälisiä yritysostoja, tehnyt 2 uutta yrityskauppaa, kasvattanut merkittävästi hallintoitujen jatkuvien palveluiden liiketoimintaa sekä ylläpitänyt vahvaa orgaanista kasvuvauhtia. Nixu aikoo strategiassaan investoida jatkossakin voimakkaasti liiketoimintamallinsa skaalautuvuuteen ja kasvuun, minkä odotamme kantavan hedelmää pitkällä aikavälillä. Kokonaisuudessaan Nixun pitkän aikavälin kasvutarina on vahva ja yhtiön historialliset näytöt antavat sille uskottavuutta. Pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykyarvostuksella (2019-2020e EV/S 1,8x-1,4x) edelleen riittävän houkuttelevana. Lisää-suosituksemme on ennallaan ja tarkistamme tavoitehinnan 13,0 euroon (aik. 12,5 EUR).

## Vahvalla kasvupolulla Pohjois-Euroopan ykköseksi kyberturvapalveluissa

Nixu on vuoden 2014 listautumisen jälkeen laajentunut kansainvälisesti seitsemällä yrityskaupalla ja vahvistanut palvelutarjoomaansa vastaamaan kyberturvan markkinatrendeihin. Strategia on tuottanut tulosta ja yhtiö on kasvanut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 27 % vuodessa ja vuodelle 2019 yhtiö ohjeistaa noin 35 %:n kasvua. Nixun markkina-asema, laaja-alainen osaaminen ja kyky tarjota kyberturvaa jatkuvana palveluna tuovat yhtiölle arviomme mukaan selkeää etumatkaa kilpailukentällä, joka hakee vielä muotoaan nuorella kyberturvan palvelumarkkinalla. Nixun tavoitteiden perusteella kasvuvauhti ei ole hyytymässä ja yhtiö pyrkii kasvamaan Pohjois-Euroopassa merkittävästi suurempaan kokoluokkaan seuraavan viiden vuoden aikana. Kasvun perustana toimii jo yhtiön historiasta tuttu resepti: vahva orgaaninen kasvu sekä valikoidut yritysostot.

## Arvonluonti tulee lähivuosina kasvusta

Kyberturvan palvelumarkkinan nykyisessä kehitysvaiheessa kasvu on keskeinen arvonluonnin ajuri, minkä takia sektorin monien muiden yhtiöiden tavoin Nixu investoi nyt voimakkaasti kasvuun. Yhtiön panostukset kohdistuvat kansainvälistymiseen, laaja-alaiseen kyberuhkaosaamiseen, omaan digitaaliseen alustaan sekä jatkuvien, skaalautuvien palvelumallien kehitykseen. Nixu tavoittelee vuosina 2020-2024 vuosittain 15-25 %:n orgaanista kasvua ja lisäksi yritysostojen arvioidaan tuovan keskimäärin 10 %:n vuotuisen kasvun strategiakaudesta. Yhtiö tavoittelee 15 %:n käyttökatemarginaalia vuonna 2024, mutta lähivuosina voimakkaan kasvun tavoittelu ja yrityskauppojen integraatiot painavat vielä kannattavuutta.

## Kyberturvamarkkinan kysyntänäköymät ovat vahvat

Kyberturvayhtiöt ratkaisevat yhtä digitalisoituvan yhteiskunnan suurinta ongelmaa, minkä takia markkinan kysyntäfundamentit ovat erinomaisia ja edelleen voimistumassa. Uudet digitaaliset liiketoimintamallit eivät ole mahdollisia ilman kyberturvaa, minkä takia digitaalinen liiketoiminta ja IoT ovat luomassa Nixulle voimakkaasti kasvavan alueen perinteisen tietohallintoa palvelevan markkinan rinnalle. Palveluittomittajien rooli myös korostuu, kun tietoturvan haasteita ei pystytä enää ratkomaan pelkillä tuotteilla. Sijoituskohteena kyberturvasektori on kuitenkin muuttunut haastavaksi kohonneista arvostustasoista johtuen. Markkinan kasvunäkymä houkuttelee myös kilpailua, mutta kasvava kompleksisuus ja luottamukseen perustuvat asiakassuhteet tekevät markkinasta vaikean tulokkaille.

## Osakkeessa nousuvaraa kasvun jatkuessa odotusten mukaisilla urilla

Ennusteillamme Nixun 2019-2020e EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,8x ja 1,4x. Kertoimet ovat mielestämme kohtalaiset vahvan kasvunäkymän sekä parantuneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän valossa. Arvostus ei saa tukea lyhyen aikavälin tuloksesta, mutta voimakas orgaaninen kasvu ja strategiakauden loppua kohti parantuva kannattavuus painavat arvostuksen tulevina vuosina jälleen houkuttelevalle tasolle. Siten osakkeen tuotto-odotus on riittävän hyvällä tasolla nykyisellä kasvunäkymällä. Yrityskauppavetoinen kansainvälinen laajentuminen pitää kuitenkin myös riskitason koholla.

## Analytytikot



**Atte Riikola**  
+358 44 5934 500  
atte.riikola@inderes.fi



**Mikael Rautanen**  
+358 50 3460 321  
mikael.rautanen@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

(aik. Lisää)



**13,00 EUR**

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi: 11,95 EUR

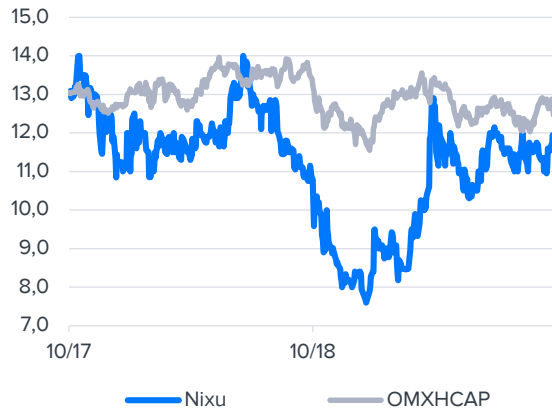
Potentiaali: 8,8 %

## Avainluvut

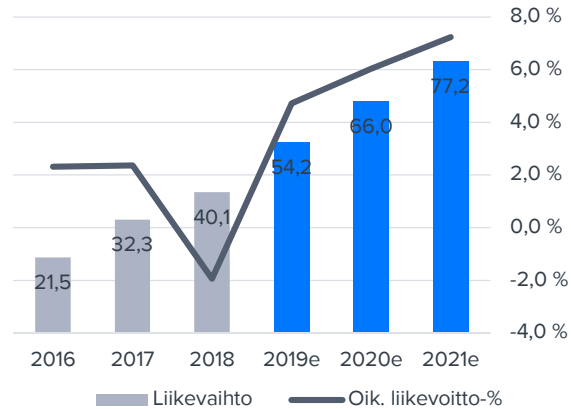
	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	40,1	54,2	66,0	77,2
<b>kasvu-%</b>	24,3 %	35,1 %	21,8 %	17,0 %
<b>EBIT oik.</b>	-0,8	2,6	4,0	5,6
<b>EBIT-% oik.</b>	-1,9 %	4,7 %	6,0 %	7,2 %
<b>Nettotulos</b>	-2,0	1,3	2,4	3,8
<b>EPS (oik.)</b>	-0,18	0,20	0,38	0,56
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	58,4	31,7	21,3
<b>P/B</b>	3,3	4,9	4,3	3,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	37,6	23,8	16,5
<b>EV/EBITDA</b>	neg.	23,3	17,2	12,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,8	1,4	1,2

Lähde: Inderes

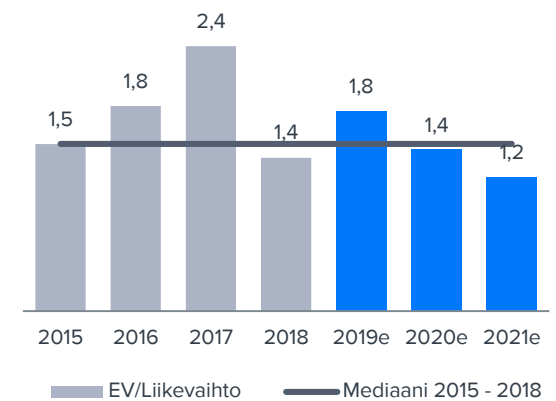
## Osakekurssi



## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Arvostus



### Arvoajurit

- Uniikki markkina-asema houkuttelevalla markkinalla
- Uudet palvelumallit tuovat asiakaspitoa ja skaalautuvuutta
- Toimialan konsolidaatio ja kasvunäkymä tukee arvostustasoja
- Liikevaihdon kasvu tärkein arvoajuri lähivuosina
- Arvonluonti yrityskaupoilla

### Riskitekijät

- Kilpailun lisääntyminen kuumalla markkinalla
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Yritystojen integraatiot
- Kasvuun ja uusiin palvelumalleihin kohdistuvien investointien onnistuminen

### Arvostus

- Hinnoitellaan oikeutetusti preemiolla suhteessa IT-konsulttitaloihin
- Kyberturvasektorin arvostustasot yleisesti korkealla hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Yhtiö luo jatkuvasti arvoa strategian etenemisen ja vahvan kasvun kautta
- Tuotto-odotus edelleen hyvällä tasolla kasvun jatkuessa odotusten mukaisesti

# 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>24-27</b>
Taloudellinen tilanne	<b>28-29</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>30-35</b>
Taulukot	<b>36-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40</b>

# Nixu lyhyesti

Nixu on Pohjoismaiden suurin kyberturvapalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys.

**1988**

Perustamisvuosi

**2014**

Listautuminen

**40,1 MEUR** (+24 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

**+29,1 %** 2006-2018

Keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) kyberturvapalveluissa

**39 %** (2017: 31 %)

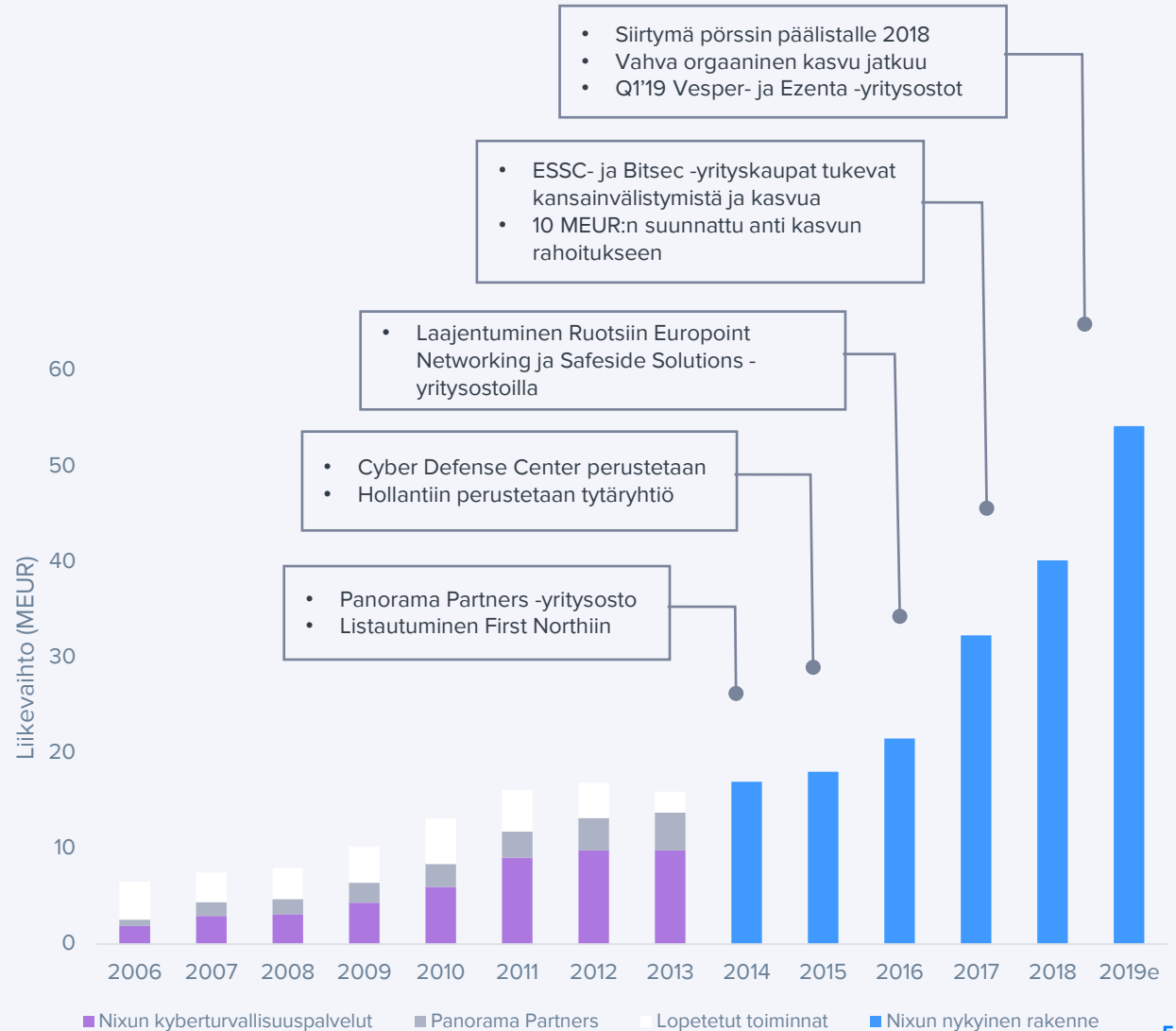
Kaikki jatkuvat palvelut liikevaihdosta 2018

**393**

Henkilöstö H1'19 lopussa

**>400**

Asiakasta



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### Kyberturvaan erikoistunut palveluyhtiö

Nixu on vuonna 1988 perustettu kyberturvallisuuspalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys. Yhtiön johdon käsityksen mukaan Nixu on suurin pohjoismainen kyberturvallisuuspalveluiden tarjoaja asiantuntijoiden lukumäärällä mitattuna. Yhtiö työllisti H1'19 lopussa 393 asiantuntijaa ja teki vuonna 2018 40,1 MEUR:n liikevaihdon (+24 %). Tänä vuonna yhtiö ohjeistaa noin 35 %:n kasvua.

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

Nixun suurin markkina on yhä Suomi, mutta yhtiö on kansainvälistynyt viime vuosina vauhdilla. Vuonna 2016 yhtiö 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 yhtiö laajeni Tanskaan viimeisimmällä Ezenta-yrityskaupalla. Vuonna 2018 Nixun liikevaihdosta 36 % 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.

### 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. Yhtiö palveli viime vuonna yli 400 asiakasta. 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 2018 Nixun liikevaihdosta kymmenen suurimman asiakkaan osuus oli vajaat 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 25 miljoonan euron liikevaihdolla suurin kyberturvan asiantuntijapalveluiden liiketoiminta. Kilpailukenttä on hyvin fragmentoitunut ja lukuisten yrityskauppojen myötä Nixu on Suomessa ainoa merkittävä kyberpalveluihin erikoistunut yhtiö, mikä luo yhtiölle kilpailuetua sekä tukee kansainvälistymistä. Pääkilpailijoita Suomessa ovat suuret IT-palvelutalot sekä konsulttitalot.

### Tavoitteena voimakas kansainvälinen kasvu

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 niin kotimaassa kuin ulkomailla. Kansainvälisellä asemalla pystytään palvelemaan paremmin suuria kansainvälisiä asiakkaita sekä saavutetaan skaalaetuja erityisesti valvomopalveluissa ja ulkoistetussa kyberturvassa.

Nixu tavoittelee 15-25 %:n orgaanista ja keskimäärin 10 %:n epäorgaanista liikevaihdon vuosittaista kasvua vuosina 2020-2024. Lähivuosina kasvupanostukset painavat kannattavuutta, mutta yhtiön tavoitteena on 15 %:n käyttökate-% vuonna 2024. Kokonaisuudessaan pidämme Nixun tavoitteita kunnianhimoisina, mutta yhtiön historiallisen kehityksen valossa niissä on myös realismia ja uskottavuutta.

## 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



Digitaalinen liiketoiminta



Kyberhyökkäysten torjunta



Ulkoistettu kyberturva



Vaatimustenmukaisuus ja sertifiointi



Pilvipalveluiden tietoturva



Esineiden internet (IoT)



Turvallisuus ja käyttövarmuus

## Kustannusrakenne

355 hlö (2018)  
-40,7 m€ (2018)



Henkilöstökulut  
(68 % liikevaihdosta)



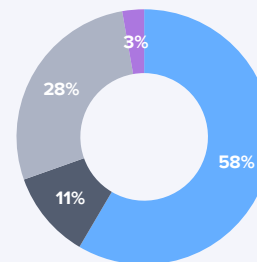
Materiaalit ja palvelut  
(11 %)



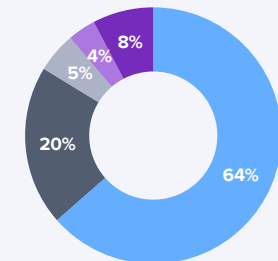
Liiketoiminnan muut kulut  
(23 %)

## Tulovirrat (2018)

Liikevaihto 40,1 m€  
EBITDA -0,3 m€ (2018)



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



- Suomi
- Ruotsi
- Alankomaat
- Yhdysvallat
- 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 aiemmin ollut pitkälti kyberturvan konsultti- ja neuvonantotalo, mutta yhtiö on viime vuosina edennyt onnistuneesti strategiassaan siirtyen liiketoiminnassa kohti suurempia asiakkaita sekä suurempia ja vaativampia hankkeita. Yhtiö on näin saavuttanut strategisemman roolin asiakkaissaan. Yhtiön tarjoamia palveluita ovat muun muassa:

- Identiteetin- ja pääsynhallinta
- Tietoturvatarkastukset
- Turvallinen ohjelmistokehitys ja hankinta
- Tietosuojapalvelut
- Tietomurtojen tutkinta
- Ulkoistettu kyberturva ja valvomopalvelut
- Pilvipalveluiden tietoturva
- Kyberhyökkäysten torjunta
- IoT:n turvallisuus

Asiakkaalle toimitettavat palvelukokonaisuudet voivat pitää sisällään osia usealta osaamisalueelta sekä kolmansien osapuolten teknologiota. Palveluitaan Nixu toimittaa neljällä eri toimitusmallilla:

**Projektit ja toimeksiannot (2018: 58 % lv:sta)** sisältävät tietoturvatarkastuksen 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.

**Jatkuvat palvelut (28 % lv:sta)** ovat Nixulle strategisesti tärkeä ja hyvin nopeasti kasvava osa-alue koko kyberturvamarkkinassa (Managed Security Services, MSS). Tämä alue sisältää toistaiseksi voimassa oleviin tai itsestään uusiutuviin sopimuksiin perustuvat palvelut, kuten käyttäjähallinnan (IAM) palvelut.

**Hallinnoidut palvelut (12 % lv:sta)** ovat myös jatkuvia palveluita ja ne käsittävät Nixun Cyber Defense Center -palvelukokonaisuuden (CDC), jossa 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, Tieto ja Elisa. Tämä on voimakkaasti kasvava ja yhtiölle strategisesti tärkeä palvelualue.

**Teknologian jälleenmyynti (2 % lv:sta)** käsittää kolmansien osapuolten teknologialisenssien jälleenmyynnin, mikä tapahtuu tyypillisesti osana projektitoimituksia. Lisenssimyynnin rooli yhtiön liiketoiminnassa on ollut vähäinen, mutta Ezenta-yrityksoston myötä sen merkitys nousee hieman. Tietoturvatuotteita jälleenmyyviä IT-palvelutaloja

on Suomessa suuri ja kirjava joukko eivätkä nämä toimijat edusta suoraa kilpailua Nixulle.

### ”One Nixu” -alusta toiminnan digitalisointiin

Nixu pyrkii digitalisoimaan myös omaa liiketoimintaansa pitkällä aikavälillä. Tätä varten yhtiö kehittää One Nixu -alustaa. Ideana on saavuttaa skaalautuvuutta, pystyä tuottamaan parempia ja kilpailukykyisempiä palveluita sekä välttää Nixun siiloutuminen yhtiön kasvaessa.

Alustan ajatuksena on kerätä esimerkiksi asiakkaisiin, asiakasprojekteihin ja uhkakuviin liittyvää dataa, jotta sitä pystytään hyödyntämään läpi Nixun organisaation ja eri toimintojen. Näin yhtiö oppii tuntemaan asiakkuuksiaan syvällisemmin, eikä tieto jää pirstaloituneena eri henkilöille tai eri dokumentteihin ympäri organisaatiota. Alustaan on ideana kytkeä myös globaalit kyberturvan teknologiatoimittajat, jolloin Nixu pystyisi tarjoamaan kolmansien osapuolten kyberturvateknologioita alustan kautta tehokkaasti asiakkailleen. Yhtiön tavoitteena on myös pitkällä aikavälillä pystyä tuottamaan uusia datavetoisia liiketoimintoja omaan alustaan kertyvän datan pohjalta.

One Nixu -alusta on vielä kehitysasteella, joten yhtiön nykyisessä liiketoiminnassa se näkyy lähinnä kannattavuutta heikentävinä panostuksina. Nixu ei itse investoi kyberturvan tuotteisiin, vaan yhtiön oman alustan ideana on yhdistää kolmansien osapuolten teknologioita sekä digitalisoida Nixun omaa liiketoimintaa. Nixun näkemyksen mukaan yhtiön ei kannata lähteä kilpailemaan kyberturvan tuotetalojen kanssa kehitysinvestoinneissa, vaan yhtiö keskittyy palveluliiketoimintaan.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

## Kumppanuudet

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 uusien digitaalisten liiketoimintojen kriittinen edellytys.

Pelkkien asiantuntijaresurssien myyntiin keskittyvät toimijat eivät näkemyksemme mukaan pysty vastaamaan markkinan kysyntätrendeihin vastaavalla tavalla kuin Nixu. Myöskään tietoturvatuotteiden 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 siirtymässä myös voimakkaasti

tietoturvahkien torjunnasta läpi päässeiden hyökkäysten havainnointiin ja niihin reagointiin, missä palvelutoimittajien rooli korostuu.

Markkinan murroksesta johtuen kyberturvapalvelumarkkinoilla ulkoistettu tietoturva (Managed Security Services) on noussut tärkeäksi alueeksi, mihin Nixu lähti Suomessa ensimmäisten joukossa panostamaan. Tämä liiketoiminta tuo yhtiölle toisaalta tärkeää kilpailuetua ja toisaalta liiketoimintamalliin jatkuvuutta ja skaalautuvuutta. Esimerkiksi valvomopalveluissa asiakasmäärää pystytään tiettyyn rajaan asti kasvattamaan ilman, että kustannuksia (henkilöstömäärää) joudutaan kasvattamaan. 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 erittäin lujia ja kestäviä. Panostukset tälle alueelle kantavat siten hedelmää pitkällä aikavälillä.

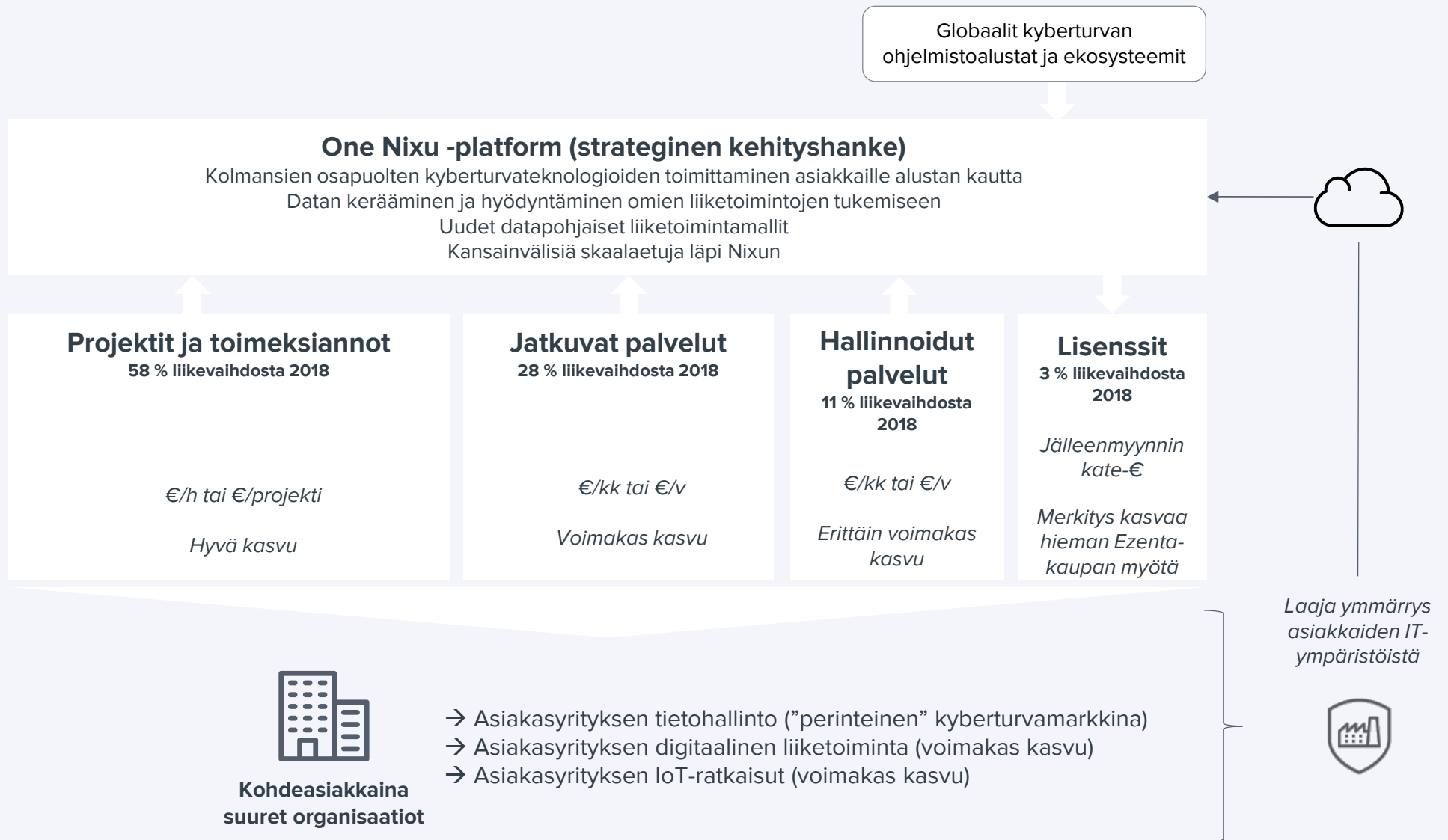
Valvomopalveluissa Nixu on saanut hyvin jalansijaa etenkin Suomessa, missä kannattavuus on yhtiön mukaan jo konsultointiliiketoiminnan tasolla. Valvomopalveluita ollaan viemässä myös muihin maihin ja palveluiden ylösajo vaatii etupainotteisia investointeja, jotka osaltaan rasittavat kannattavuutta.

## Brändin merkitys sektorilla tärkeä

Kyberturvamarkkina on vielä hyvin varhaisessa vaiheessa ja keskimäärin organisaatioiden päättäjät eivät välttämättä tiedä minkä toimijan puoleen kääntyä kyberturvaan liittyvissä

kysymyksissä. Asiakkailla ei välttämättä ole ymmärrystä 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. Nixulla on vahva brändi ja tunnettuus omassa kohderyhmässään Suomessa, mutta ulkomailla yhtiön tunnettuus on vielä selvästi Suomea heikommalla tasolla.

# Nixun liiketoimintamalli



# Sijoitusprofiili

## Kasvuyhtiön sijoittajaprofiili

Nixu on tällä hetkellä kuumilla markkinoilla toimiva, voimakkaassa investointivaiheessa oleva kasvuyhtiö. Nixun vahva markkina-asema tarjoaa sille etulyöntiaseman kyberturvamarkkinoiden kehittyessä nyt vauhdilla eteenpäin ja yhä useampien toimijoiden pyrkiessä markkinaan. Yhtiö on liiketoimintamalliltaan palveluyhtiö, joten teknologiayhtiöille mahdollista räjähtävää skaalautuvuutta ja kasvua Nixu ei tule sijoittajille tarjoamaan. Sen sijaan osake on enemmän vakaa ja pienempiriskinen keino päästä kiinni kyberturvamarkkinan kasvuajureihin.

Kyberturvamarkkinan kasvumahdollisuuksien takia Nixun kannattaa nyt investoida sen tulorahoitus kasvuun. Yhtiö toimii nuorella markkinalla, joka on voimakkaasti muotoutumassa erityisesti digitaalisen liiketoiminnan ja IoT:n alueella. Suurin arvonnointi yhtiön markkinoilla tulee nyt liikevaihdon kasvusta, minkä takia sektorin yhtiöille on tyypillistä voimakas kasvuhakuisuus. Toki sektorin yhtiöiden on pystyttävä näyttämään myös hyvää kannattavuutta, kun kyberturvan markkina jonain päivänä saavuttaa kypsemmän kehitysvaiheen. Tällä hetkellä arvo luodaan kuitenkin ensisijaisesti kasvulla.

Nixun panostukset kansainvälistymiseen, liiketoimintansa digitalisointiin sekä skaalautuviin jatkuviin palveluihin 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 strategiakauden lopulle vuoteen 2024, huomioiden samalla investointien onnistumiseen liittyvät riskit.

## Vahvuudet ja ajurit

- **Skaalautuvien jatkuvien palveluiden osuuden kasvu** tukee liikevaihdon jatkuvuutta sekä mahdollistaa hyvän kannattavuuden nykyisen investointivaiheen onnistumisen jälkeen. Jatkuvien palveluiden kasvu on keskeinen arvoajuri osakkeelle.
- **Epäorgaaninen kasvu yritysostoilla** on luonut etenkin historiassa Nixulla omistaja-arvoa. Nixulla on edelleen edellytyksiä jatkaa yritysostovetoista arvonnointia houkuttelemalla pienempiä kyberturvan palveluyhtiöitä osaksi Nixua 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 myös pitkällä aikavälillä ja läpi suhdanteiden. Yhtiön palvelualue on defensiivisempi kuin perinteisissä IT-palveluissa.
- **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 yhtiölle kannattavia.
- **Nixun kansainvälistyminen ja siihen liittyvät yritysostot voivat epäonnistua.** Yhtiöllä on vielä melko rajalliset näytöt kansainvälistymisen onnistumisesta ja kv-toiminta on vielä tappiolla. Nixulla on historiassa ollut sekä Hollannissa että Ruotsissa operatiivisia haasteita, vaikkakin tilanne on kehittynyt viimeisen vuoden aikana jo huomattavasti parempaan suuntaan.
- **Kyberturvamarkkinan kilpailupaine voi lisääntyä.** Yhä useammat toimijat pyrkivät nyt markkinalle. Lisäksi kansainvälinen kilpailu markkinalla todennäköisesti lisääntyy. Globaaleilla toimijoilla on resurssiensa puolesta kilpailuetu Nixuun nähden kilpailtaessa suurimmista kansainvälisistä asiakkaista.

# Sijoitusprofiili

1.

**Voimakas kasvuhakuisuus ja hyvät näytöt arvonluonnista kasvulla**

2.

**Vahva markkina-asema Suomessa auttaa kansainvälistymisessä**

3.

**Skaalautuvat palvelumallit tuovat jatkuvuutta ja tulosvipua**

4.

**Pitkällä aikavälillä voimakkaasti kasvava, defensiivinen markkina**

5.

**Strategia investointivaiheessa**

## Potentiaali



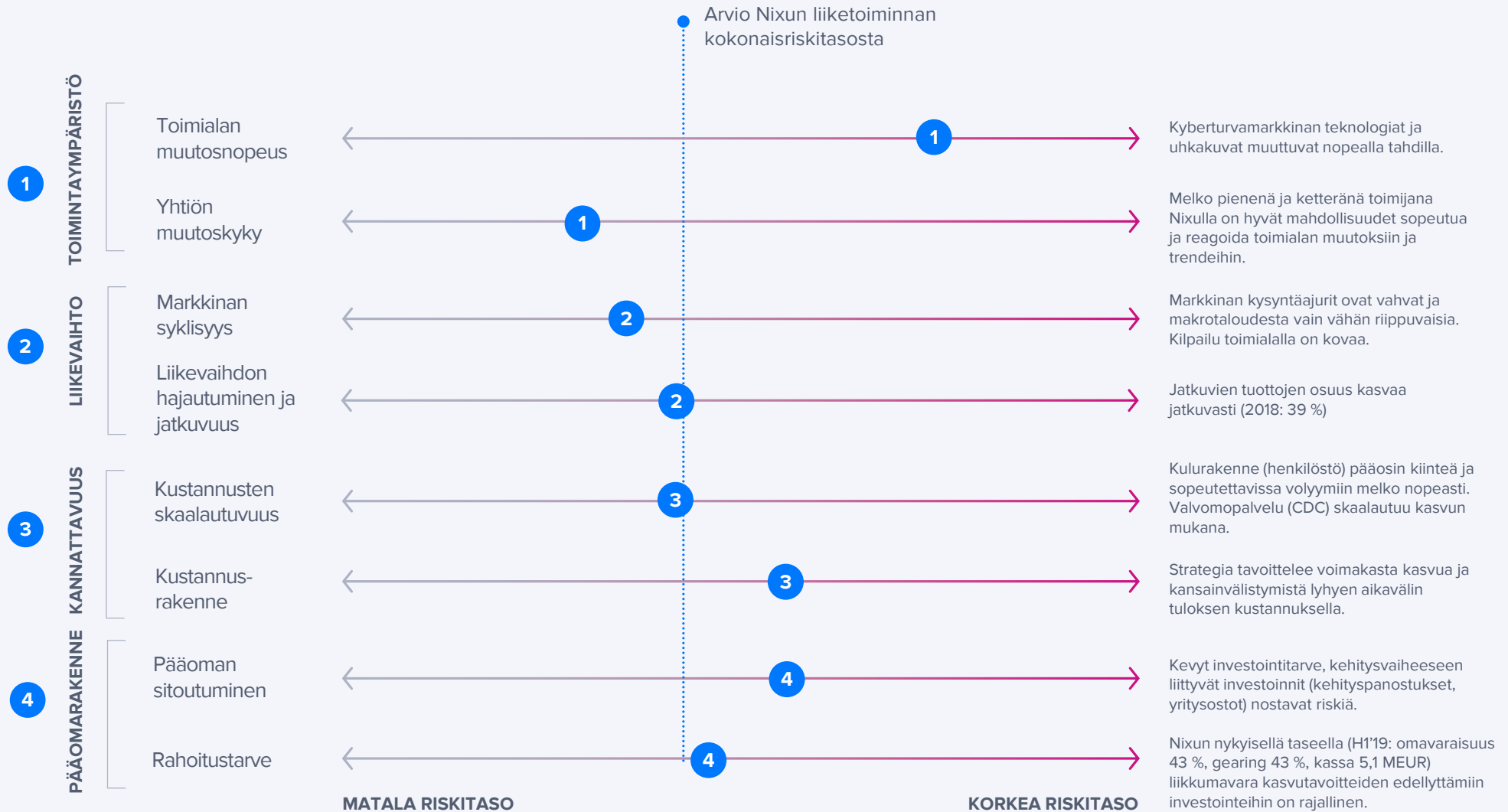
- Kasvu erityisesti jatkuvissa palveluissa
- Markkinalla vahvat kasvuajurit läpi suhdanteiden
- Liiketoimintamalliin rakennetaan jatkuvuutta ja skaalautuvuutta
- Liiketoimintamallissa hyvä asiakaspito
- Arvonluonti yrityskaupoilla
- Konsolidoituva markkina: potentiaalinen yritysostokohde

## Riskit



- Kasvuun ja uusiin palvelumalleihin kohdistuvien investointien onnistuminen
- Yritysostojen integraatiot
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Kilpailupaineen kasvu 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 nyt 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 älykkyys kasvavat jatkuvasti.

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat rajusti riippuen tutkimuslaitoksesta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin (3/2019) arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina kasvaa vuonna 2019 noin 10 % 136 mrd. dollariin. Gartner odottaa markkinan kasvavan keskimäärin noin 9,2 % vuosina 2017-2022. Valtaosan markkinasta muodostavat yritysten kyberturvapalvelut ja -tuotteet. Palveluiden osuus on reilu puolet kokonaismarkkinasta.

Nixulle relevantimpi Länsi-Euroopan kyberturvapalveluiden markkinan koko oli Gartnerin (4/2019) arvion mukaan vuonna 2018 noin 14,7 mrd. dollaria ja markkinan odotetaan

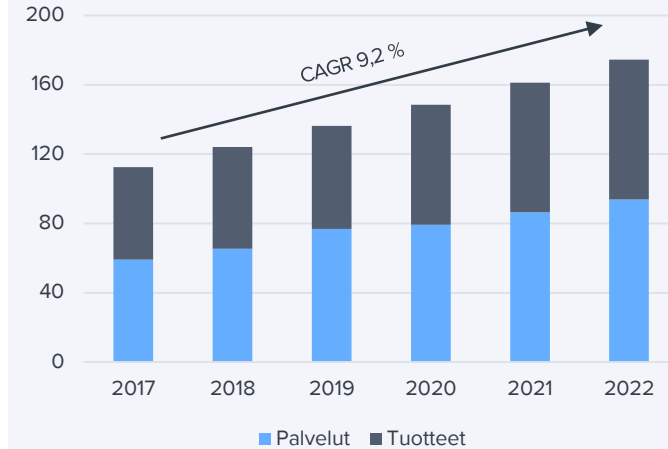
kasvavan keskimäärin noin 9 % vuodessa 2017-2023.

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.

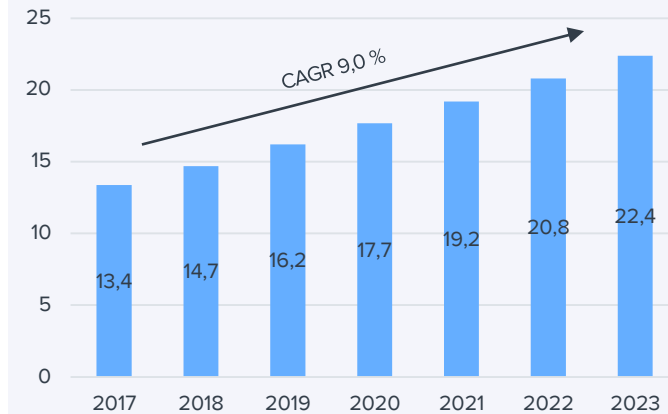
Nixun suurin markkina on yhä Suomi (2018: 64 % liikevaihdosta), missä kyberturvallisuuspalvelut ovat osa Suomen reilun kolmen miljardin euron IT-palvelumarkkinaa. Joidenkin arvioiden mukaan kyberturvan osuus organisaatioiden IT-budjeteista olisi 5-10 %:n luokkaa, jolloin Suomen markkinan kooksi voitaisiin haarukoida karkeasti noin 150-300 miljoonaa euroa. Ruotsissa markkinat ovat selvästi suuremmat, mutta kilpailukenttä pirstaleisempi. Tanskassa markkina ei käsityksemme mukaan ole aivan niin hajanainen kuin Ruotsissa. Hollannissa markkinat ovat kypsemät 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 ylätasolle 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 kriittistä toimintoja (kuten energia, pankit, operaattorit sekä kriittisten organisaatioiden alihankkijaverkostot). Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturvaohjelmien 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 tietoturvaohjelmat 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 tietoturvaohjelmat (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 suojaautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvaohjelmilla, kuten virustorjunnalla ja palomureilla. Tällöin organisaatioiden tietoturvainvestointeja ohjaa tyypillisesti ajattelu, jonka mukaan riittää, että on suojaautunut ”paremmin kuin naapuri”. Tätä kohderyhmää kyberturvapalveluiden markkinassa palvelevat esimerkiksi operaattorit, joilla on vahva jakelukanava SME-sektoriin.

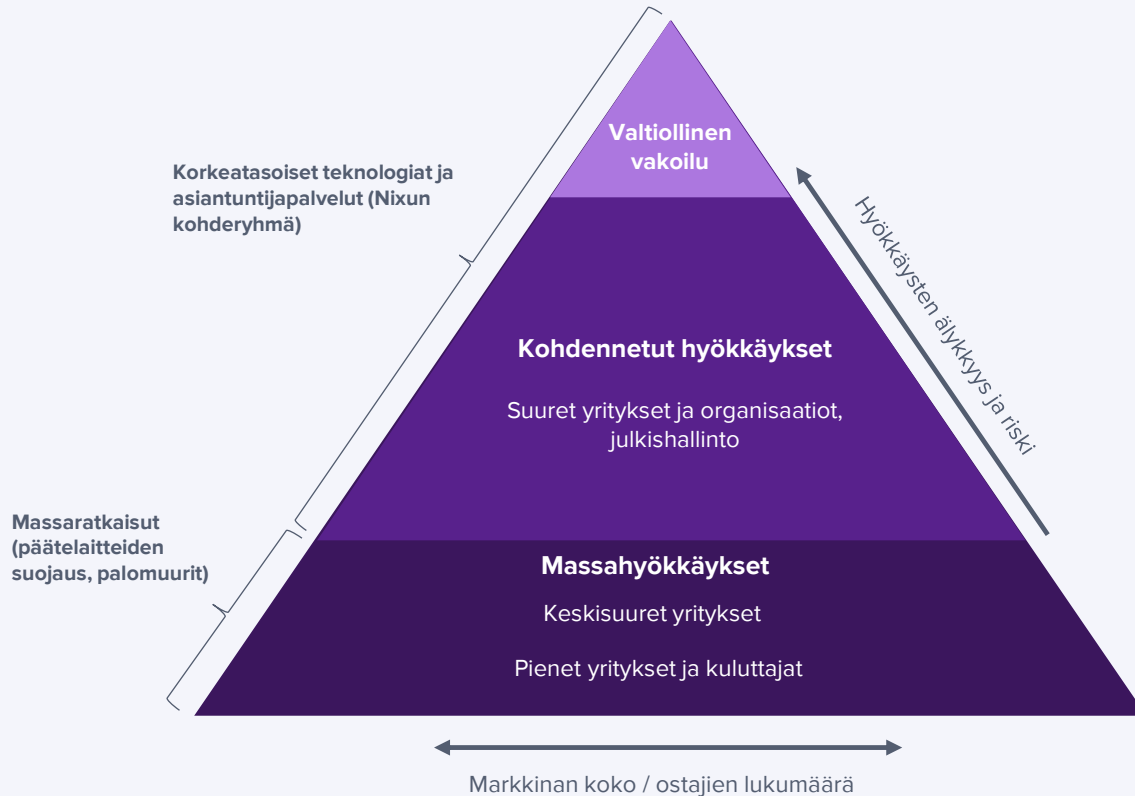
## Markkinan ajurit

Mielestämme kyberturvallisuusmarkkina on vielä hyvin epäkypsä ja se tulee kehittymään voimakkaasti lähivuosina, minkä vuoksi nykyiset markkinaennusteet ovat parhaimmillaankin vain suuntaa antavia. Markkinan kasvu tulee todennäköisesti olemaan tasaisen vahvaa ja kiihtymään digitalisaatioinvestointien vetämänä. 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 uhkakuvat.

IT-maailman 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 tietoturvaan. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Yhtenä trendinä voidaan nostaa myös avoimien järjestelmien (kuten Android) yleistyminen. Tämä tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta 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 koneiden 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 huomattavasti kysyntää kyberturvapalveluille. Asetus asettaa henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita. EU:n tietosuoja-asetuksen kautta organisaatioille tulee esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattua. 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 uusi asetus vakavasti. Samaan aikaan sanktioiden rahallinen määrittely antaa osaltaan kyberrikollisille hintalapun, millä kiristää yrityksiä onnistuneen tietomurto-operaation jäljiltä.

Tietosuoja-asetus on lisännyt Nixun asiantuntija-palveluiden kysyntää viime vuosina. 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 noin 21 mrd. dollaria ja markkinan odotetaan kasvavan noin 12 % vuodessa 2017-2022.

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 nykyisiin 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.

# Toimiala 4/4

## Toimialan konsolidaatio jatkuu

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet sektorille viime vuosina paljon investointeja, mikä näkyy pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin, sektorin arvostusten nousuna sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Toimiala on hyvin fragmentoitunut ja konsolidaatiokehitys jatkuu väistämättä, sillä markkinan kasvusta huolimatta kaikille nykyisille toimijoille ei ole tilaa markkinalla, mikäli se alkaa kypsyä tulevaisuudessa. Näemme riskinä, että toimiala on tällä hetkellä yli-investoitu, mikä voi tulevaisuudessa näkyä toimialan kilpailutilanteen kiristymisenä entisestään sekä sektorin kannattavuudessa, kun uusia toimijoita tulee kilpailuun mukaan uusilla ratkaisuihin, jotka pyrkivät ratkomaan kyberturvallisuuden ongelmia aina kilpailijoita tehokkaammin ja/tai edullisemmin. Tämä uhkakuva koskee kuitenkin pääasiassa kyberturvan tuotteiden markkinaa, eikä Nixun kaltaista palveluliiketoimintaa, jossa liiketoimintamalli perustuu enemmän asiantuntijamyynntiin. Palveluyhtiöillä markkinan kuumentuminen näkyy erityisesti kiristyvän osaajakilpailuna, potentiaalisena palkkainflaationa ja heikkona osaajien saatavuutena.

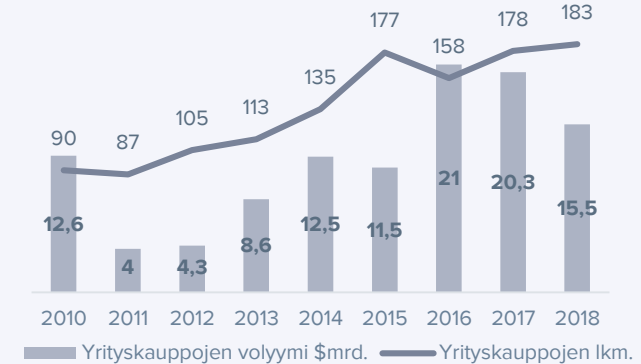
Kyberturvasektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, mikä voi osaltaan vaikeuttaa Nixun edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Yrityskauppojen liikevaihto-kertoimet ovat pahimmillaan nousseet palveluyhtiöissä 5x ja tuoteyhtiöissä 10x tasolle, joita voidaan pitää erittäin korkeina tasoina. Palveluyhtiöiden osalta osaajien 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. Tuoteyhtiöiden 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.

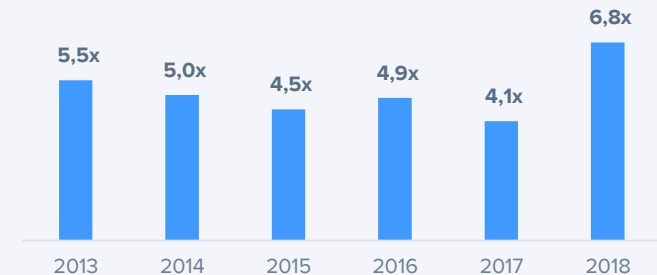
Uskomme Nixun olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa aktiivisen ostajan roolissa. Nixu olisi myös houkutteleva ostokohde monelle sektorin suuremmalle toimijalle ja pidämme tätä myös mahdollisena skenaariona tulevaisuudessa. Potentiaalisia kiinnostuneita voisivat olla esimerkiksi CGI tai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

Sijoittajan kannalta olennainen kysymys on, kannattaako kyberturvasektorille enää nyt nähdyn investointiaallon jälkeen sijoittaa ja onko nyt jo liian myöhäistä. Mielestämme markkinan arvostuskertoimissa ei ole enää varaa venyä, vaan seuraavaksi arvonnun on tultava sektorin yhtiöiden kasvusta ja kannattavuudesta.

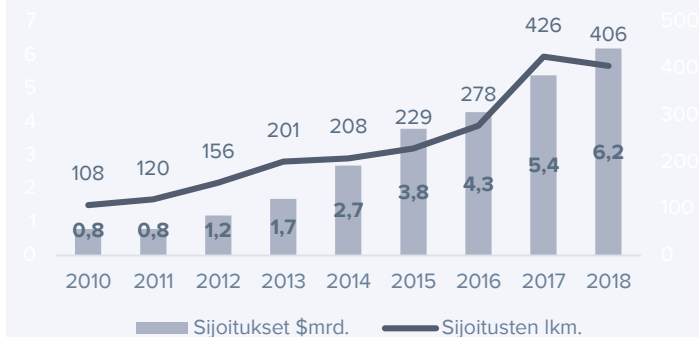
## Kyberturva-alan yrityskaupat



## Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin



## Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin



# Kyberturvapalveluyhtiöiden yrityskauppoja

Ajankohta	Kohde	Ostaja	Arvo MEUR	Liikevaihto- kerroin	Henkilöstö
6/2019	Engvall Security AB	CAG Group	2,2	-	-
5/2019	Everdon Security AB	KPMG	-	-	-
5/2019	SecureLink	Orange	515	2,1x	660
3/2019	Ezenta	Nixu	~6-8	0,7x-0,9x	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	91,6-120,2	2,9x-3,9x	~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

# Kilpailu 1/2

## Kyberturvapalvelut ovat vielä 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 markkinaa jaetaan nyt, on Nixulle tärkeää panostaa kasvuun.

Kyberturvapalveluiden markkinoiden kasvunäkymä houkuttelee tällä hetkellä paljon kilpailua, mutta toisaalta alalle tulon kynnyks on korkea. Tämä johtuu erityisesti teknologioiden kompleksisuuden kasvusta sekä uskottavuuden ja maineen tärkeydestä. Konsulttiyhtiö PwC:n selvityksen mukaan asiakkaille tärkeimpiä ostokriteerejä ovat toimittajan kyky ymmärtää asiakkaan tarve, toimittajan maine sekä teknologiariippumaton neuvonanto. Teknologioiden kompleksisuuden takia pienten toimijoiden on pakko erikoistua tietyille alueille, mutta tämä jättää pienet toimijat 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 kyberturvayhtiöiden 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 Xcure, 2NS ja Silverskin. Nämä toimijat ovat miljoonan tai 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** (kuten CGI ja Tieto) ovat hyvin kiinnostuneita kyberturvallisuusmarkkinoiden kasvumahdollisuuksista, minkä takia ne voidaan nähdä yhtenä Nixun keskeisenä kilpailijaryhmänä. Suomessa erityisesti CGI ja Tieto ovat panostaneet vahvasti kyberturvapalveluihin, mutta käsityksemme mukaan niiden tiimien koot ovat Nixua selvästi 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 juridikkassa 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. Rajanveto tuote- ja palveluliiketoiminnan on hämärtymässä johtuen tuoteyhtiöiden liiketoimintamallien transformaatiosta kohti jatkuvia palveluita, tietomurtojen jatkuvaa havainnointia sekä SaaS-liiketoimintaa. Samaan aikaan kyberturvan palveluyhtiöiden liiketoimintamallit ovat muuntumassa 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 F-Securesta tuli merkittävä eurooppalainen toimija myös palveluliiketoiminnassa. F-Securen strategia ja lähestyminen kyberturvaan on kuitenkin erilainen kuin Nixulla ja F-Securen 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 noussut jo nyt yhdeksi Ruotsin merkittävimmistä toimijoista ja arvioimme Ruotsin liikevaihdon nousevan vuonna 2019 jo yli 10 MEUR:oon. Markkinan fragmentoituneisuus tarjoaa Nixulle edelleen hyviä mahdollisuuksia kasvaa organisesti ja yritysostoin. Ruotsin

markkinan asiakaskunta tarjoaa myös hyvän perustan myydä Nixun muita palveluita Ruotsin markkinalle. 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 muutamia kyberturvapalveluihin erikoistuneita palveluyhtiöitä kuten Mandiant, Optiv 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) -yrityksillä. Yrityksien myötä yhtiö työllistää noin 660 henkeä ja tekee noin 250 MEUR liikevaihtoa. Teleoperaattori Orangen kyberturvaliikevaihto nousee SecureLink-oston myötä noin 600 MEUR:oon tehden siitä merkittävän pelurin Euroopassa. Noin puolet liikevaihdosta tulee vielä yhtiön kotimarkkinalta Ranskasta.



Lontoossa listatun NCC Groupin kyberturvan divisioona tekee noin 230 miljoonan euron liikevaihtoa ja se työllistää noin 1300 henkilöä. 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 selkeästi 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.

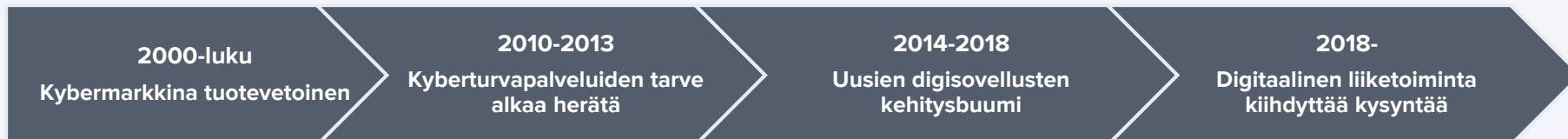
# Kilpailukenttä

## Osaamisalueet

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

 Ydiosaamisalue  
 Osaamisalue

# Kyberturvapalvelumarkkinan evoluutio




- Kyberturvallisuusliiketoiminta vahvasti teknologia- ja tuotevetoista
- Kyberturvapalveluissa ei vielä selkeää markkinaa
- Kyberturvapalveluihin erikoistuneita merkittäviä toimijoita ei vielä muodostunut
- Kompleksisuuden kasvun myötä tietoturvaa ei voida hoitaa enää pelkillä tuotteilla, vaan tarvitaan myös palveluita
- Markkinalle syntyy ensimmäisiä pieniä erikoistuneita toimijoita
- IT-generalistit ja konsulttitalot perustavat pieniä, sisäisiä kyberturvatiimejä
- 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
- Kyberturvian 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 (kyberturva-divisioona)

 **~1300**  
Henkilöstö


 **12**  
Toimintamaat

 **234**  
Liikevaihto  
m€


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

### NTTCom Security

 **~1500**  
Henkilöstö


 **16**  
Toimintamaat

 **~300**  
Liikevaihto  
m€


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

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

 **660**  
Henkilöstö

 **7**  
Toimintamaat

 **248**  
Liikevaihto  
m€

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

# Strategia 1/2

## Strategian tavoitteet

Nixu on toteuttanut menestyksekkäästi vuonna 2014 lanseerattua kasvustrategiaansa, jonka keskeisiä strategisia kehityshankkeita ovat olleet: 1) kansainvälistyminen, 2) skaalautuvien palveluiden kehitys ja 3) kyberuhkaosaamisen kehittäminen. Nämä teemat ovat vahvasti läsnä myös yhtiön vuonna 2018 päivitetystä kasvustrategiasta, jonka viisi strategista kehitysaluetta ovat:

- 1) Luoda Nixusta kansainvälisesti arvostettu kyberturvaosaajayhteisö
- 2) Olla entistä vahvemmin yritysten digitalisaation kyberturvakumppani
- 3) Oman liiketoiminnan digitalisointi
- 4) Markkinaläsnäolon laajentaminen
- 5) 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 asemiaan etenkin digitaalisen liiketoiminnan sekä teollisen internetin kyberturvaratkaisuissa. Maantieteellistä läsnäoloa vahvistetaan Suomessa etenkin orgaanisen kasvun kautta ja ulkomailla yritystojen kautta. Palvelutarjonnan osalta kasvua ja kilpailuetua haetaan rakentamalla oman One Nixu -alustan päälle teknologiapohjaisia skaalautuvia palvelumalleja.

Käsityksemme mukaan Nixu pyrkii tulevien vuosien aikana rakentamaan Pohjois-Eurooppaan

laajan osaajaverkoston, joka ideaalitalanteessa toimisi verkostomaisesti yhdessä. Uudet maat (Ruotsi, Tanska ja Hollanti) toimivat vielä kohtuullisen itsenäisesti ja liiketoiminnalliset synergiat maiden välillä syntyvät tulevaisuudessa monistettavista palvelu- ja teknologiakonsepteista sekä maaorganisaatioiden kyvystä hyödyntää Suomen keskusorganisaation laajaa osaamista, resursseja ja 24/7 valvomopalveluita.

## Taloudelliset tavoitteet

Nixu julkaisi elokuussa 2019 uudet taloudelliset tavoitteet seuraavalle 5 vuodelle.

Kokonaisuudessaan pidämme Nixun tavoitteita kunnianhimoisina, mutta yhtiön historiallisen kehityksen valossa niissä on myös realismia ja uskottavuutta.

Nixu tavoittelee vuosina 2020-2024 vuosittain 15-25 %:n orgaanista kasvua ja lisäksi yritystojen arvioidaan tuovan keskimäärin 10 %:n vuotuisen kasvun strategiakaudella. Lyhyemmällä tähtäimellä yhtiö tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtotasoa vuonna 2021. Tavoitteen saavuttaminen yhtiön vuoden 2019 ohjeistuksella ja 15-25 %:n orgaanisella kasvulla tarkoittaisi noin 15-28 MEUR:n liikevaihdon hankkimista yritystojen vuosien 2020-2021 aikana.

Orgaanisen kasvun osalta Nixulla on vahvat näytöt historiallisesta tavoitetason mukaisesta kasvusta. Tavoitteen saavuttaminen jatkossa vaatii yhtiöltä onnistumista rekrytoinneissa (tavoite 1000 työntekijää vuonna 2023) osaajapulasta kärsivällä markkinalla sekä voimakasta kasvua etenkin ulkomailta.

Orgaanisen kasvun ajurina strategiassa toimivat erityisesti hallinnoidut jatkuvat palvelut, joiden odotetaan kasvavan strategiakaudella selvästi konsultointipalveluita nopeammin. Hallinnoitujen jatkuvien palveluiden osuuden liikevaihdosta pitäisi yhtiön tavoitteen mukaan olla yli 50 % vuonna 2024 (H1'19: 15 %). Hallinnoidut 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 15 %:n käyttökatemarginaalia vuonna 2024 operatiivisen tehokkuuden parantuessa skaalautuvuuden myötä sekä kasvu- ja myyntipanostusten suhteellisen osuuden pienentyessä asteittain tulevina vuosina. Nixu arvioi myös pystyvänsä nostamaan hintojaan hieman palkkainflaatiota nopeammin, mikä tukee peruskannattavuutta.

Pidämme kannattavuustavoitetta realistisena ja esimerkiksi H1'19:llä yhtiö ylsi Suomen liiketoiminnassa 15 %:n käyttökatteeseen. Tavoitteen saavuttaminen vaatii kuitenkin riittävän kokoluokan saavuttamista ulkomaan markkinoilla ja Nixu tavoittelee vähintään viidellä markkina-alueella yli 25 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2024 mennessä. Yhtiö toimii tällä hetkellä neljällä markkina-alueella, joten yhtiö suunnittelee laajentumista vielä vähintään yhdelle täysin uudelle markkinalle. Euroopassa Iso-Britannia ja Saksa ovat suuria markkinoita, joihin Nixu arvioimme mukaan voisi laajentua.



# Strategia 2/2

## Strategian rahoitus

Nixun nykyisellä taseella (H1'19: omavaraisuusaste 43 %, nettovelkaantumisaste 42,9 %, kassa 5,1 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.

## Yritysosot kansainvälistymisstrategian keihäänkärkenä

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

Vuodesta 2014 lähtien Nixun on toteuttanut 7 strategista yritysostoa. Kaupat on onnistuttu toteuttamaan maltillisin arvostustasoin, kun

kaupoissa maksetut liikevaihtokertoimet ovat olleet noin 0,8x-1,0x välillä. Vaikka olemme varoittaneet kyberturvapalveluyhtiöiden valuaatioiden karkaamisesta, näyttäisi Nixun löytäneen selvän ”sweet spotin” pienien tiimien ostoista, jotka käytännössä toimivat vaihtoehtoina rekrytoinneille. Näiden yrityskauppojen kautta yhtiö pääsee uusille markkinoille, saa valmiin tiimin ja valmiita asiakkuuksia.

Nixun tehtyä viime vuosina useita pieniä yrityskauppoja, kiinnittyy huomio entistä enemmän siihen, kuinka yhtiö onnistuu ostokohteen integroinnissa. Toistaiseksi vaikuttaa siltä, ettei ostokohteen integroinnissa ole ilmennyt mitään normaalista poikkeavia haasteita pois lukien vuoden 2017 Bitsec-kauppa Ruotsissa, jossa työntekijöiden pysyvyys jäi kaupan jälkeen heikoksi. Nixun haluaa välttää siilomaisen portfolio-organisaation syntymisen, joten kohteiden integrointiin panostetaan merkittävästi, jotta skaalaedut yhtenäisestä Nixusta saadaan ulosmitattua tulevaisuudessa. Nämä ovat osaltaan kasvupanostuksia, jotka rasittavat tällä hetkellä Nixun kannattavuutta.

## Jatkuvat palvelut

Nixun jatkuviin palveluihin panostavan strategian ytimessä ovat kyberturvan valvomopalvelut. Nixun avasi vuonna 2015 oman CDC-valvomon. Valvomopalveluiden markkina on tämän jälkeen lähtenyt nopeasti muotoutumaan Suomeen ja valvomopalveluita tarjoavat muun muassa Tieto, Elisa, CGI ja Telian Cygate. Myös F-Securen MDR-ratkaisut (RDS ja Countercept) kilpailevat osittain Nixun valvomopalveluiden kanssa. Emme näe Elisaa ja Teliaa oleellisena kilpailu-uhkana Nixulle,

sillä teleoperaattorin lähestymiskulma ja kohderyhmä ovat erilaiset, kuin kyberturvapalveluihin erikoistuneella Nixulla.

Liiketoimintamallina valvomoliiketoiminta edellyttää Nixulta etupainotteisia investointeja, mutta se tuo skaalautuvuutta ja jatkuvuutta, kun riittävä asiakasmäärä saavutetaan. Suomessa kriittinen massa on jo saavutettu ja valvomopalveluiden kannattavuus on jo konsultointiliiketoiminnan tasolla. Ulkomailla CDC-palveluiden ylösajo on vielä alkuvaiheessa.

Valvomo toimii myös tärkeänä projektien ”sisäänheittäjänä”, sillä valvomon havaitsemien tietomurtojen selvittäminen edellyttää usein erikseen laskutettavien asiantuntijapalveluiden käyttöä.

Kyberuhkien valvomopalveluissa Nixun haasteeksi kilpailussa suurimmista globaaleista asiakkaista voi mielestämme muodostua yhtiön rajallinen mittakaava, sillä yhtiön suuremmat globaalisti toimivat kilpailijat pystyvät tarjoamaan jatkuvia valvomopalveluita globaalisti useista 24/7 SOC (Security Operations Center) -keskuksistaan.

Pidämme tärkeänä, että Nixun strategiassaan lähtenyt hyvissä ajoin rakentamaan siltää 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.

Nixun suunnittelee hallinnoitujen palveluiden lanseeraamista myös teollisen IoT:n puolelle sekä tarjoaa jo digitaalisen identiteetin hallintaratkaisua jatkuvana palveluna.

# Strategia



<b>Markkinaläsnäolon laajentaminen</b>
<b>Yritysten digitalisaation kyberturvakumppani</b>
<b>Oman liiketoiminnan digitalisointi</b>
<b>Kansainvälisesti arvostettu kyberturvaosaajayhteisö</b>
<b>Kannattava ja skaalautuva kasvu</b>

- Strategiset yritysostot ja orgaaninen laajentuminen Pohjois-Euroopan alueella
- Kyberturvan myynti jatkuvana palveluna, erityinen fokus digitaalisessa liiketoiminnassa ja IoT:ssa
- Investoinnit omaan One Nixu – alustaan
- Panostukset työnantajakuvaan, rekrytointiin ja kyberuhkien laaja-alaiseen tuntemukseen

- ✓ 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-aluetta vuonna 2024

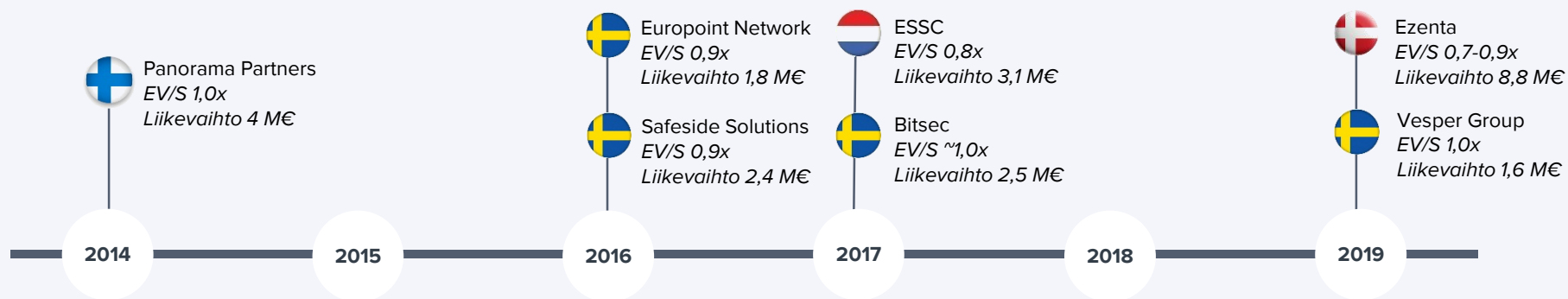
- Vahva markkina-asema Suomessa tarjoaa hyvän perustan kasvulle
- Kansainvälistyminen vauhdissa Ruotsissa, Hollannissa ja Tanskassa
- Uudet jatkuvat CDC-palvelut saavuttaneet Suomessa jo kriittisen massan, kv-markkinoilla ylösajo alkuvaiheessa

- 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 ulkomailla myös enemmän uusasiakashankintaa
- Kasvupanostukset rasittavat edelleen kannattavuutta lähivuodet
- Strategian onnistuessa yhtiöllä olisi ennustettava ja osittain skaalautuva liiketoimintamalli

# Nixun yrityskaupat ja M&A-strategia

## Yrityksostot



## 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

# Taloudellinen tilanne

## Vahvaa kasvua kyberturvapalveluissa

Nixu on historiassaan käynyt läpi murroksen kohti kyberturvapalveluliiketoimintaa välillä 2006-2012. Yhtiö irtautui tällä välillä kyberturvapalveluiden ulkopuolelle kuuluvista liiketoiminnoista, mikä osaltaan vaikuttaa historiallisiin lukuihin. Samalla yhtiö sai myös osansa Nokian kriisiytymisestä 2010-luvun alussa. Nixun kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden osalta kasvu on kuitenkin ollut vahvaa läpi historian vuotta 2013 lukuun ottamatta. Nixun kyberturvallisuuspalvelut ovat kasvaneet keskimäärin 29 % vuosittain vuosien 2006-2018 välillä. Yhtiön kasvuvauhti ei ole hiipunut kokoluokan kasvaessa, vaan vuoden 2014 pörssilistautumisen jälkeen Nixun liikevaihto on kasvanut viidessä vuodessa keskimäärin 27 % 12 MEUR:sta 40 MEUR:oon.

## Kasvupanostukset ovat syöneet kannattavuutta

Nixun käyttökate-% oli vuonna 2014 13,3 % ja kannattavuus on sen jälkeen ollut laskusuunnassa vuosittain. Nixun hinnoittelussa, laskutusasteissa tai kustannusrakenteessa ei ole käsityksemme mukaan tapahtunut mitään rakenteellisia kannattavuutta heikentäviä asioita, vaan heikko kannattavuus johtuu kasvuihminen investoinneista. 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, mutta vuonna 2018 (EBITDA-% -0,6 %) yhtiö lipsahti hieman tappion

puolelle. Loppuvuodesta 2018 tehdyt korjaavat toimenpiteet kannattavuuden osalta näkyivät H1'19:llä, kun yhtiö ylsi jälleen 8 %:n käyttökatteeseen. Nopea käänne kannattavuudessa tukee yhtiön tarinaa terveestä operatiivisesta kannattavuudesta (laskutus vs. palkat).

## Kustannusrakenne

Nixun kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti valtaosin henkilöstökuluista, joten kulurakenne on ainakin lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Vuonna 2018 henkilöstökulut vastasivat 68 % yhtiön liikevaihdosta. Toiseksi suurin kuluerä ovat liiketoiminnan muut kulut, jotka vastasivat 23 % liikevaihdosta. Arvioimme näiden kuluerien suhteellisen osuuden laskevan asteittain mentäessä kohti vuotta 2024, kun operatiivinen tehokkuus parantuu skaalautuvuuden myötä sekä kasvu- ja myyntipanostusten suhteellinen osuus pienentyy.

## Tase ja rahoitusasema

Nixun nettovelkaantumisaste oli H1'19 lopussa 43 % ja omavaraisuusaste 43 %. Yhtiön kassassa oli kesäkuun lopussa 5,1 MEUR ja korollista velkaa 9,9 MEUR (sis. Ezentan ehdollisen lisäkauppahinnan 1,5 MEUR). Nykyisellä taseella liikkumavara kasvustrategian edellyttämiin investointeihin on rajallinen. Siten yhtiö tulee todennäköisesti keräämään lisää omaa pääomaa yritysostoja varten, käyttämään omaa osaketta yritysostoissa sekä käyttämään hallitusti velkavipua.

Nixulla oli H1'19 lopussa taseessa yrityskaupoista kertynyttä liikearvoa 16,2 MEUR. Arvioimme

mukaan liikearvoon ei liity merkittäviä alaskirjausriskejä. Asiakassuhteisiin liittyviä aineettomia oikeuksia yhtiöllä oli noin 3,7 MEUR, joiden poistojen arvioimme olevan vuositason reilut 0,3 MEUR. Oikaisemme asiakassuhteisiin liittyvät poistot oikaistua EPS:iä laskettaessa.

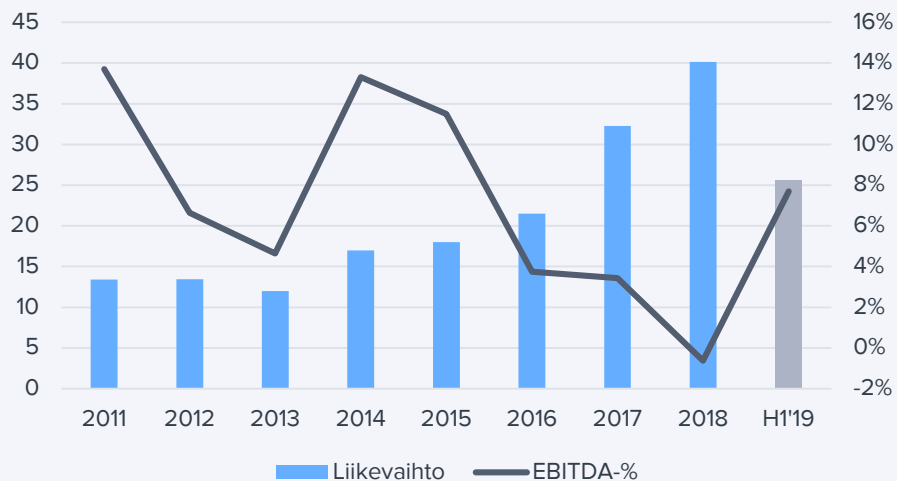
## Kassavirta investoidaan kasvuun

Nixun palveluliiketoiminta sitoo kohtuullisen vähän käyttöpääomaa ja myös ylläpitoinvestointitarve käyttöomaisuuteen on matala. Nixun panostukset kasvuun, kansainvälistymiseen ja teknologiapohjaisiin palveluihin sekä toteutetut yritysostot ovat kuitenkin pääosin syöneet rahavirrat viimeisten viiden vuoden aikana.

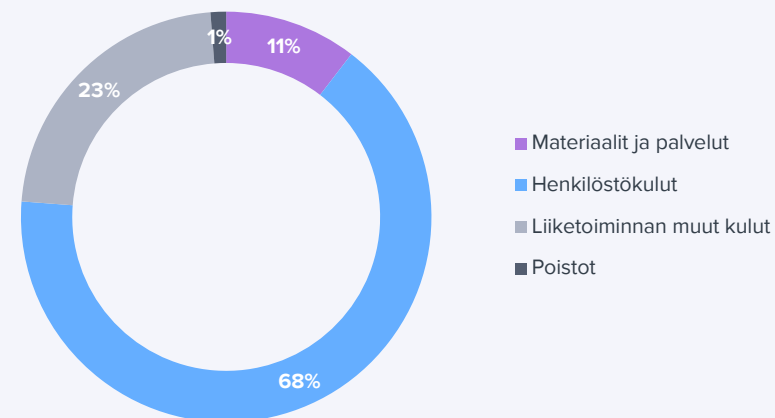
Nixu tulee strategiassaan investoimaan tulevinakin vuosina kassavirtansa pääasiallisesti kasvuun, eikä omistajien kannata odottaa yhtiöltä lähivuosilta osinkoja. Nykyisen kasvuvaiheen jälkeen, kun kasvupanostukset tasaantuvat yhtiön skaalautuviin jatkuviin palveluihin nojaavan palveluliiketoiminnan pitäisi luoda hyvin kassavirtaa, mikä mahdollistaa myös hyvän osingonjaon pitkällä aikavälillä.

# Taloudellinen tilanne

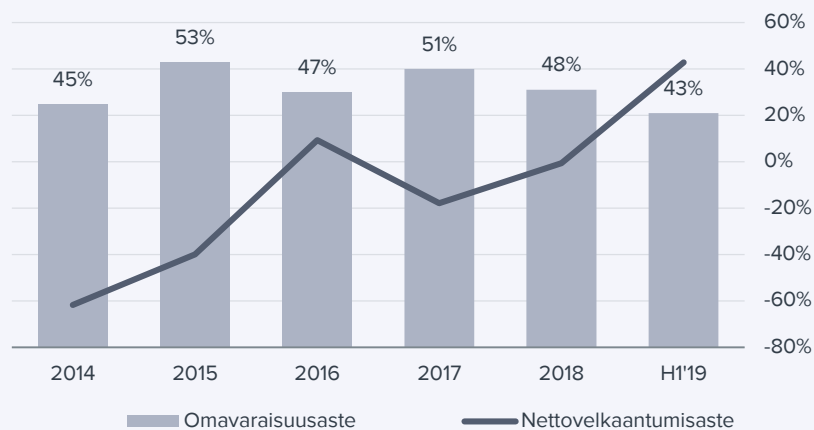
## Liikevaihto ja kannattavuus



## Kulurakenne 2018 (%-liikevaihdosta)



## Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes

## Vastaavaa



## Tase H1'19



# Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

## Ennusteet

### Ennusteiden lähtökohdat

Nixun vuoden 2019 ohjeistus sekä vuosien 2020-2024 taloudelliset tavoitteet toimivat pohjana ennusteillemme. Olemme tehneet laajan raportin yhteydessä ennustemuutoksia, joista keskeisimpänä olemme nostaneet odotuksiamme Nixun vuosien 2021-2024 kasvun osalta. Nixu tavoittelee vuosina 2020-2024 vuosittain 15-25 %:n orgaanista kasvua ja lisäksi yritysostojen arvioidaan tuovan keskimäärin 10 %:n vuotuisen kasvun strategiakaudella. 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, mikä antaa tukea myös tulevien vuosien kasvuennusteille. Odotamme hallintoitujen jatkuvien palveluiden toimivan merkittävimpana kasvun ajurina seuraavien 5 vuoden aikana. Tässä merkittävässä roolissa on Nixun valvomopalveluiden laajentaminen Suomesta muille markkina-alueille sekä uusien jatkuvien palvelumallien lanseeraaminen.

Ennustamme Nixun kannattavuuden paranevan asteittain tulevina vuosina kohti strategiakauden lopun 15 %:n käyttökatetta. Huomautamme, että yhtiöltä H1'19:llä nähty käyttökatetaso (8 %) ei ole kiveen hakattu lähivuosille. Nixu voi uhrata kannattavuuttaan odotuksiamme enemmän, jos yhtiö näkee sen avulla saavutetun kasvun luovan enemmän arvoa tulevaisuudessa. Siksi mielestämme lähivuosien kannattavuustasoa olennaisempaa on keskittyä seuraamaan Nixun

kasvua ja onnistumista yhtiön strategisissa hankkeissa.

### Lyhyen aikavälin ennuste

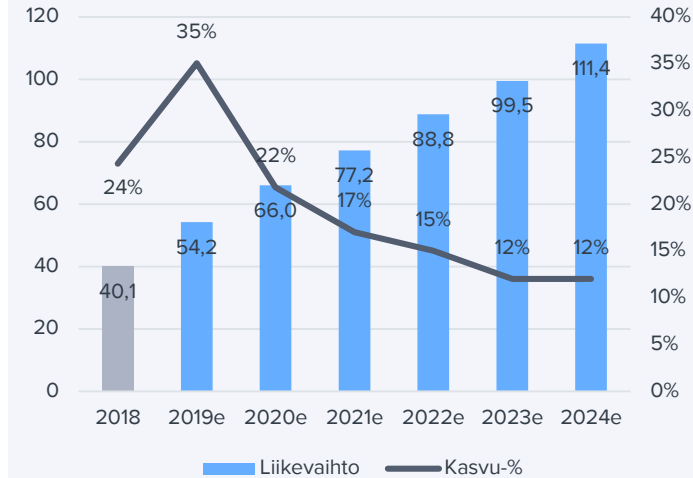
Nixu alensi syyskuussa kasvuohjeistustaan ja arvioi vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan noin 35 % (aik. >40 %). Kasvun ajureina toimivat voimakkaan orgaanisen kasvun lisäksi maaliskuussa tehdyt yrityskaupat.

Syy ohjeistuksen laskuun oli Nixun maaliskuussa ostaman tanskalaisen Ezentan yksittäiselle asiakkaalle ennustettujen teknologian jälleenmyyntikauppojen toteutumatta jääminen. Kaupat olisivat Nixun mukaan toteutuessaan olleet erittäin merkittäviä liikevaihdollisesti, mutta sopimuksen koosta johtuen niiden marginaali olisi ollut pienehkö. Tämän vuoksi näiden lisenssikauppojen peruuntuminen vaikuttaa yhtiön kannattavuuteen vain rajallisesti ja Nixu arvioi edelleen käyttökatteensa paranevan merkittävästi edellisestä tilikaudesta (2018: EBITDA -0,3 MEUR).

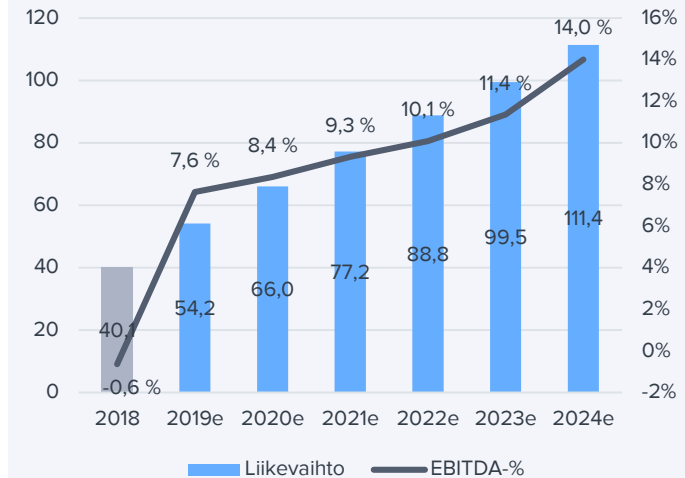
Tarkistimme vuoden 2019 ennusteemme linjaan Nixun ohjeistuksen kanssa ja odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 35 % 54,2 MEUR:oon. Kannattavuuden odotamme pysyvän H2:lla sunnilleen alkuvuoden tasolla ja käyttökatteen olevan koko vuoden osalta 7,6 % liikevaihdosta.

Vuonna 2020 odotamme Nixun orgaanisen kasvun olevan 17 %:n tasolla ja vuoden 2019 yritysostojen epäorgaanisen vaikutuksen olevan alkuvuodelle vielä noin 5 %. Käyttökatteen odotamme paranevan hieman ja olevan 8,4 %. Oikaistu EPS on ennusteellamme vuosina 2019-2020 0,20 ja 0,38 euroa. Emme odota Nixun maksavan tuloksestaan osinkoja lähivuosina, vaan ohjaavan kaikki pääomat kasvuun.

### Liikevaihto ja kasvu-%



### Liikevaihto ja käyttökatte-%



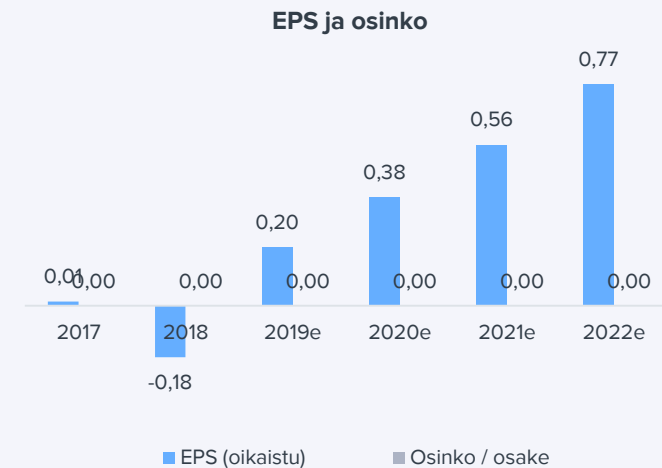
# Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

## Pitkän aikavälin ennuste

Ennustamme vuosina 2021 ja 2022 Nixun vahvan orgaanisen kasvun jatkuvan yhtiön tavoitetason alalaidan tuntumassa 17-15 %:ssa. Pidämme yhtiön orgaanista kasvutavoitetta kunnianhimoisena ja vuosille 2023-2024 ennustamme tässä vaiheessa 12 %:n kasvua, sillä yhtiön kokoluokan kasvaessa kasvuvauhdin ylläpitäminen käy jatkuvasti haasteellisemmaksi ja heikon näkyvyyden vuoksi jätämme tässä vaiheessa ennusteisiin kasvun osalta hieman turvamarginaalia.

Ennusteessamme Nixun käyttökate paranee asteittain mentäessä kohti vuotta 2024, jolloin ennustamme Nixun yltävän 14 %:n käyttökatteeseen. Vuosina 2021-2023 käyttökatemarginaali on ennusteessamme noin 9-11 %. Kannattavuusparannuksen pitäisi pääasiallisesti tulla läpi operatiivisen tehokkuuden parantuessa skaalautuvuuden myötä sekä kasvu- ja myyntipanostusten suhteellisen osuuden pienentyessä asteittain tulevina vuosina.

Mielestämme Nixulla on nykyisen kasvuvaiheen jälkeen mahdollisuus yltää yli tavoittelemansa 15 %:n käyttökatemarginaalin. Erityisesti, jos yhtiön tavoite nostaa hallinnoidut jatkuvat palvelut yli 50 %:iin liikevaihdosta toteutuu, näyttää kannattavuustavoite mielestämme varovaiselta. Esimerkiksi CDC-valvomopalveluissa yhtiön pitäisi pystyä kasvattamaan liikevaihtoaan selvästi kulujen kasvua nopeammin, jolloin pitkällä aikavälillä näiden palveluiden kannattavuusprofiili on selvästi konsultointiliiketoimintaa parempi.



# Ennusteet

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>14,6</b>	<b>17,7</b>	<b>32,3</b>	<b>19,5</b>	<b>20,7</b>	<b>40,1</b>	<b>25,7</b>	<b>28,5</b>	<b>54,2</b>	<b>66,0</b>	<b>77,2</b>	<b>88,8</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>7,2</b>	<b>9,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-0,8	-1,2	-0,9	-0,9	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>
Verot	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	-1,3
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
<b>Nettotulos</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>5,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,08</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>	<b>0,38</b>	<b>0,56</b>	<b>0,77</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,17</b>	<b>0,33</b>	<b>0,51</b>	<b>0,72</b>

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	44,5 %	55,3 %	50,2 %	33,6 %	16,7 %	24,3 %	31,9 %	38,0 %	35,1 %	21,8 %	17,0 %	15,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	76,2 %	9,7 %	52,8 %	-193,0 %	-228,6 %	-202,0 %	-	-	-	55,6 %	40,2 %	31,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	4,5 %	2,5 %	3,4 %	-3,4 %	2,0 %	-0,6 %	7,7 %	7,6 %	7,6 %	8,4 %	9,3 %	10,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	3,9 %	1,1 %	2,4 %	-2,7 %	-1,2 %	-1,9 %	4,3 %	5,1 %	4,7 %	6,0 %	7,2 %	8,3 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	-5,9 %	-3,9 %	-4,9 %	1,9 %	2,7 %	2,3 %	3,7 %	4,9 %	6,0 %

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	56,7	54,2	-4 %	66,1	66,0	0 %	72,7	77,2	6 %
<b>Käyttökate</b>	4,5	4,1	-9 %	5,8	5,5	-4 %	7,8	7,2	-7 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	2,8	2,6	-10 %	4,0	4,0	-1 %	6,0	5,6	-6 %
<b>Liikevoitto</b>	2,7	2,3	-15 %	3,9	3,6	-7 %	5,8	5,2	-10 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	2,1	1,7	-19 %	3,4	3,1	-8 %	5,5	4,9	-12 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,23	0,20	-12 %	0,37	0,38	1 %	0,60	0,56	-6 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes



# Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Sijoittajalle Nixu tarjoaa mahdollisuuden päästä mukaan kyberturvamarkkinan kasvuun ilman, että sijoittajan tarvitsee kantaa olennaista teknologiariskiä. Yhtiöllä on uskottava strategia ja suhteellisen moitteeton track-record sen toteutuksesta usealta vuodelta. Nixu aikoo strategiassaan investoida jatkossakin voimakkaasti liiketoimintamallinsa skaalautuvuuteen ja kasvuun, minkä odotamme kantavan hedelmää pitkällä aikavälillä.

Kokonaisuudessaan Nixun pitkän aikavälin kasvutarina on houkutteleva, sillä kyberturvamarkkinan trendit voimistuvat edelleen ja Nixun asema markkinalla yhtenä ainoana merkittävänä kyberturvaan erikoistuneena palveluyhtiönä on vahva. Voimakas yrityskauppavetoinen kansainvälinen laajentuminen pitää kuitenkin myös riskitason koholla jatkossakin. Pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykyarvostuksella (2019-2020e EV/S 1,8x-1,4x) kuitenkin edelleen houkuttelevana.

### Arvostuskertoimet

Nixu toimii vielä pääasiassa konsulttiliiketoiminnassa, jonka hinnoittelu on paljon suoraviivaisempaa kuin kyberturvan tuote-yhtiöissä. Yhtiön arvostusta ei voida verrata suoraan tuote-yhtiöihin eikä toisaalta myöskään perinteisiin IT-palvelutaloihin, vaan näemme arvonmuodostuksen olevan yhdistelmä molempia.

Nixun ja kyberturvamarkkinoiden kasvuvaiheesta

johtuen arvostusta on syytä tarkastella EV/Liikevaihto-kertoimen näkökulmasta. Näkemyksemme mukaan sijoittajat hinnoittelevat tällä hetkellä sektorin 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 hyvin selkeää yhtiön skaalautuvien palvelumallien ylösajon edetessä, mutta oletamme samalla yhtiön jatkavan kasvuinvestointejaan tarvittaessa niin kauan kuin markkinalla riittää otettavaa.

Ennusteillamme Nixun 2019-2020 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 1,8x ja 1,4x. Kertoimet ovat mielestämme hyvin perusteltavissa Nixun vahvan kasvunäkymän valossa sekä parantuneen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän kautta. Emme näe kertoimissa merkittävää nousuvaraa, mutta arvioimme Nixun yrityskauppojen myötä kiihtyvän kasvun yhdessä vahvan orgaanisen kasvun kanssa tukevan osakkeen arvostusta lyhyellä tähtäimellä. Vahva kasvu myös painaa arvostuskertoimia nopeasti alaspäin tulevina vuosina. Nixua on historiassa hinnoiteltu paikoin yli 2x tasolla olleella liikevaihtokertoimella, mutta mielestämme se on palveluyhtiölle kipurajoilla oleva arvostustaso, jollei kannattavuuden ja orgaanisen kasvun yhdistelmä ole erinomaisella tasolla.

Ennusteillamme Nixun tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat lähivuosina korkealla tasolla, kun kasvupanostukset rasittavat yhtiön tuloskuntoa. Vuosien 2019-2020 oikaistut P/E-

kertoimet ovat 58x ja 32x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 38x ja 24x. Vuonna 2021 P/E on 21x ja antaa jo hieman tukea tulos pohjaiselle arvostukselle, vaikka yhtiö ei ole vielä lähellekään saavuttanut tulos potentiaaliaan (EBITDA-% 2021e 9,3 %).

Nixun osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia voidaan havainnollistaa olettamalla yhtiön yltävän jo vuonna 2020 kypsää vaihetta heijastelemaan 15 %:n käyttökatemarginaaliin. Nykyisellä kasvuennusteellamme yhtiön P/E olisi tällöin noin 14x. Osakkeen arvostus näyttäisi tällöin jo melko matalalta ja tämän perusteella Nixun osakkeeseen ladatut kasvuodotukset ovat tällä hetkellä kohtuullisen maltillisella tasolla.

# Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

## Vertailuryhmä

Olemme valinneet Nixun vertailuryhmään Pohjoismaisia IT-palvelusektorilla toimivia yhtiöitä, jotka ovat kasvuprofililtaan kuitenkin melko erilaisia yhtiöitä kuin Nixu. Listattuja kyberturvapalveluihin keskittyneitä yhtiöitä on vähän, mutta yhtiön lähin verrokki vertailuryhmässä on brittiläinen NCC Group. Lisäksi kyberturvayhtiöistä olemme ottaneet verrokkiryhmään yhdysvaltalaisen, teknologiapohjaisia jatkuvia palveluita tarjoavan SecureWorksin sekä F-Securen, jonka liikevaihdosta noin viidennes tulee palveluista.

Liikevaihtopohjaista suhteellista arvostusta tarkastellessa mielestämme IT-palveluyhtiöiden keskimääräinen arvostus antaa Nixun arvostukselle selkeän alarajan ja puolestaan yläraja löytyy verrokkiryhmän kyberturvayhtiöiden tasolta. Nixun kasvuinvestointien painaessa kannattavuutta tulospohjaisten kertoimien vertailu verrokkiryhmään ei ole mielekäästä.

Liikevaihtokertoimella Nixu on arvostettu tänä vuonna 31 % ja ensi vuonna 11 % yli koko vertailuryhmän (EV/S 1,4x-1,3x). IT-palveluyhtiöihin nähden (EV/S 1,1x-1,0x) arvostuspremio on lähivuosille 40-63 % ja sijoittajat näyttävät hyväksyvän Nixulle tällä hetkellä selkeän ”kyberturvalisän” arvostuksessa. Kyberturvayhtiöihin nähden (EV/S 2,1x-1,9x) Nixua hinnoitellaan 15-24 %:n alennuksella.

Olemme viereisessä taulukossa laskeneet Nixun osakkeen arvoaarukan verrokkiryhtiöiden liikevaihtokertoimien ja vuosien 2019-2020 ennusteidemme pohjalta. IT-palveluyhtiöiden mediaaniarvostuksella Nixun osakkeen arvoksi muodostuu 6,9-8,1 euroa. Mielestämme Nixua

hinnoitellaan tällä hetkellä perustellusti selvästi tätä tasoa korkeammalle kyberturvamarkkinan ja Nixun vahvojen kasvunäkymien vuoksi. Arvostuksen heikkeneminen tälle tasolle vaatisi kasvunäkymien pahaan heikkenemistä, mikä käytännössä tarkoittaisi Nixulta selvää epäonnistumista kasvustrategiansa toteuttamisessa.

Kyberturvaverrokkien kertoimilla Nixun osakkeen arvoksi muodostuu 14,2-15,9 euroa. Kyberturvaverrokkien selkeästi suurempi kokoluokka puoltaa sitä, että Nixua on perusteltua hinnoitella matalammilla kertoimilla. Toisaalta Nixun kasvuvauhti on selkeästi verrokkeja kovempi, minkä perusteella Nixulle voitaisiin perustella myös verrokkien tasolla olevat kertoimet.

## 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 3-4x 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 lähteä hinnoittelemaan olennaista yrityskauppa-premiota Nixun osakkeeseen, vaan kyseessä on lähinnä optio osakkeelle.

## Nixun ja kyberturvaverrokkien tunnuslukuja

	EV	EV/S	Lv:n kasvu	EBIT-%	
	MEUR	2019e	2020e	CAGR 18-21e	Ka. 18-20e
SecureWorks	822	1,7	1,7	8 %	-3 %
NCC Group	588	2,1	1,9	5 %	14 %
F-Secure	464	2,1	1,9	11 %	6 %
<b>Nixu (Inderes)</b>	<b>96</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>24 %</b>	<b>3 %</b>

## Verrokkien kertoimiin pohjautuva arvonmääritys

Arvostuksen alalaita	2019e	2020e
Liikevaihto	54,2	66,0
x EV/S (IT-palveluyhtiöt)	1,1	1,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>59</b>	<b>68</b>
-Nettovelat 2019e	7,7	7,7
<b>Osakemann arvo</b>	<b>51</b>	<b>60</b>
Per osake	6,9	8,1
<b>Arvostuksen ylälaita</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Liikevaihto	54,2	66,0
x EV/S (kyberturvayhtiöt)	2,1	1,9
<b>Yritysarvo</b>	<b>113</b>	<b>125</b>
-Nettovelat 2019e	7,7	7,7
<b>Osakemann arvo</b>	<b>105</b>	<b>118</b>
Per osake	14,2	15,9

# Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

## Skenaarioanalyysi

Tarkastelemme Nixun arvoa kolmessa skenaariossa perustuen ennusteeseemme sekä yhtiön orgaanisen 15-25 %:n vuosittaisen kasvutavoitteen ylä- ja alalaitaan. Skenaarioilla pyrimme hahmottelemaan, miltä Nixun osakkeen tuotto-odotus näyttää, jos yhtiö ylittää tavoitteisiinsa seuraavan 5 vuoden aikana. Luonnollisesti yhtiön kehitys voi jäädä myös alle tavoitteiden, jolloin osakkeen tuotto jää selvästi näissä skenaarioissa esitetyistä luvuista. Skenaariot pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun, sillä yrityskauppojen mallintaminen etukäteen on haasteellista. Nixu tulee kuitenkin todennäköisesti toteuttamaan seuraavan 5 vuoden aikana useita yrityskauppoja, joiden lähtökohtaisesti voi olettaa olevan arvoa luovia, mutta toisaalta myös riskitasoa kohottavia.

Oikealta löytyvässä laskelmassa olemme olettaneet, että Nixulle hyväksyttäisiin 1,2x EV/Liikevaihto-kerroin vuonna 2024. Tämä vastaa 8x EV/EBITDA-kerrointa, kun oletetaan Nixun tuolloin yltävän tavoittelemansa 15 %:n käyttökate-%:iin. Mielestämme tällä tasolla olevat kertoimet olisivat perusteltuja oletetulla 15 %:n kannattavuudella sekä kovimman kasvuvaiheen jälkeen tasaantuvalla kasvulla. Olemme havainnollistaneet myös vuotuisen tuoton herkkyyttä eri liikevaihtokertoimilla (0,8x-1,6x).

Näillä oletuksilla ja ennusteidemme mukaisella kasvulla Nixu arvotettaisiin vuonna 2024 155 MEUR:oon, mikä vastaa noin 20,9 euron osakekurssia. Tämä tarjoaa osakkeelle nykyiseen osakekurssiin nähden 11 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen. Kun huomioidaan lisäksi Nixun

tulevien yritysostojen arvonluontipotentiaali sekä kasvutavoitteiden saavuttamiseen liittyvät riskit, on Nixun osakkeen tuotto/riski-suhde mielestämme nykykurssilla edelleen houkutteleva. 15 %:n kasvulla vuotuinen tuotto-odotus on noin 10 % ja voimakkaalla 25 %:n kasvulla tuotto-odotus kohoaa 19 %:iin.

## DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo Nixun osakkeelle on 15,2 euroa. Malli olettaa yhtiön kasvun hidastuvan vuoden 2024 jälkeen ja olevan 3-4 %:n tasolla vuosina 2025-2027. Vuoden 2024 jälkeen odotamme Nixun kannattavuuden (EBIT-%) vakiintuvan noin 11-12 %:n tasolle heijastellen kasvun jälkeistä kypsää vaihetta liiketoiminnassa. Rahavirrat ovat 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 71 %, mikä osaltaan kertoo suuren osan Nixun arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevasta kassavirroista lisäten epävarmuutta. DCF-malli kuitenkin tukee osaltaan Nixun arvonmääritystä heijastellen osakkeessa olevan selvää nousuvaraa yhtiön kasvustrategian edetessä tavoitteiden mukaisilla urilla.

## Nixun osakkeen tuotto-odotus eri skenaarioissa

Vuonna 2024	Kasvu 15 %	Inderes	Kasvu 25 %
Liikevaihto	109	117	165
x EV/S	1,2	1,2	1,2
<b>Yritysarvo</b>	<b>131</b>	<b>141</b>	<b>198</b>
+Nettokassa	12	14	19
<b>Markkina-arvo</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>218</b>
Osakekurssi 2024	19,3	20,9	29,4
Tuotto	61 %	75 %	146 %
Vuotuinen tuotto	10 %	11 %	19 %

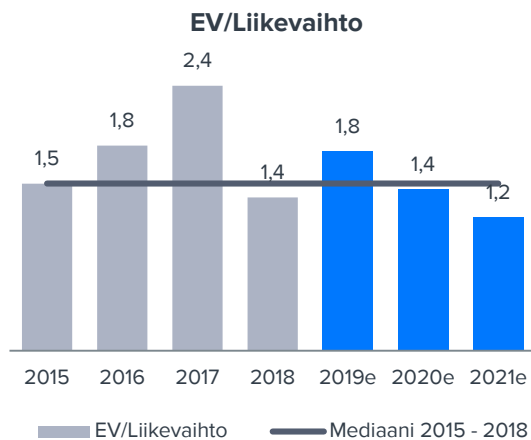
## Vuotuisen tuoton herkkyyys eri liikevaihtokertoimilla

EV/S	Kasvu 15 %	Inderes	Kasvu 25 %
0,8	2 %	4 %	11 %
1,0	6 %	8 %	15 %
1,2	10 %	11 %	19 %
1,4	13 %	14 %	22 %
1,6	15 %	17 %	25 %

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,91	6,05	11,0	7,60	12,0	12,0	12,0	12,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,11	6,19	6,63	7,23	7,41	7,41	7,41	7,41
Markkina-arvo	30	39	80	55	89	89	89	89
Yritysarvo (EV)	27	39	76	55	96	95	92	88
P/E (oik.)	20,6	>100	>100	neg.	58,4	31,7	21,3	15,5
P/E	43,7	>100	neg.	neg.	70,6	36,5	23,4	16,6
P/Kassavirta	neg.	neg.	27,0	neg.	neg.	47,0	30,4	19,1
P/B	3,8	4,7	4,2	3,3	4,9	4,3	3,6	3,0
P/S	1,7	1,8	2,5	1,4	1,6	1,3	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,8	2,4	1,4	1,8	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	13,0	48,8	69,0	neg.	23,3	17,2	12,8	9,8
EV/EBIT (oik.)	13,6	78,9	>100	neg.	37,6	23,8	16,5	12,0
Osinko/tulos (%)	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



# Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Innofactor Plc	0,63	23	41	41,5	27,7	8,3	7,5	0,6	0,6	123,6	30,9			1,0
Bouvet ASA	297,00	308	317	14,3	13,0	11,3	10,3	1,5	1,4	17,8	16,4	5,0	5,3	9,9
Digia Oyj	3,46	97	113	11,3	9,1	7,3	6,5	0,9	0,8	12,6	10,7	2,6	3,5	1,8
Enea AB	138,50	282	330	13,1	13,1	10,7	10,3	3,5	3,3	15,1	14,0			
HiQ International AB	47,50	248	249	11,5	11,6	9,7	9,7	1,4	1,4	15,0	14,8	7,2	7,5	3,3
Siili Solutions Oyj	8,62	60	58	11,7	9,7	7,3	6,5	0,7	0,7	12,9	9,9	4,0	5,6	
Solteq Oyj	1,45	28	54	12,0	10,8	6,7	6,0	0,9	0,9	13,2	10,7	2,1	2,8	1,2
Tieto Oyj	23,84	1735	2091	12,7	11,9	8,7	8,3	1,3	1,2	13,0	12,4	5,7	6,5	3,8
Knowit AB (publ)	171,20	303	320	10,4	9,5	8,4	7,8	1,0	1,0	13,2	11,9	3,7	4,3	2,6
Vincit Oyj	4,56	54	53	26,6	13,3	13,3	8,9	1,1	1,0	25,0	14,1	3,3	3,8	3,0
Gofore Oyj	7,90	111	103	13,7	11,4	10,8	8,9	1,5	1,3	16,5	14,2	2,8	3,3	3,6
F-Secure Oyj	2,77	443	464	58,0	30,1	17,5	14,7	2,1	1,9	111,6	36,4	0,1	1,3	6,2
NCC Group	182,40	567	588	15,4	13,2	11,9	10,7	2,1	1,9	20,1	17,2	2,7	2,8	2,3
SecureWorks	12,29	930	822					1,7	1,7					1,4
<b>Nixu (Inderes)</b>	<b>11,95</b>	<b>89</b>	<b>96</b>	<b>37,6</b>	<b>23,8</b>	<b>23,3</b>	<b>17,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>58,4</b>	<b>31,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,9</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>19,4</b>	<b>14,2</b>	<b>10,2</b>	<b>8,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>31,5</b>	<b>16,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>13,1</b>	<b>11,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>15,1</b>	<b>14,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>187 %</b>	<b>100 %</b>	<b>140 %</b>	<b>94 %</b>	<b>31 %</b>	<b>11 %</b>	<b>286 %</b>	<b>125 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>74 %</b>

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

# DCF-kassavirtalaskelma

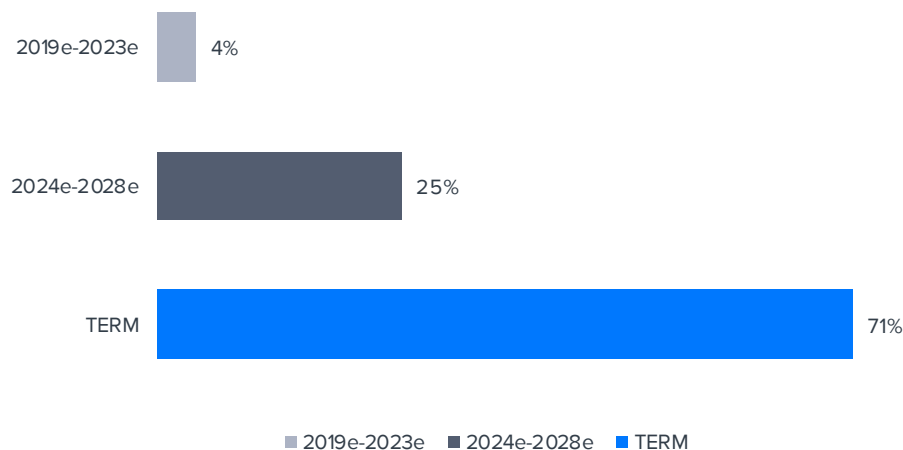
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>9,5</b>	<b>14,2</b>	<b>14,7</b>	<b>14,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,7</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	
- Maksetut verot	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	-1,3	-1,9	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	-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	0,1	-1,0	-0,9	-1,2	-0,9	-1,5	-1,8	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>11,7</b>	<b>12,1</b>	<b>13,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,4	-10,0	-1,9	-1,9	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,7</b>	<b>-7,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>	
+/- Muut	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,7	-7,4	1,9	2,9	4,6	5,9	9,5	9,8	11,0	11,0	11,2	177
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-7,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>79,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		112	120	118	116	112	108	102	96,2	90,3	84,9	79,9
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>112</b>										
- Korolliset velat		-9,2										
+ Rahavarat		9,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>113</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>15,2</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	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



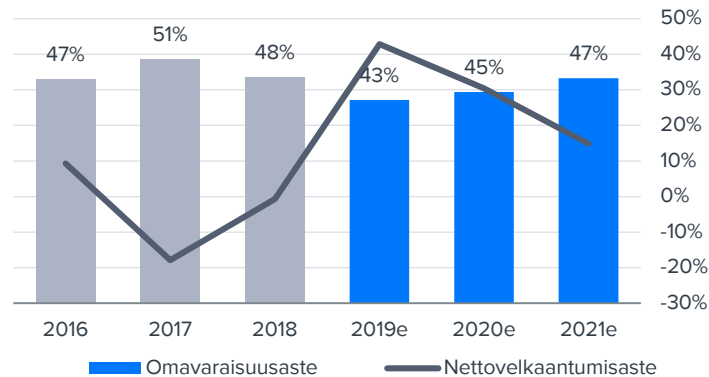
# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>13,0</b>	<b>14,2</b>	<b>22,3</b>	<b>22,3</b>	<b>22,2</b>
Liikearvo	9,8	9,6	16,2	16,2	16,2
Aineettomat hyödykkeet	2,3	1,6	3,1	2,9	2,6
Käyttöomaisuus	0,9	3,0	3,0	3,2	3,3
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>23,7</b>	<b>21,2</b>	<b>19,9</b>	<b>23,8</b>	<b>29,0</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	11,9	11,9	15,6	19,1	22,9
Likvidit varat	11,9	9,3	4,3	4,6	6,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,8</b>	<b>35,3</b>	<b>42,2</b>	<b>46,0</b>	<b>51,2</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>18,9</b>	<b>16,8</b>	<b>18,1</b>	<b>20,5</b>	<b>24,3</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,8	-0,1	1,1	3,6	7,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muu oma pääoma	17,1	17,3	17,3	17,3	17,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Laskennalliset verovelat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	2,4	3,3	3,7	3,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>17,3</b>	<b>16,0</b>	<b>20,7</b>	<b>21,6</b>	<b>23,1</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	8,3	6,8	8,8	7,1	6,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,0	9,2	11,9	14,5	17,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,8</b>	<b>35,3</b>	<b>42,2</b>	<b>46,0</b>	<b>51,2</b>

Taseen avainlukujen kehitys



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositushistoria (>12 kk)

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 €





Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**