

Nixu

Yhtiöraportti

6/2018

inde
res.

Tarina on vahva

Nixu on edennyt strategiassaan jälleen ripeästi viimeisen vuoden aikana. Yhtiö on toteuttanut onnistuneita kansainvälisiä yrityskauppoja, kasvattanut merkittävästi jatkuvien palveluiden liiketoimintaa ja voittanut merkittäviä sopimuksia strategisesti tärkeillä alueilla. Nixu investoi edelleen voimakkaasti liiketoimintamallin skaalautuvuuteen ja kasvuun, mikä arviomme mukaan kantaa hedelmää pitkällä aikavälillä. Nostamme tavoitehintamme 13,0 euroon (aik. 12,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme osakkeen korkeasta arvostuksesta johtuen.

Nixu on kasvanut asiantuntijayhtiöstä kyberturvan kokonaisvaltaiseksi kumppaniksi

Nixu on vuoden 2014 listautumisen jälkeen laajentunut kansainvälisesti onnistunein yrityskaupoin ja vahvistanut palvelutarjoomaansa vastaamaan kyberturvan markkinatrendeihin. Käytännössä yhtiö on noussut kyberturvan markkinoilla uuteen liigaan kasvamalla asiantuntijaresurssien toimittajasta kokonaisvaltaiseksi kyberturvallisuuden kumppaniksi vaativissa globaaleissa asiakkaissa, mistä osoituksena viimeisimmät merkittävät IoT-sopimukset. Nixun laaja-alainen osaaminen ja kyky tarjota kyberturvaa jatkuvana palveluna tuovat yhtiölle arviomme mukaan etumatkaa kilpailussa, jossa vastassa on yhä suurempia globaaleja toimijoita. Yhtiön kansainvälisten avausten ja uusien tuotteistettujen palvelukonseptien ansiosta yhtiöllä on nyt kasassa hyvä aihio monistaa menestystä tulevana vuosina.

Arvonluonti tulee kasvusta, panostukset rasittavat tulosta

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. Seuraamme tällä hetkellä erityisesti kasvua, sillä valitulla strategialla tulos on lyhyellä aikavälillä panostusten rasittama.

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkuttelevat

Kyberturvayhtiöt ratkaisevat yhtä digitalisoituvan yhteiskunnan suurinta ongelmaa, minkä takia markkinan kysyntäfundamentit ovat erinomaisia ja 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. Palvelu-toimittajien 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 tekee markkinasta vaikean tulokkaille. Markkinoille pyrkivät uudet toimijat eivät pysty vastaamaan kysynnän siirtymään kohti kyberturvaa ulkoistettuna kokonaispalveluna, mikä edellyttää laaja-alaista osaamista.

Arvostusta katsottava nykyisen investointivaiheen ylitse

Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvavan lähivuosina orgaanisesti noin 20 % vauhtia, mutta kannattavuuden jäävän välttävälle tasolle (EBITDA-% 3-9 %) johtuen yhtiön kasvupanostuksista. Nixussa on houkutteleva tarina, mutta yhtiön omistajat joutuvat kantamaan riskiä nykyisen investointivaiheen onnistumisesta sekä sektorin arvostustasojen kestävydestä. Nixua hinnoitellaan nyt noin 2,3x EV/Liikevaihto-kertoimella (2018e), mikä on kipurajoilla oleva arvostus palveluyhtiölle.

Analyytikot

Mikael Rautanen
+358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Atte Riikola
+358 44 5934500
atte.riikola@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



13,00 EUR

Edellinen: 12,00 euroa

Osakekurssi: 13,15 EUR

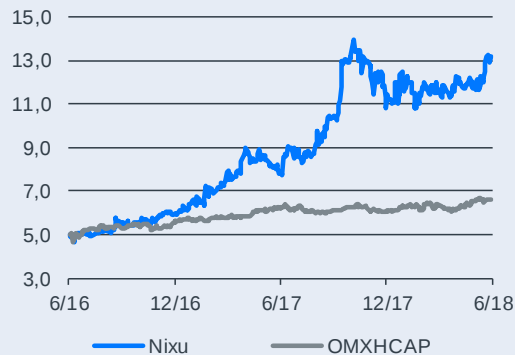
Potentiaali: -1,1 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	21,5	32,3	40,7	49,6
- kasvu-%	19 %	50 %	26 %	22 %
EBITDA	0,8	1,1	1,3	2,2
- EBITDA-%	3,7 %	3,4 %	3,2 %	4,4 %
EBIT (oikaistu)	0,5	0,8	0,9	1,9
- EBIT-%	2,3 %	2,4 %	2,2 %	3,8 %
Tulos ennen veroja	0,3	0,1	0,4	1,4
Nettotulos	0,1	-0,2	0,3	1,1
EPS (oikaistu)	0,02	0,01	0,07	0,18
P/E (oik.)	317,3	752,0	182,0	74,1
EV/EBIT (oik.)	78,9	100,2	101,9	49,2
EV/Liikevaihto	1,8	2,4	2,3	1,9

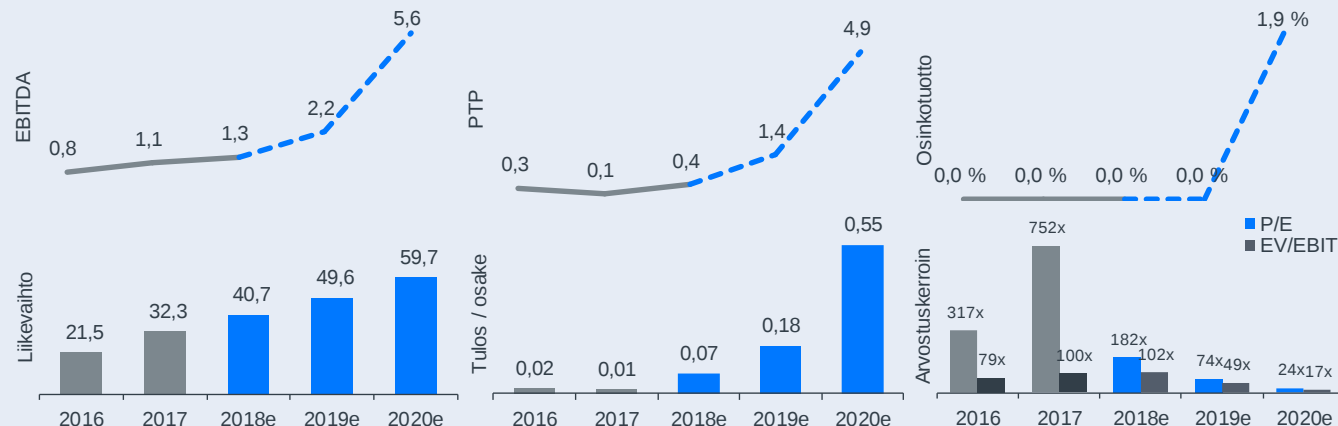
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



Lähde: Reuters

Avainluvut



Markkina-arvo

95

MEUR

Yritysarvo

92

MEUR

Nettovelkaisuusaste

-18,2 %

Omaravaruusaste

51,2 %

P/B 2018e

4,9

ROE 2018e, %

1,7 %



Arvoajurit

- Uniikki markkina-asema houkuttelevalla markkinalla
- Uudet palvelumallit tuovat asiakaspitoa ja skaalautuvuutta
- Toimialan konsolidaatio ja kasvunäkymä ajaa arvostustasoa ylös
- Liikevaihdon kasvu tärkein arvoajuri lähivuosina



Riskitekijät

- Kilpailun lisääntyminen kuumalla markkinalla
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Yrityssostojen integraatiot
- Uusiin palvelumalleihin kohdistuvien investointien onnistuminen



Arvostus

- Premio suhteessa IT-konsulttitaloihin perusteltu
- Sektorin arvostustasot nousussa hyvän kysyntänäkymän vetämänä
- Yhtiö luo jatkuvasti arvoa strategian etenemisen ja vahvan kasvun kautta
- Arvostus palveluyhtiöksi kuitenkin nyt haastava

EV/S

2,3x

2018e

EV/S

1,9x

2019e

EV/EBIT

49x

2019e

EV/EBITDA

42x

2019e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-10
Sijoitusprofiili	s. 11-14
Toimiala	s. 15-20
Kilpailu	s. 21-24
Strategia ja kilpailuedut	s. 25-29
Taloudellinen tilanne	s. 30-31
Ennusteet ja arvostus	s. 32-35
Taulukot	s. 36-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 40

Nixu lyhyesti

Nixu on Pohjoismaiden suurin kyberturvapalveluihin erikoistunut asiantuntijayritys

1988

Perustamisvuosi

29,5%

Vuosikasvu kyberturva-
palveluissa 2006-2017

323 asiantuntijaa (2017)

Suurin tiimi Pohjoismaiden
kyberturvapalveluissa

32,3 MEUR (+50 % vs. 2016)

Liikevaihto 2017

31%

Jatkuvien palveluiden
osuus liikevaihdosta 2017

>400

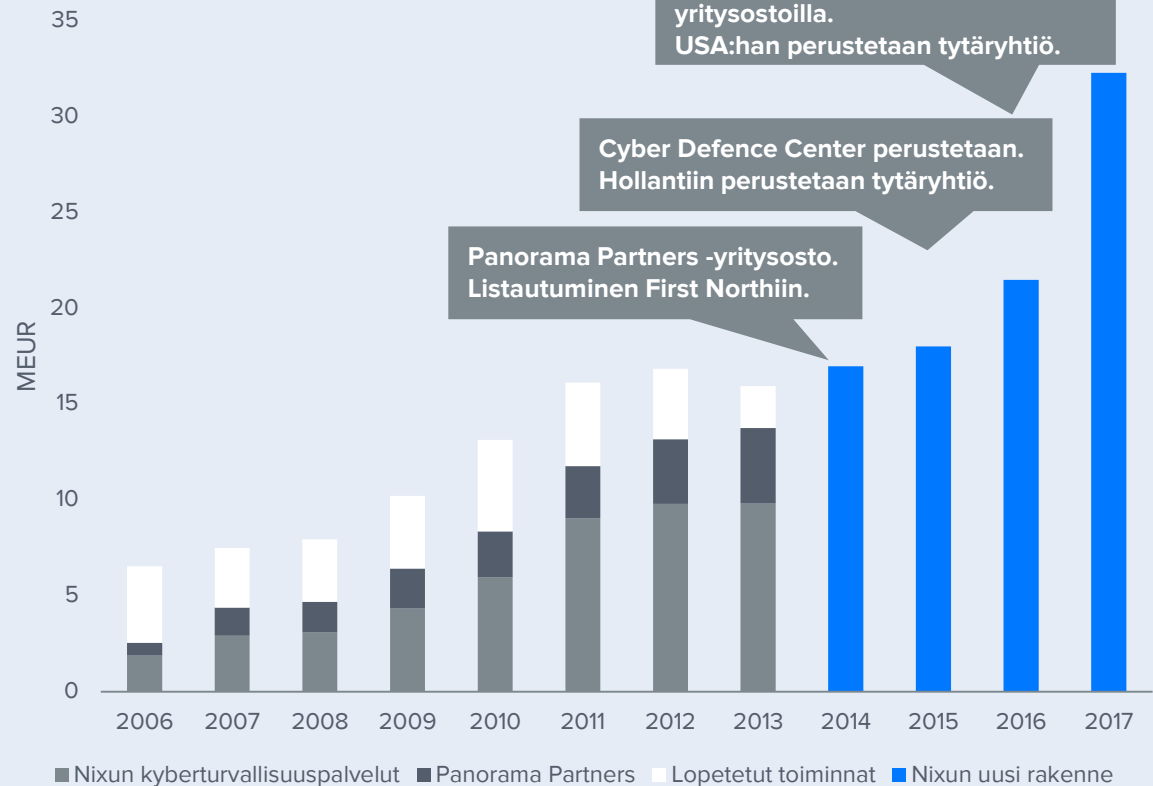
Asiakasta vuonna
2017

97%

Asiakkaiden
suositteluaste 2017

35%

Kansainvälisen
liikevaihdon osuus



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 kyberturvallisuusasiantuntijoiden lukumäärällä mitattuna. Yhtiö työllisti 2017 lopussa 323 asiantuntijaa ja teki viime vuonna 32,3 MEUR:n liikevaihdon (+50 %).

Nixulla on pitkä historia IT-alan toimijana, mutta strateginen päätös keskittyä tietoturvaan tehtiin vuonna 2005. Tämän jälkeen yhtiö on poistunut muilta liiketoiminta-alueilta ja kasvanut voimakkaasti kyberturvaan keskittyvissä palveluissa. Aikaisessa vaiheessa käynnistetty keskittyminen kyberturvan palveluihin on tarjonnut Nixulle merkittävän etumatkan kilpailijoihin nähden tänä päivänä.

Nixu toimii pääasiassa Suomessa, mutta se on toteuttanut asiakasprojekteja 27 maassa. Vuonna 2015 yhtiö aloitti kansainvälisen laajentumisen avaamalla Hollantiin toimiston. Vuonna 2016 yhtiö laajentui Ruotsiin kahdella pienellä yritysostolla. Vuonna 2017 yhtiö vahvisti asemiaan Hollannissa (ESSC) ja Ruotsissa (Bitsec) yrityskaupoilla. Viime vuonna liikevaihdesta 35 % tuli Suomen ulkopuolelta. Tällä hetkellä Nixulla on asiantuntijoita Suomessa, Ruotsissa, Hollannissa, Romaniassa, Yhdysvalloissa ja Australiassa.

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 nyt 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. Kyseessä on uusi, voimakkaasti kehittyvä osa-alue kyberturvan markkinassa.

Vuonna 2017 Nixun liikevaihdesta kymmenen suurimman asiakkaan osuus oli noin 31 % ja yhtiön riippuvuus yksittäisistä asiakkaista on rajallinen. Kyberturvallisuus on perinteisesti ollut asiakasorganisaation IT:lle luonteeltaan pakollinen tukifunktio, jonka osuus IT-budjetista on suhteellisesti hyvin pieni. Kyberturvan osuus asiakkaiden IT-budjeteista tulee kuitenkin todennäköisesti kasvamaan tulevaisuudessa, kun kyberturva toimii edellytyksenä digitaalisten liiketoimintojen syntymiselle.

Vahva markkina-asema Suomessa

Nixulla on Suomen kyberturvapalveluiden markkinalla vahva maine ja markkina-asema. Yhtiöllä on arviomme mukaan Suomessa yli 200 henkilön vahvuudella ja reilun 20 miljoonan euron liikevaihdon 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 hyvän alustan ponnistaa kansainväliseen kasvuun. Pääkilpailijoita Suomessa ovat suuret IT-palvelutalot sekä konsulttitalot.

Tavoitteena 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 keskipitkällä aikavälillä liikevaihdon yli 15 %:n kasvua sekä vähintään 10 %:n käyttökatetta. Arviomme mukaan kasvutavoite on hyvin saavutettavissa johtuen markkinoiden vahvoista kysyntäajureista. Kannattavuuden osalta 10 %:n tavoite on pitkällä aikavälillä realistinen, mutta lyhyellä aikavälillä investoinnit pitävät kannattavuuden tavoitetason alapuolella.

Kumppanit



IT-integraattorit

Carbon Black.

IBM



FORGEROCK

Kyberturvan
teknologiatoimittajat

Toiminnot

Myynti



Projekti-
toimitus



Jatkuvat
palvelut



Rekrytointi



Resurssit

Kokonaisvaltainen
kyberturvaosaaminen



Omat teknologia-
alustat palveluiden
toimittamiseen



Cyber Defense
Center -valvomo



Vahva brändi
Suomessa



Liiketoimintaidea

Nixun kyberturvapalvelut pitävät
digitaalisen yhteiskunnan
toiminnassa.

Toiminta lähellä
asiakasta

Kyberturvakumppani
digitalisaatioon

nixu
cybersecurity.

Parhaat kyberturvan
osaajat

Kokonaisvaltainen
palvelutarjonta
kyberturvaan

Asiakas- segmentit



Suuret yhtiöt



Julkishallinto

Palvelut



Digitaalinen
liiketoiminta



Kyberhyökkäysten
torjunta



Ulkoiistettu
kyberturva



Pilvipalveluiden
tietoturva



Turvallisuus ja
käytävvarmuus

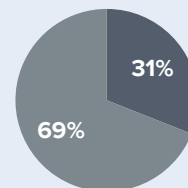


Vaimusten-
mukaisuus ja
sertifiointi



Esineiden
internet (IoT)

Liikevaihdon jakauma



■ Top10 asiakkaat ■ Muut

Tulovirrat

66 %



Projektit ja
toimeksiannot

24 %



Jatkuvat
palvelut

7 %



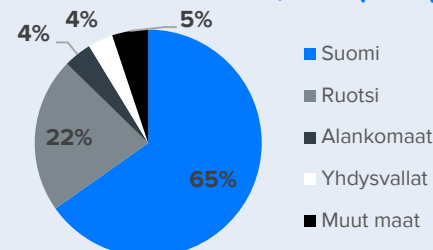
Hallinnoidut
palvelut

3 %



Lisenssit

Liikevaihto 32,3 m€
EBITDA 1,1 m€ (2017)



323 hlö (2017 lopussa)

Kustannus- rakenne

-31,7 m€ (2017)



Materiaalit ja palvelut
(8,2 %)*



Henkilöstökulut
(67,3 %)*



Liiketoiminnan muut
kulut
(22,8 %)*

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 teknologiaa.

Palveluitaan Nixu toimittaa neljällä eri toimitusmallilla: projektit ja toimeksiannot (66 % liikevaihdosta 2017), jatkuvat palvelut (24 %), hallinnoidut palvelut (7 %) ja lisenssimyynti (3 %).

Projektit ja toimeksiannot sisältävät

tietoturvaratkaisun suunnittelun asiakkaan tarpeisiin sekä hankkeen toteutuksen. Projekteihin liittyy usein teknologialisenssin 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. EU:n tietosuoja-asetuksen myötä tietosuoja-palveluiden kysyntä on ollut vahvaa.

Jatkuvat palvelut 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 ovat myös jatkuvia palveluita ja ne käsittävät Nixun Cyber Defence Center -palvelukokonaisuuden (CDC), jossa Nixu tuottaa asiakkaille digitaalisen ympäristön reaaliaikaista valvontaa ja 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.

Lisenssimyynti käsittää kolmansien osapuolten (kuten Ubisecure ja FireEye) teknologialisenssin jälleenmyynnin, mikä tapahtuu tyypillisesti osana projektitoimituksia. Lisenssimyyntin rooli yhtiön liiketoiminnassa on vähäinen. 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

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 näkemysemme mukaan pysty vastaamaan markkinan kysyntätrendeihin vastaavalla tavalla kuin Nixu. Myöskään tietoturvaluotteiden jälleenmyyntiin ja asennukseen keskittyneet toimijat eivät vastaa näihin tarpeisiin. Asiakkaiden ymmärrys ostajina on samaan aikaan kehittynyt siihen suuntaan, ettei kyberturvaa voida enää hoitaa ainoastaan uusimpia ohjelmistoja ja laitteistoja hankkimalla. Markkina on siirtymässä voimakkaasti tietoturva-uhkien torjunnasta läpi päässeiden hyökkäysten havainnointiin ja niihin reagointiin, missä palvelutoimittajien rooli korostuu.

Markkinan murroksesta johtuen kyberturvapalvelumarkkinoilla ulkoistettu tietoturva (Managed Security Services) on nousemassa 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 hedelmää pitkällä aikavälillä.

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.

Nixun liiketoimintamalli



Sijoitusprofiili 1/2

Kasvuyhtiön sijoittajaprofiili

Nixu on tällä hetkellä kuumilla markkinoilla toimiva, voimakkaassa investointivaiheessa oleva kasvuyhtiö. Nixun vahva markkina-asema tarjoaa sille vahvan 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 arvonluonti 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.

Näkemyksemme mukaan Nixun investoinnit kohdistuvat kahdelle alueelle. Ensiksi, yhtiö pyrkii rakentamaan laajemman kansainvälisen läsnäolon kautta skaalaetuja, jotka realisoituvat kattavan tarjooman, kansainvälisen toimituskyvykkyyden ja One Nixu -alustan avulla. Toiseksi, yhtiö pyrkii digitalisoimaan liiketoimintaansa ja muuntamaan liiketoimintamallinsa kohti skaalautuvia jatkuvia

palveluita. Nixun liiketoimintamallissa nämä investoinnit tehdään tuloksesta, minkä takia yhtiön kannattavuus on vielä kaukana sen potentiaalista. Panostukset kuitenkin turvaavat liiketoimintamallin kilpailuetuja ja jatkuvuutta pitkällä aikavälillä, minkä takia ne ovat perusteltuja. Nixun osaketta tulee tämän takia tarkastella katsomalla nykyisen investointivaiheen ylitse, huomioiden samalla investointien onnistumiseen liittyvät riskit.

Vahvuudet

- **Erikoistuminen kyberturvapalveluihin** tuo yhtiölle kilpailuetua isoja IT-palvelutaloja sekä konsulttitaloja vastaan. Samalla yhtiöllä on kyberturvan palveluissa laajempi tarjooma ja vahvempi toimituskyvykkyys kuin monilla tietyille alueille erikoistuneilla kilpailijoilla, minkä ansiosta Nixu pystyy palvelemaan uskottavasti suuria ja kansainvälisiä asiakasorganisaatioita.
- **Vahva brändi ja markkina-asema Suomessa** antaa tukea kansainvälistymiselle, kun Suomen liiketoimintojen kassavirtaa voidaan investoida ulkomaille laajentumiseen.
- **Nixu on selkeällä etumatkalla kasvavalla markkinalla**, mikä tarjoaa erinomaiset lähtökohdat Nixun vahvan orgaanisen kasvun jatkumiselle. Kasvuajurit ovat kestäviä myös pitkällä aikavälillä ja läpi suhdanteiden.
- **Liiketoimintamallissa hyvä asiakaspito:** Vaikka projektien ja toimeksiantojen osuus oli viime vuonna vielä 66 % Nixun liikevaihdesta, ovat asiakassuhteet yleensä kestäviä ja töitä tehdään projektista toiseen. Yritykset etsivät luotettavia kyberturvakumppaneita, eikä toimittajaa vaihdeta kovin herkästi. Nixun

toiminta lähellä asiakasta tuo kilpailuetua globaaleja kilpailijoita vastaan.

- **Yhtiön palvelualue on defensiivisempi kuin perinteisissä IT-palveluissa.** Asiakkaiden on helppo jarruttaa IT-investointeja taantumassa, mutta kyberturvasta huolehtiminen on usein jo lain edellyttämä välttämättömyys.
- **Ei olennaista teknologiariskiä:** Palveluyhtiönä Nixu pystyy poimimaan liiketoimintansa käyttöön parhaat tarjolla olevat teknologiat, eikä sen menestys ole kiinni onnistuneen tuotteen kehittämisestä.

Mahdollisuudet

- **Skaalautuvien jatkuvien palveluiden osuuden kasvu** tukee liikevaihdon jatkuvuutta sekä mahdollistaa hyvän kannattavuuden nykyisen investointivaiheen onnistumisen jälkeen. Jatkuvien palveluiden kasvu on keskeinen arvoajuri osakkeelle.
- **Teollinen IoT ja digitaalinen liiketoiminta** tarjoaa huomattavaa kasvupotentiaalia Nixulle niin IoT-projektien mahdollistajana kuin IoT-laitteiden valvonnassa. Tämä on kyberturvan palvelumarkkinassa pitkälti uusi kategoria, jossa ostajana on tietohallinnon sijaan asiakkaan liiketoiminta. Markkina kasvaa voimakkaasti, koska organisaatiot ovat kiihtyvällä tahdilla siirtymässä kokeilevasta digipalveluiden kehityksestä kohti laajamittaista käytännön toteutusta, jolloin kyberturva muuttuu välttämättömäksi osaksi uutta ratkaisua.
- **Nixu on pitkällä aikavälillä yhä potentiaalinen yritysostokohde** konsolidoituvalla markkinalla.

Sijoitusprofiili 2/2

- **Epäorgaaninen kasvu yritysostoilla** luo onnistuessaan omistaja-arvoa. Nixu on viime vuosina onnistunut ostamaan pieniä palveluyhtiöitä hyvin maltillisilla noin 1x EV/Liikevaihto -kertoimilla. Yhtiöllä on edelleen edellytyksiä jatkaa yritysostovetoista arvonluontia houkuttelemalla pienempiä kyberturvan palveluyhtiöitä osaksi Nixua.

Heikkoudet

- **Kasvupanostukset rasittavat kannattavuutta lähivuosina:** Nixu on viestinyt panostavansa kasvuun niin pitkään kuin markkinan kasvuajurit ovat suotuisat. Kasvun hedelmiä hyvän kannattavuuden muodossa päästäänkin todennäköisesti nauttimaan vasta 2020-luvun puolella. Vahvan kasvun jatkuessa nykyinen heikko kannattavuustaso ei kuitenkaan ole ongelma markkinoiden antaessa tällä hetkellä paljon painoarvoa kasvulle.
- **Hollannin toimintojen hidas ylösajo ja tappiollisuus:** Nixu teki Hollannissa viime vuonna 1,3 MEUR:n (2016: 0,6 MEUR) liikevaihdolla 0,6 MEUR:n (2016: 0,7 MEUR) tappion käyttökateetasolla. Orgaaninen laajentuminen maahan on ollut viime vuosina haastavaa, mutta ESSC-yrityskaupan pitäisi parantaa tilannetta kuluvana vuonna.
- **IT-generalistien vahvat asiakassuhteet** suuriin yhtiöihin voivat hankaloittaa tietyissä tapauksissa Nixun pääsyä kyberturvan toimittajaksi suurissa IT-hankkeissa.
- **Sektorin korkeat arvostustasot** voivat hankaloittaa Nixun yritysostoaikeita.

Käsityksemme mukaan pienissä palveluyhtiöissä valuaatiot ovat pysyneet vielä maltillisella tasolla. Nixun kokoluokan kasvaessa sen on kuitenkin siirrettävä katseensa aiempaa suurempiin kohteisiin, joiden arvostustasot ovat todennäköisesti korkeampia.

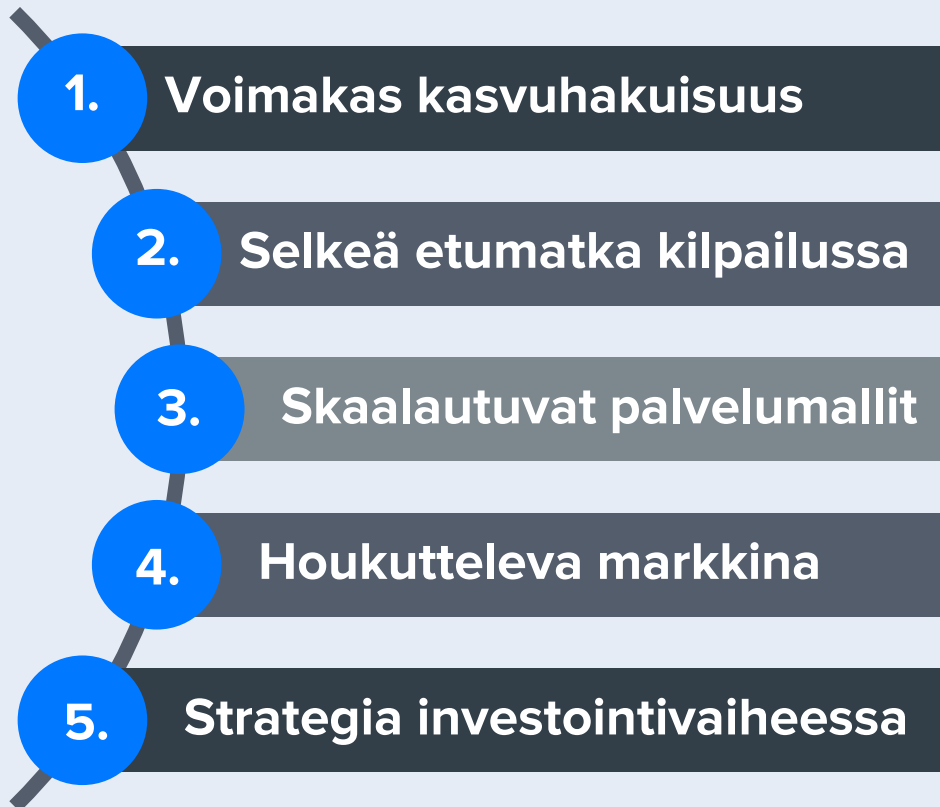
Riskit

- **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. Asiat ovat edenneet hyvin Ruotsissa, mutta yhtiöllä on vielä tekemistä ostettujen yritysten integraatioissa sekä kv-liiketoimintojen kannattavuuden nostamisessa kohti Suomen tasoa.
- **Kyberturvamarkkinan kilpailupaine** voi lisääntyä yhä useampien toimijoiden pyrkiessä markkinalle. Koska asiakkaiden on vaikea arvioida eroja palveluntarjoajien laadussa, markkinalle saattaa syntyä hintavetoisia toimijoita, jotka tarjoavat kyberuhkaosaamista puutteellisella osaamisella.
- **Kansainvälinen kilpailu markkinalla todennäköisesti lisääntyy.** Globaaleilla toimijoilla on resurssiensa puolesta

kilpailuetu Nixuun nähden kilpailtaessa suurimmista kansainvälisistä asiakkaista.

- **Uudet innovatiiviset toimijat saattavat disruptoida Nixun palveluiden markkinoita.** Näistä esimerkkinä yhdysvaltalainen HackerOne, joka hyödyntää crowdsourcingia haavoittuvuuksien etsintään.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Markkinalla vahvat kasvuajurit läpi suhdanteiden
- Konsolidoituva markkina: potentiaalinen yritysostokohde
- Liiketoimintamalliin rakennetaan jatkuvuutta ja skaalautuvuutta
- Liiketoimintamallissa hyvä asiakaspito

Riskit

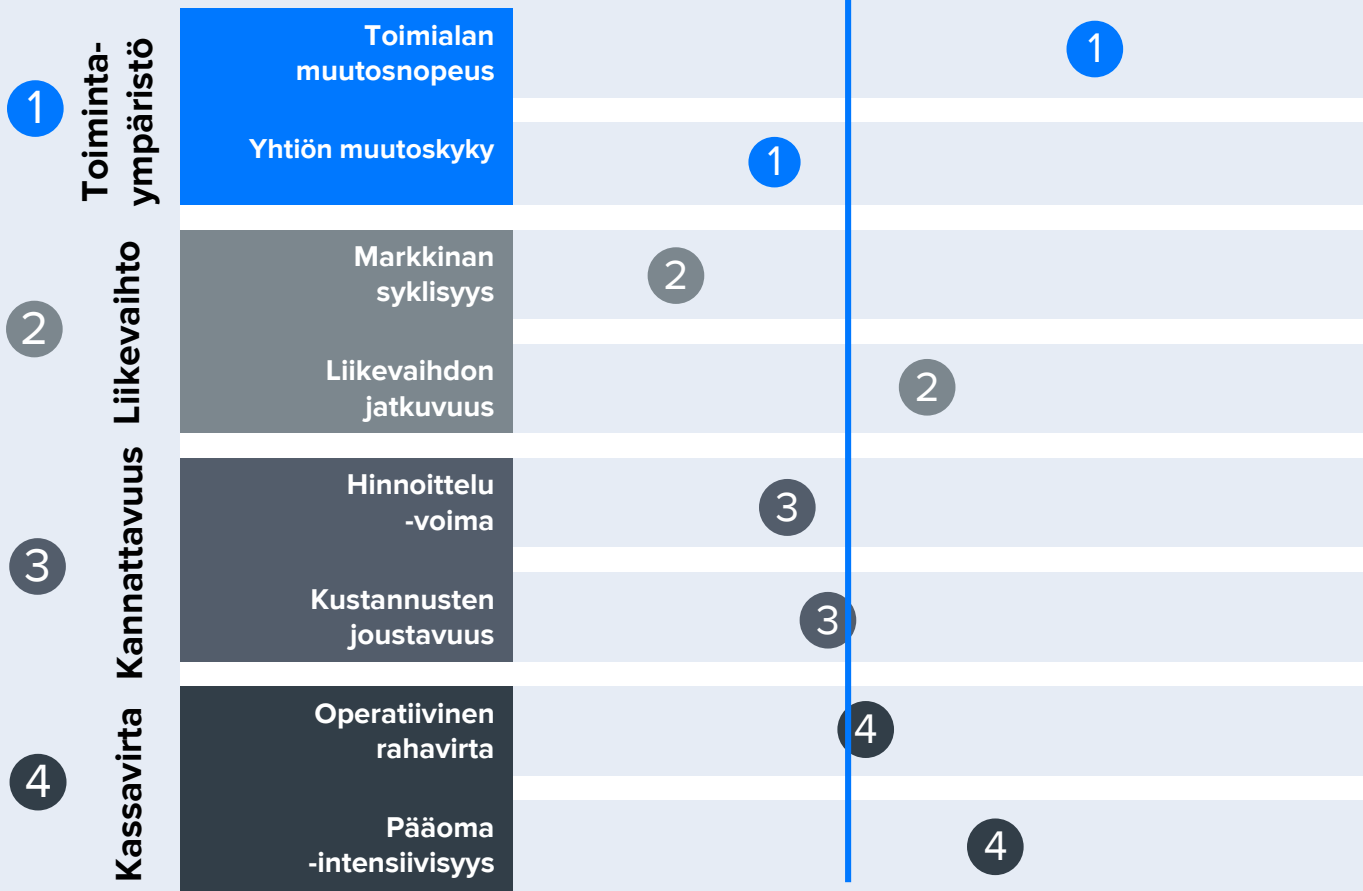
- Kasvuinvestoinneissa onnistuminen
- Yrityskauppojen onnistuminen
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Kilpailupaineen kasvu kuumalla markkinalla
- Kyberturvamarkkinan nopeat muutokset
- Ei olennaista teknologiariskiä

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Kyberturvamarkkinan teknologiat ja uhkakuvat muuttuvat nopealla tahdilla.

Pienenä ja ketteränä toimijana Nixulla on hyvät mahdollisuudet sopeutua ja reagoida toimialan muutoksiin ja trendeihin.

Suhdanteilla vähäinen vaikutus, asiakkaan ostaminen usein pakotettua (lainsäädäntö)

Jatkuvien tuottojen osuus kasvussa (2017: 31 %).

Rajallinen, mutta vahvempi vs. normaali konsulttimyynti.

Kustannusrakenne (henkilöstö) sopeutettavissa volyymiin melko nopeasti.

Palveluliiketoiminta luo vakaata rahavirtaa, mutta nykyinen investointivaihe rasittaa rahavirtaa

Kevyt investointitarve, kehitysvaiheeseen liittyvät investoinnit (kehityspanostukset, yritysostot) nostavat riskiä

Inderesin arvio Nixun liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Toimiala 1/4

Toimiala

Kyberturvapalvelut IT-markkinassa

Nixu toimii tällä hetkellä pääasiassa Suomen markkinalla (~65 % liikevaihdosta), missä kyberturvallisuuspalvelut ovat osa Suomen reilun kolmen miljardin euron IT-palvelumarkkinaa. Kuuminta IT-markkinan kysyntä on tällä hetkellä ohjelmistokehityksessä uusissa digipalveluissa. Arviomme mukaan monilla organisaatioilla digitalisaatiohankkeet ovat kuitenkin etenemässä kokeilevasta vaiheesta käytännön liiketoimintaan, jolloin investointeja kyberturvaan on kasvatettava. Digitaalinen liiketoiminta ei ole mahdollista ilman kyberturvaa, minkä takia Nixu hyötyy meneillään olevasta digipalveluiden kehitysbuumista.

Kyberturvallisuuspalveluiden markkina on näkemyksemme mukaan yksi nopeimmin kasvavia alueita IT-palveluissa ja markkina voi hyvin yltää lähivuosina kaksinumeroisiin kasvulukemiin, muun IT-palvelumarkkinan yltäessä lähivuosina 2-4 %:n kasvuun. Kyberpalveluiden kysyntä on arviomme mukaan defensiivisempää kuin IT-palveluissa, sillä uhilta on suojauduttava myös taantumassa ja asiakkaiden ostaminen on siten usein pakotettua.

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

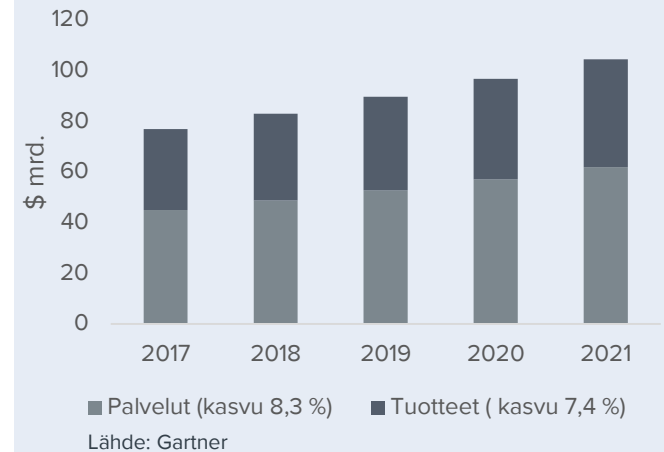
Kyberturvallisuudella tarkoitetaan prosesseja, teknologiota, ratkaisuja ja palveluita, jotka suojaavat yritysten ja muiden organisaatioiden tai yksittäisten käyttäjien tietoja sähköisissä verkossa tapahtuvaa rikollisuutta vastaan. Kyberuhat voidaan jakaa kolmeen luokkaan: 1) rikollisuus, joka pyrkii taloudellisiin voittoihin, 2) hakkerointi, jonka tavoitteena on häiritä yritysten tai valtioiden toimintoja sekä 3) vakoilu, jonka tavoitteena on

liiketoiminnallisen kilpailuedun saavuttaminen tai valtion turvallisuuden urkinta. Kyberuhkien määrä ja niiden älykkyyks kasvavat jatkuvasti.

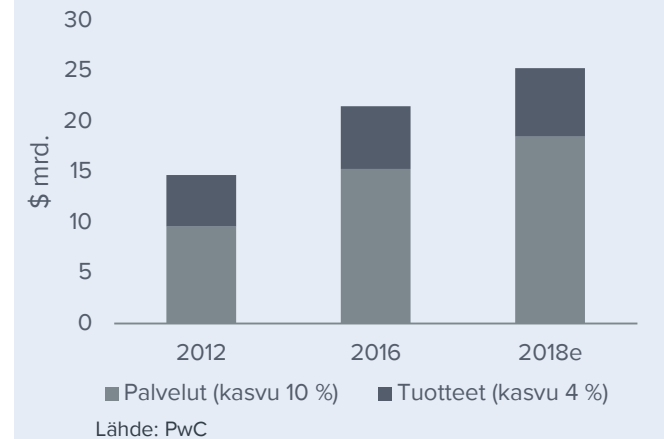
Kyberturvallisuusmarkkina kehitty nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat rajusti riippuen tutkimuslaitoksesta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin arvion mukaan kyberturvallisuuden markkinan globaali koko oli 89,1 mrd. dollaria vuonna 2017 ja sen odotetaan kasvavan keskimäärin 7,9 % vuosittain 2016-2021. Valtaosan markkinasta muodostavat yritysten kyberturvapalvelut ja -tuotteet. Palveluiden osuus on reilu puolet kokonaismarkkinasta ja niiden odotetaan kasvavan 8,3 % vuodessa. Loput muodostuu yritystietoturvan tuotteista, joiden markkina kasvaa 7,4 %:n vuosivauhtia. PwC on arvioinut Länsi-Euroopan kyberturvallisuuden markkinan kooksiksi 21,5 miljardia dollaria (2016), mistä palveluiden osuus on 15,3 miljardia dollaria. PwC on arvioinut palveluiden osalta markkinan vuotuiseksi kasvunopeudeksi 10 % väliillä 2012-2018.

Nixun kohdemarkkinan kokoa ja kasvua on vaikea määritellä, koska kyseessä on voimakkaasti kehittyvä markkina. Esimerkiksi IoT:n tietoturva on pitkälti täysin uusi markkina, jonka kokoa ja kasvua on lähes mahdoton määritellä. Suomen tai Pohjoismaiden osalta kyberturvamarkkinoiden koosta ei ole myöskään arviota saatavilla. Joidenkin arvioiden mukaan kyberturvan osuus organisaatioiden IT-budjeteista olisi 5-10 %:n luokkaa, jolloin Suomen markkinan kooksiksi voitaisiin haarukoida karkeasti noin 150-300 miljoonaa euroa. Ruotsissa markkinat ovat selvästi suuremmat, mutta kilpailukenttä pirstaleisempi. Hollannissa markkinat ovat kypsemmät ja kilpailu kovempaa.

Globaali yritysten kyberturvamarkkina



Länsi-Euroopan kyberturvamarkkina



Toimiala 2/4

Markkinasegmentit

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

Kyberturvallisuusmarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on kyberturvayhtiöiden näkökulmasta hyvin pieni niche-markkina, mutta se edustaa kaikkien korkeinta teknologiaa sekä osajien vaatimustasoa ja on siksi tärkeä. Markkinan suurin volyymi 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 tietoturvaohjien laajentuessa, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvatekniikoiden markkinaa. Isossa kuvassa markkinan kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla

tietoturvakysymykset nousevat keskeiseen rooliin uusia digitaalisia liiketoimintoja suunniteltaessa sekä 2) IT-markkinan nousevat trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin. Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keskisuuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla ja valmiilla ohjelmistopaketeilla, mikä luo kysyntää Nixun kaltaisille palveluntarjoajille. Tässä segmentissä olevien yritysten tietoturvabudjetit pyörivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee tästä segmentistä houkuttelevan kyberturvapalveluita ja -tuotteita tarjoaville yhtiöille.

Pienten ja keskisuurten yritysten sekä kuluttajien osalta tarve kyberturvallisuudelle on olemassa, mutta kyberturvallisuuden asiantuntijapalveluita tarjoavien yritysten näkökulmasta nämä eivät usein ole ensisijaista kohderyhmää. Keskisuurten yritysten joukossa tarve pelkkää päätelaitteiden suojausta korkeammalle kyberturvalle on kasvussa, mutta yhtiöiden tietoturvabudjetit (0,1-1,0 MEUR) ovat huomattavasti pienempiä kuin suuryrityssegmentissä, jolloin parhaiden teknologioiden tai hallinnoitujen/ulkoistettujen kyberturvapalveluiden ostaminen ei välttämättä ole mahdollista. Pienille yrityksille ja kuluttajille usein tärkeintä on suojautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvatuotteilla, kuten virustorjunnalla ja palomureilla. Tällöin organisaatioiden tietoturvainvestointeja ohjaa tyypillisesti ajattelu, jonka mukaan riittää, että on suojautunut ”paremmin kuin naapuri”. Tätä kohderyhmää kyberturvapalveluiden markkinassa palvelevat esimerkiksi operaattorit, joilla on vahva jakelukanava SME-sektoriin.

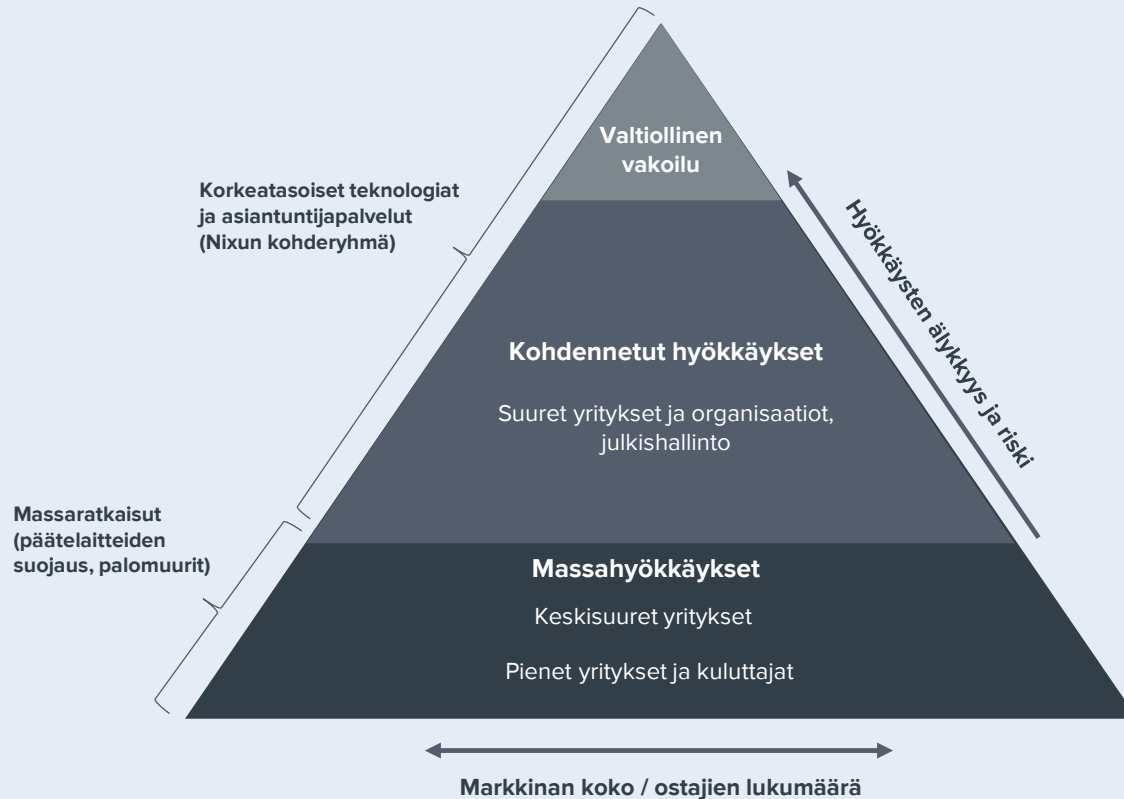
Markkinan ajurit

Kyberturvallisuusyhtiöt ratkovat yhtä digitalisoituvan maailman suurinta ongelmaa, minkä ansiosta markkina on voimakkaasti kasvava ja kasvunäkymä houkutteleva. 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 syntyminen esteenä ovat haasteet tietoturvassa. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Yhtenä trendinä voidaan nostaa myös avoimien järjestelmien (kuten Android) yleistymisen. 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 konesalien sisällä.

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 3/4

Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää yrityksiltä ja valtiolta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakoon. 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 2016 keväällä hyväksytty ja vuoden 2018 toukokuussa voimaan astunut uusi EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) on lisännyt huomattavasti kysyntää kyberturvapalveluille, mikä on piristänyt myös Nixun kasvua. Kyseessä on organisaatioille hallinnollisesti raskas asetus, minkä takia se luo kysyntää kyberturvapalveluille. Uuden asetuksen

tavoitteena on parantaa luottamusta online-palveluihin ja näin edistää EU:n digitaalista sisämarkkinoiden kehittämistä. Asetus asettaa henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita.

EU:n tietosuoja-asetuksen kautta organisaatioille on tullut esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattuesssa. Lisäksi organisaatioiden on nimettävä tietosuojavastaava. 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. Asetus ei koske pelkästään kuluttajapalveluiden tarjoajia, vaan kaikkia organisaatioita, jotka säilyttävät henkilötietoja.

Tietosuoja-asetus on tuonut Nixulle asiantuntijapalveluille kysyntää, mikä on piristänyt yhtiön kasvua viimeisimpinä neljänneksinä. GDPR-palvelut voivat olla esimerkiksi tietosuoja-asetukseen liittyvät neuvonantopalvelut sekä ulkoistuspalvelut, joissa Nixu tulee vastaamaan asiakkaalle tietosuoja-asetuksen edellyttämistä toimenpiteistä (kuten hallinnointi, tietosuojavastaava, ilmoitusvelvollisuudet).

Jatkuvat tietoturvapalvelut (Managed security services)

Ulkoistettu tietoturva (MSS) on yksi kuumimpia nousevia alueita kyberturvapalvelumarkkinassa. Yritysten ulkoistettujen kyberturvapalveluiden

(sisältäen hallinnoidut tietoturvapalvelut) markkinan koko oli Gartnerin arvion mukaan 16,7 mrd. dollaria vuonna 2017 ja markkinan odotetaan kasvavan keskimäärin 11,4 % vuodessa 2015-2020. 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. Organisaatioissa on myös ymmärretty, että pelkkä hyökkäyksiltä suojautuminen ei enää riitä, vaan tietoturvassa on kiinnitettävä yhä enemmän huomiota läpi päässeiden hyökkäysten havainnointiin. Siten kyberturvasta on muodostumassa organisaatioiden IT:n näkökulmasta luontainen osa-alue, joka kannattaa hankkia ulkoistettuna jatkuvana palveluna.

Nixun panostukset ulkoistuspalveluihin vastaavat hyvin markkinan nykyisiin kysyntätrendeihin. Nixun liikevaihdosta vuonna 2017 jo 31 % tuli jatkuvista palveluista, jotka kasvoivat 118 % edellisvuodesta. Nopeimmin (+168 %) kasvoivat hallinnoidut palvelut (Nixu Cyber Defence Center). Valvomopalveluiden kasvua ajaa se, että yrityksiä vastaan tehtyjä tietomurtoja ei huomata usein kuukausiin ja tämä on siirtänyt yrityksissä fokusta pelkästä tietomurroilta suojautumisesta niiden nopeampaan havainnointiin ja reagointiin.

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 ratkaisulla, 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 asiantuntijamyyntiin. Palveluyhtiöillä markkinan kuumentuminen näkyy erityisesti kiristyvänä osaajakilpailuna ja heikkona osaajien saatavuutena.

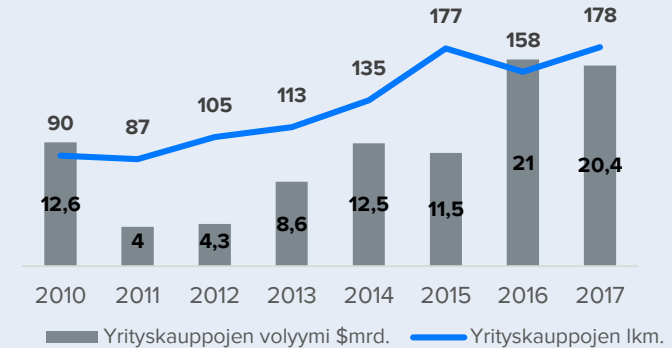
Kyberturvasektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, mikä voi osaltaan vaikeuttaa Nixun edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Yrityskauppojen liikevaihtokertoimet ovat pahimmillaan nousseet palveluyhtiöissä 5x ja tuote-yhtiöissä 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. Tuote-yhtiöiden yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfolioaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta.

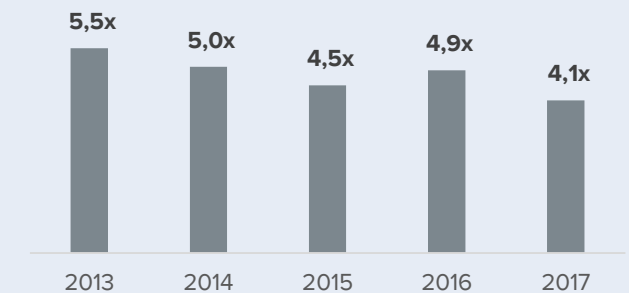
Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturvasta tulee yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdentämään tarjoomiaan. Uskomme Nixun olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa aktiivisen ostajan roolissa, mutta tällä hetkellä sektorin korkeat arvostustasot voivat jarruttaa osaltaan yritysosto-aikeita. Nixu olisi myös houkutteleva ostokohde monelle sektorin suuremmalle toimijalle ja pidämme tätä myös mahdollisena skenaariona tulevaisuudessa. Potentiaalisia kiinnostuneita voisivat olla esimerkiksi CGI, Tieto tai SecureLink. 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 arvonnluonnin on tullava sektorin yhtiöiden kasvusta ja kannattavuudesta.

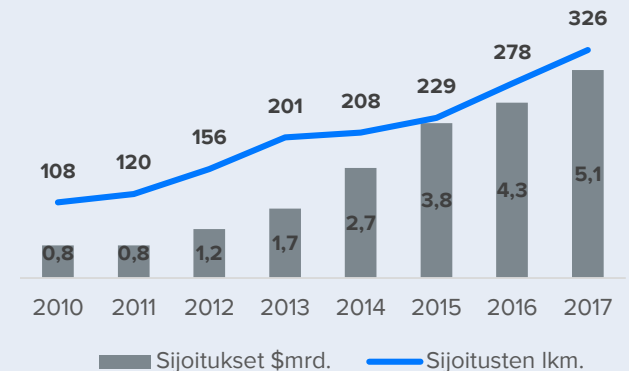
Kyberturva-alan yrityskaupat



Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin



Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin



Kyberturvapalveluyhtiöiden yrityskauppoja

Ajankohta	Kohde	Ostaja	Arvo MEUR	Liikevaihto- kerroin	Henkilöstö
6/2018	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
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	Codonomicon	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

Kilpailu

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 tietylle alueelle, 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 tulevat perustamaan 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 ulkomaisten toimijoiden tekemien yrityskauppojen myötä.

Kyberturvapalveluihin erikoistuneista yhtiöistä

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

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, joka osti Nixun kilpailija Trusteqin 2015 alussa. Neuvonanto tietosuojaan liittyvässä juridiikassa on yksi näiden toimijoiden vahvuuksista. Neuvonantopalveluihin keskittyvien konsulttitalojen heikkoutena voi olla näkemyksemme mukaan rajallinen osaaminen eri teknologioissa sekä teknologioiden toteutusprojekteissa.

Teleoperaattorit toimivat Suomessa myös kyberturvapalveluiden markkinalla, mutta niiden toimintamalli ja kohderyhmä poikkeavat Nixusta. Operaattorit pyrkivät tyypillisesti tuotteistamaan jatkuvia palveluita (kuten palomuurien ylläpito) ja valjastavat sen jälkeen oman myyntiverkkonsa jalkauttamaan palveluita. Operaattorit pyrkivät siten palvelemaan suuria massoja jatkuvilla palvelumalleilla.

Kilpailu 2/2

Tietoturvaluotteiden toimittajat ovat myös laajentuneet palvelumarkkina. 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 ilmoitti ostavansa noin 400 henkeä työllistävän MWR InfoSecurityn, mikä tekee F-Securesta merkittävän eurooppalaisen toimijan myös palveluliiketoiminnassa.

F-Securen strategia ja lähestyminen kyberturvaan on kuitenkin erilainen kuin Nixulla. F-Securen tavoitteena on käsityksemme mukaan saada kaikista vaativimpiin tietomurtoihin keskittyvä palveluliiketoiminta rikastamaan yhtiön tuotteita, mikä tuo F-Securelle kilpailuetua muita tuotetoimittajia vastaan. Lisäksi F-Secure toimittaa palveluita osana sen tietoturvaluotteita yhtiön siirtyessä yhä vahvemmin kohti tietomurtojen havainnoinnin liiketoimintaa.

Ruotsin fragmentoitunut markkina tarjoaa hyviä kasvumahdollisuuksia

Nixu on laajentunut Ruotsin markkinalle kolmella pienehkällä yrityskaupalla 2016-2017 (yhteenskalattu liikevaihto arviolta n. 7 MEUR). Toisin kuin Suomessa, Ruotsin markkina on hyvin fragmentoitunut kyberturvapalveluiden osalta. Nixu on noussut jo nyt yhdeksi Ruotsin merkittävimmistä toimijoista yli 60 hengen tiimillä.

Markkinan fragmentoituneisuus tarjoaa Nixulle hyviä mahdollisuuksia kasvaa organisaationa 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) vuoden 2017 aikana 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.

Viimeisen kolmen vuoden perusteella näyttäisi siltä, että markkinoilla on selkeää tilausta kyberturvaan erikoistuneille kansainvälisille palveluyhtiöille. 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 pääomasijoittaja Investcorp (SecureLink Group). Vaikka Nixu on Suomen markkinalla merkittävä toimija, on se näiden toimijoiden rinnalla hyvin pieni. Globaalilla tasolla markkinaa katsovat myös IT-jätit kuten CGI, IBM ja Verizon. IoT-puolella kilpailussa vastaan voi tulla esimerkiksi Siemens.

Saksassa toimiva 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).

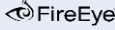
Bahrainilainen yli 22 miljardin varoja hallinnoiva Investcorp on kertonut tavoitteekseen luoda Eurooppaan johtava kyberturvallisuuteen erikoistunut toimija. Pääomasijoittajan rakentama SecureLink -yhtiö on noussut vain muutamassa vuodessa Euroopan yhdeksi suurimmista toimijoista SecureLink (2015), Coresec (2016), Nebulas (2016) ja iT-Cube (2017) -yritysostoilla. Yritysostojen myötä yhtiö työllistää noin 650 henkeä 10 maassa ja tekee 250 MEUR liikevaihtoa. Investcorpin aggressiivisuus alleviivaa sitä, kuinka pääomaa hakeutuu nyt kyberturva-markkinoille sen kasvunäkymien myötä.

Lontoossa listattu NCC Group tekee 230 miljoonan euron liikevaihtoa ja sen kyberturvan divisioona työllistää reilut 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	✓✓	✓	✓	✓✓	✓✓	—
Tuotetalo	  	Laaja	—	✓✓	✓	—	✓	—
Teleoperaattorit	 	SME	✓	✓	—	—	✓	—



Kyberturvapalvelumarkkinan evoluutio



➡ Eurooppaan on muodostunut jo kolme merkittävää kansainvälistä kyberturvapalveluyhtiötä

NCC Group (kyberturva-divisioona)

 **1388**
Henkilöstö

 **14**
Toimintamaat

 **233**
Liikevaihto m€

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

NTTCom Security

 **~1500**
Henkilöstö

 **15**
Toimintamaat

 **~300**
Liikevaihto m€

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

Investcorp (SecureLink)

 **650**
Henkilöstö

 **10**
Toimintamaat

 **250**
Liikevaihto m€

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

Strategia ja kilpailuedut 1/4

Strategia

Strategian tavoitteet

Nixu kävi vuosien 2006-2013 aikana läpi strategisen muutosprosessin, jossa yhtiö fokusoitui kyberturvallisuuspalveluihin ja irtautui muista liiketoiminnoista. Samalla organisaatio muokattiin vastaamaan uutta strategiaa. Tämä loi edellytykset yhtiön kasvun kiihdyttämiseksi sekä 2014 lopussa toteutetulle First North -listaukselle. Yhtiö on toteuttanut menestyksekkäästi vuonna 2014 lanseerattua kasvustrategiaansa, jonka keskeisiä strategisia kehityshankkeita ovat olleet: 1) kansainvälistyminen, 2) skaalautuvien palveluiden kehitys ja 3) kyberuhaosaamisen kehittäminen. Nämä teemat ovat vahvasti läsnä myös yhtiön toukokuussa 2018 pääomamarkkinapäivän yhteydessä päivitetystä kasvustrategiasta, jonka neljä strategista kehitysaluetta ovat:

- 1) Luoda Nixusta kansainvälisesti arvostettu kyberturvaosaajayhteisö
- 2) Olla entistä vahvemmin yritysten digitalisaation kyberturvakumppani
- 3) Oman liiketoiminnan digitalisointi
- 4) Markkinaläsnäolon laajentaminen

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 kyberturvratkaisuissa. Maantieteellistä läsnäoloa vahvistetaan Suomessa arviomme

mukaan etenkin orgaanisen kasvun kautta ja ulkomailla yritysostojen kautta. Palvelutarjonnan osalta kasvua ja kilpailuetua haetaan rakentamalla omaan teknologian perustuvia skaalautuvia palvelumalleja.

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

Käsityksemme mukaan Nixu pyrkii tulevien vuosien aikana rakentamaan Pohjois-Eurooppaan laajan osaajaverkoston, joka ideaalitulanteessa toimisi verkostomaisesti yhdessä. Tältä osin päänavaus Hollantiin (orgaaninen laajentuminen + yritysosto) ja Ruotsiin (kolme pientä yritysostoa) on jo tehty. Uudet maat toimivat vielä kohtuullisen itsenäisesti ja liiketoiminnalliset synergiat maiden välillä syntyisivät monistettavista palvelu- ja teknologiakonsepteista sekä maaorganisaatioiden kyvystä hyödyntää Suomen keskusorganisaation laajaa osaamista, resursseja ja 24/7 valvomopalveluita.

Nixun strategisena tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä saavuttaa keskimäärin yli 15 %:n vuosikasvu ja yli 10 %:n käyttökate-%. Kasvu tulee kansainvälistymisestä, yrityskaupoista sekä nykyisten asiakkuuksien kasvusta. Yhtiöllä on jo vahva yli 400 asiakkaan asiakaskunta, joka tarjoaa hyvää kasvupotentiaalia asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvun kautta. Kasvun onnistuminen ei nojaa erityisen vahvasti uusasiakashankinnan onnistumiseen. Kannattavuuden osalta yhtiö arviomme mukaan jää nykyisessä vahvan kasvun investointivaiheessa alle 10 %:n tavoitetason,

mutta pitkällä aikavälillä pitäisi yhtiöllä olla edellytykset yli 15 %:n EBITDA-marginaaliin strategian onnistuessa.

Strategian kehitysalue 1: Kyberturvaosaajayhteisö

Laaja-alainen kyberturvaosaaminen, osaava tiimi ja sen jatkuva kehittäminen ovat Nixun liiketoiminnassa tärkeää, sillä kyberuhkilta suojaautumisessa kokonaisuuksien hallinta on asiakkaan kannalta kriittisessä asemassa. Vertailukuvana alalla monille asiakkaille tyypillistä on käyttäytyminen, jossa rakennetaan etuoveksi paksu panssariovi, mutta unohdetaan samalla lukita ikkunat. Yhteen kyberturvan teknologiaan erikoistuneet toimijat (panssariovien toimittajat) eivät siis välttämättä pysty toimittamaan asiakkaan kyberturvan kokonaisuuden kannalta riittävää suojaustasoa. Siten markkinalla pitäisi olla luontainen tarve Nixun kaltaiselle teknologiariippumattomalle kokonaisratkaisujen toimittajalle, joka ymmärtää kokonaisuuden ja pystyy yhdistämään asiakkaan tarvitsemaan suojaustasoon tarvittavat teknologiat. Nixulta löytyy nykyään myös esimerkiksi tietosuojan juriidikkaan liittyvää osaamista.

Tulevaisuuden kansainvälisen kasvun onnistumisen kannalta Nixulle on tärkeää saavuttaa arvostettu asema kansainvälisessä tietoturvayhteisössä, kuten yhtiö on Suomessa jo onnistunut tekemään. Tämä vahvistaisi yhtiön kykyä rekrytoida ja pitää itsellään kyberturva-alan parhaat ammattilaiset, mikä on Nixun kaltaiselle asiantuntijaorganisaatiolle elintärkeää. Kyberturvamarkkina kärsii globaalilla tasolla merkittävästä osaajapulasta, minkä takia oma osaajayhteisö luo tärkeää kilpailuetua.

Strategia ja kilpailuedut 2/4

Strategian kehitysalue 2: Digitalisaation kyberturvakumppani

Kyberturvallisuus on perinteisesti ollut asiakasorganisaation IT:lle luonteeltaan pakollinen tukifunktio, jonka osuus IT-budjetista on suhteellisesti pieni. Yritysten digitalisoidessa liiketoimintojaan tarve kyberturvapalveluille kasvaa kuitenkin voimakkaasti, jotta uudet digitalisaatioinvestoinnit toteutetaan tietoturvallisesti ja niiden myötä syntyvät liiketoiminnot on suojattu jatkuvasti kasvavilta kyberuhkilta. Nixu haluaa entistä vahvemmin toimia yritysten kyberturvakumppanina näiden digitalisaatiohankkeiden mahdollistajana. Digitalisaatiohankkeissa kyberturvaan varattu budjetti voi olla huomattavasti isompi kuin yritysten tietohallinnossa, sillä useissa hankkeissa tarkoituksena on luoda uutta liiketoimintaa yritykselle. Uusissa digitaalisissa liiketoiminnoissa yritysten digitaalinen omaisuus on usein entistä enemmän pilvessä eikä yrityksen omissa konesaleissa, jolloin kyberturvan rooli korostuu. Nixu näkee erityisen vahvoja kasvumahdollisuuksia asiakkaiden teollisen IoT:n ja digitaalisten identiteettien hyödyntämisen mahdollistamisessa. Nixun tiedottamat viimeisimmät miljoonaluokan IoT-sopimukset osoittavat yhtiön etenevän strategiassaan tällä alueella hyvin.

Strategian kehitysalue 3: Oman liiketoiminnan digitalisointi

Nixu pyrkii digitalisoimaan myös omaa liiketoimintansa. Ajatuksena on, että yhtiön käyttämiin yhteiskäyttöisiin järjestelmiin kertyvää dataa pystytään jatkossa hyödyntämään enemmän asiakkaiden palvelussa sekä oman toiminnan kehittämisessä. Perinteinen konsultointiliiketoiminta nojaa vielä vahvasti yksittäisten konsulttien osaamiseen tai case-

arkistoihin. Yhtiö investoi One Nixu -alustaan, joka toimii konsulttien työskentelyalustana ja samalla data-alustana, jonka päälle mahdollisesti rakentaa tulevaisuudessa uusia datapohjaisia liiketoimintamalleja. Yhtiön valvomopalveluista ja konsultoinnista kertyy valtavasti dataa, jota tulevaisuudessa voidaan entistä paremmin hyödyntää tekoälyn ja koneoppimisen avulla. Onnistuessaan tämä tuo liiketoimintaan lisää skaalautuvuutta ja asiakassuhteisiin entistä parempaa pysyvyyttä, kun Nixu saavuttaa syvemmän ymmärryksen asiakkaidensa liiketoiminnasta. One Nixu -alusta on vielä tällä hetkellä vahvasti kehitysvaiheessa oleva hanke.

Strategian kehitysalue 4: Markkinaläsnäolon laajentaminen

Orgaaninen laajentuminen uusiin toimintamaihin on näkemysemme 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 visiona mukaisesti Pohjois-Euroopassa yritysten ykkösvaihtoehtoksi kyberturvapalveluissa, tulee Nixun laajentaa läsnäoloaan näillä markkinoilla lähemmäs asiakasta. Uskomme strategisten yritysostojen olevan pääasiallinen keino uusille markkinoille laajentumisessa. Näemme orgaanisen laajentumisen uusiin toimintamaihin haastavana, mikä on osaltaan osoittautunut todeksi yhtiön Hollannin laajentumisessa.

Yritysostot kansainvälistymisstrategian keihäänkärkenä

Nixu teki päänavauksen kansainvälistymiseen lokakuussa 2015, kun yhtiö ilmoitti avaavansa

toimiston Hollantiin. Yhtiö arvioi Hollannin yksikön henkilöstön olevan muutaman vuoden sisällä joitain kymmeniä. Nixun mukaan Hollanti on kehittynyt ja myös kilpailtu markkina kyberturvan alueella.

Vuonna 2016 yhtiö otti merkittäviä askeleita kansainvälistymiseen kahdella yrityskaupalla Ruotsissa. Maaliskuussa yhtiö osti 1,8 miljoonan euron liikevaihtoa tekevän Europoint Networkingin ja lokakuussa yhtiö ilmoitti ostavansa 2,4 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Safeside Solutionsin.

Vuonna 2017 yhtiö toteutti kaksi yrityskauppaa, joilla se vahvisti asemiaan erityisesti Ruotsissa ja Hollannissa. Toukokuussa yhtiö osti 3,1 MEUR:n liikevaihtoa tekevän hollantilaisen Expert Solution Support Centerin (ESSC), jolla on Hollannin lisäksi toimintaa USA:ssa, Romaniassa ja Australiassa. Kesäkuussa Nixu osti 2,5 MEUR:n liikevaihtoa tekevän ruotsalaisen Bitsecin. Yhtiöllä on näin Ruotsissa jo yli 60 hengen tiimi, mikä tekee siitä yhden maan suurimmista toimijoista pirstaloituneella markkinalla.

Nixu on onnistunut toteuttamaan edellä mainitut neljä yrityskauppaa hyvin maltillisin arvostustasoin. Bitsecistä maksettiin noin 1,0x EV/Liikevaihto -kerroin, kun kolme muuta kauppaa toteutuivat alle 1,0x liikevaihtokertoimella. Vaikka olemme varoittaneet kyberturvapalveluyhtiöiden valuaatioiden karkaamisesta Nixulle liian korkeaksi, näyttäisi Nixu 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, mikä on huomattavasti orgaanista laajentumista helpompaa. Strategia näyttäisi toimivan hyvin etenkin Ruotsin osalta.

Strategia ja kilpailuedut 3/4

Käsityksemme mukaan Nixu kartoittaa aktiivisesti yrityskauppa-kohteita myös muualla Pohjois-Euroopan alueella, vaikka lyhyellä aikavälillä odotamme yhtiön keskittyvän Hollannin ja Ruotsin toimintojen kehittämiseen. Etenkin Hollannissa yhtiöllä on ollut viime vuosina haasteita orgaanisen kasvun käynnistämisessä ja Hollanti on 2016-2017 tehnyt noin 0,6-0,7 MEUR:n tappiot käyttökatetasolla. ESSC-yrityksoston pitäisi kuitenkin yhtiön mukaan tuoda Nixulle tunnettuutta Hollannissa ja auttaa näin uusasiakashankinnassa.

Nixu perusti vuonna 2016 tytäryhtiön myös Yhdysvaltoihin ja käsityksemme mukaan yhtiöllä on ollut USA:ssa muutaman hengen tiimi hakemassa markkinaymmärrystä USA:n huomattavasti kehittyneemmistä kyberturvamarkkinoista. ESSC-yrityksoston kautta Nixulle tuli myös muutamia asiakkuuksia USA:sta. Käsittääksemme Nixu ei tällä hetkellä tavoittele kasvua Yhdysvalloissa, vaan keskittyy olemassa olevien asiakkuuksien hoitoon, kasvupanostusten kohdistuessa Pohjois-Eurooppaan.

Nixun aiemmista yrityskaupoista vuonna 2014 Suomessa tehty Panorama Partners vaikuttaa hyvin ajoitetulta, maltillisesti hinnoitellulta ja onnistuneelta yrityskaupalta.

Huomio tehtyjen yrityskauppojen integraatiossa ja tulevaisuudessa

Nixun tehtyä viime vuosina useita pieniä yrityskauppoja, kiinnittyy huomiomme nyt entistä enemmän siihen, kuinka yhtiö onnistuu ostokohteiden integroinnissa. Toistaiseksi vaikuttaa siltä, ettei ostokohteiden integroinnissa ole ilmennyt mitään normaalista poikkeavia haasteita. Yhtiö 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.

Nixulla on viime syksynä tehdyn osakeannin jälkeen hyvät resurssit jatkaa yritysotojen tekemistä ja yhtiölle on alkanut myös kertyä hyvää osaamista yrityskaupoista. Nixun tulevaisuuden yrityskaupoissa kohteet tulevat todennäköisesti olemaan pieniä joidenkin kymmenien henkilöiden tiimejä, joihin kohdistuvissa yrityskaupoissa arvostustasot ovat tyypillisesti maltillisempia. Suuremmat kaupat eivät ole poissuljettuja, mutta näitä on vähemmän tarjolla ja suurempiin kohteisiin mentäessä myös arvostustasot ovat tyypillisesti huomattavasti korkeampia.

Jatkuvat palvelut

Nixun jatkuviin palveluihin panostavan strategian ytimessä ovat kyberturvan valvomopalvelut, joita tukemaan yhtiö kehittää myös omia teknologioita. Nixu avasi vuonna 2015 oman Cyber Defence Center -valvomopalvelunsa. Valvomopalveluiden markkina on tämän jälkeen lähtenyt nopeasti muotoutumaan Suomeen ja valvomopalveluita tarjoavat muun muassa Tieto, Elisa, CGI ja Telian Cygate. Myös F-Securen Rapid Detection Service -palvelu kilpailee osittain Nixun valvomopalveluiden kanssa. Emme näe Elisaa ja Teliaa oleellisena kilpailu-uhkana Nixulle, sillä teleoperaattorin lähestymiskulma ja kohderyhmä ovat erilaiset, kuin kyberturvapalveluihin erikoistuneella Nixulla.

Liiketoimintamallina valvomoliiketoiminta edellyttää Nixulta etupainotteisia investointeja, mutta se tuo skaalautuvuutta ja jatkuvuutta, kun

riittävä asiakasmäärä saavutetaan. Lisäksi valvomo toimii tärkeänä projektien ”sisäänheittäjänä”, sillä valvomon havaitsemien tietomurtojen selvittäminen edellyttää usein erikseen laskutettavien asiantuntijapalveluiden käyttöä. Viime vuonna valvomopalveluita alettiin tarjota myös Ruotsissa ja ensimmäiset CDC-asiakkuudet maassa ovat jo käynnistyneet.

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.

Sijoittajan kannalta on oleellista huomioida, että omien palveluteknologioiden kehitys sekä etupainotteiset investoinnit valvomopalveluihin rasittavat Nixun kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, sillä yhtiö ei aktivoi kehitysmenoja. Valvomopalveluiden nousu kannattavaksi edellyttää lisäksi tietyn kriittisen asiakasmassan saavuttamista. Yhtiö on käsityksemme mukaan edennyt tähän mennessä hyvin onnistuneesti valvomopalveluiden ylösajossa Suomen markkinalla.

Strategia ja kilpailuedut 4/4

Kilpailuedut

Markkina-asema tuo etumatkaa

Nixun strategiaa tukevat kilpailuedut ovat näkemyksemme mukaan yhtiön vahva brändi ja asiakkuudet Suomessa, fokusoituminen kyberturvallisuuspalveluihin, pienen erikoistuneen toimijan ketteryys, läsnäolo lähellä asiakasta, laaja palveluvalikoima ja skaalaedut pienempiin toimijoihin verrattuna sekä yhtiön omat tuotteistettut palvelut. Korostamme erityisesti yhtiön uniikkia asemaa Suomen markkinalla ainoana merkittävänä kyberturvaan erikoistuneena IT-talona, sillä konsolidaation aallot ovat viime vuosien aikana huuhtoneet lähimmät Nixun kaltaiset toimijat pois.

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 projektityyppejä IT-palveluita korkeampi ja asiakassuhteet tiiviimpiä ja pitkäkestoisempia luottamussiteistä johtuen. Nixulla on vahva brändi ja tunnettuus omassa kohderyhmässään Suomessa, mutta ulkomailla yhtiön heikkoutena on tunnettuus.

”as a Service” -toimitusmallit sitovat asiakkaita

Nixu on edennyt strategiassaan hyvin kohti kyberturvan tarjoamista ulkoistettuna jatkuvana palveluna ja yhtiön valvomoliiketoiminta etenee vakaasti. Jatkuvat toimitusmallit sitovat asiakasta yhtiöön voimakkaammin, kun Nixu integroituu tiiviisti asiakkaan IT-ympäristöön. Jatkuvien palveluiden osuus oli viime vuonna jo 31 % yhtiön liikevaihdosta.

Laaja-alainen teknologioiden tuntemus korostuu

Kyberturvaa ei pystytä ratkaisemaan ainoastaan ostamalla isolla rahalla paljon kyberturvateknologioita. Asiakkaiden IT-ympäristöjen ja toisaalta kyberuhkien kompleksisuuden takia riittävän suojaustason saavuttaminen edellyttää kokonaisvaltaista teknologia- ja palveluosaamista. Pienten toimittajien sekä tietoturvatuotteiden jälleenmyyntiin keskittyneiden toimijoiden on tällöin vaikea pysyä kilpailukykyisinä.

Toimiminen lähellä asiakasta tärkeää globaalissa kilpailussa

Nixun kansainvälistyessä se kohtaa kilpailussa lukuisia globaaleja toimijoita. Tällöin kilpailukykytekijänä korostuu kyky pystyä toimimaan lähellä asiakasta, mikä tiivistää asiakassuhteita ja vahvistaa luottamusta kyberturvatoimittajan ja asiakkaan välillä. Nixun pyrkimys rakentaa Pohjois-Eurooppaan laaja osajaverkosto tukee tätä kilpailukykytekijää yhtiön strategian onnistuessa.

Nixun strategian yhteenveto



Taloudellinen tilanne

Historiallinen kehitys

Murros kohti kyberturvapalveluyhtiötä

Nixu on 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. Vaikka Nixun kasvu näyttää pitkässä tarkastelussa vaatimattomalta, on kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden osalta kasvu ollut vahvaa läpi historian vuotta 2013 lukuun ottamatta. Nixun kyberturvallisuuspalvelut kasvoivat keskimäärin 27 % vuosittain vuosina 2006-2013.

Nixu teki vahvan tuloksen vuonna 2011, mutta tämän jälkeen 2012-2013 pääasiassa ydinliiketoimintojen ulkopuolelle kuuluvien liiketoimintojen kehitys painoi yhtiön taloudellista kehitystä. Vuonna 2011 Nixu-konsernin liikevaihto oli 13,4 miljoonaa euroa ja kasvoi 25 %. Yhtiön käyttökate oli hyvällä 13,7 % tasolla. Vuonna 2012 yhtiön liikevaihdon kasvu kuitenkin pysähtyi ja vuonna 2013 liikevaihto laski 11 %. Samalla yhtiön käyttökate putosi välttävälle tasolle (2012: 6,6 %, 2013: 4,6 %). Taustalla oli etenkin ei-kyberturvallisuuteen liittyvien liiketoimintojen lopettamiset sekä Nokian MeeGo-projektin alasajo. Kannattavuutta 2013 painoi myös konsernista ennen listautumista eriytetyn Nixu Softwaren tappiollisuus.

Vuonna 2014 yhtiö teki Panorama Partners-yritysoston ja vuoden lopussa yhtiö listautui First North -markkinapaikalle kiihdyttääkseen kasvuaan. Koko vuoden numerot olivat vahvat. Vuonna 2014 Nixun pro-forma liikevaihto (sisältäen Panorama Partnersin ja ilman Nixu

Softwarea) kasvoi 12,5 % 17 MEUR:oon ja käyttökate-% oli 13,3 %.

Ensimmäinen pörssivuosi ei ollut kivuton, mikä hieman heikensi markkinan luottamusta yhtiöön alkuvaiheessa. Vuonna 2015 yhtiön pro-forma kasvu oli vain 6 % ja käyttökate-% 11,5 %. Kasvu jäi selvästi odotuksista, mikä johtui lähinnä muutaman yksittäisen Suomesta vetäytyneen suuren asiakkuuden päättymisestä.

Vuonna 2016 Nixu onnistui palaamaan vahvalle kasvu-uralle, mikä palautti markkinan luottamuksen yhtiöön. Liikevaihdon kasvu nousi 19 %:iin, mistä valtaosa oli orgaanista. Yhtiö otti onnistuneita askelia strategiassaan kansainvälistymisessä kahdella pienellä yrityskaupalla Ruotsissa sekä valvomopalveluiden ylösajossa. Vuonna 2017 kasvuvauhti kiihtyi entisestään, kun liikevaihto kasvoi 50 % 32,3 MEUR:oon. Kasvusta arviolta puolet oli orgaanista ja loput yrityskaupoista. Kiihdytetyt kasvupanostukset näkyivät myös yhtiön kannattavuudessa, kun käyttökate-% jäi vuosina 2016-2017 heikolle tasolle 3,7-3,4 %:iin. Markkinat kuitenkin arvostavat tällä hetkellä voimakasta kasvua kannattavuuden edelle, sillä kyberturvan kasvavia markkinoita jaetaan nyt. Tästä kertoo myös yli 120 % vuosina 2016-2017 noussut Nixun osakekurssi.

Kasvupanostukset ovat syöneet kannattavuutta

Nixun hinnoittelussa, laskutusasteissa tai kustannusrakenteessa ei ole käsityksemme mukaan tapahtunut mitään rakenteellisia kannattavuutta heikentäviä asioita, vaan heikko kannattavuus johtuu kasvuinvestoinneista. Yhtiöllä on esimerkiksi jatkuvasti asiantuntijoita tekemässä teknologiapohjaisten palveluiden kehitystyötä, mikä on pois laskutettavasta asiakastyöstä. Yhtiö ei ole aktivoinut kehitystyötä

taseeseen, joten se heijastuu suoraan tulokseen. IFRS-raportoinnin myötä yhtiö joutuu jatkossa aktivoimaan rajatusti tiettyjä kehitysmenoja. Myös yrityskauppojen integrointi osaksi Nixua on aiheuttanut ylimääräisiä kustannuksia. Kansainvälistymisen osalta Hollannin toiminnot ovat vielä tappiollisia. Ruotsissa yhtiön kannattavuus on käsityksemme mukaan konsernia heikompi ja Ruotsissa yhtiö panostaa ensisijaisesti kasvuun.

Rahoitusasema

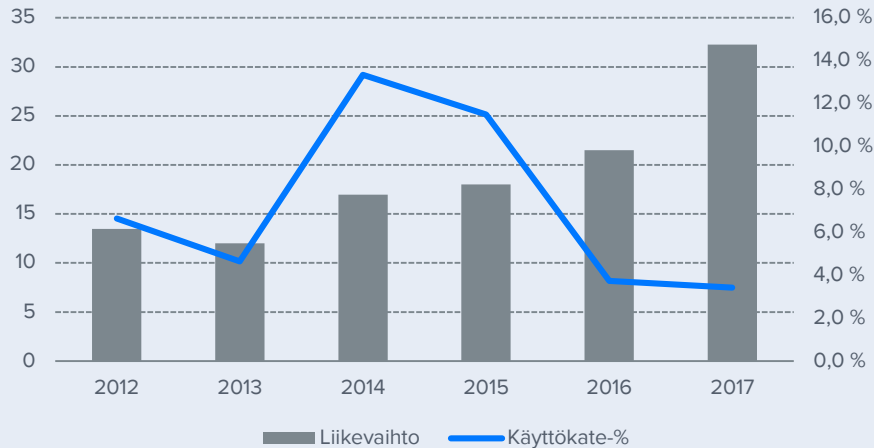
Tase

Nixun nettovelkaantumisaste oli vuoden 2017 lopussa -18 % ja omavaraisuusaste 51 %. Yhtiöllä oli vuoden lopussa kassaa 11,9 MEUR loppuvuonna tehdyn osakeannin myötä ja nettokassa oli 3,4 MEUR. Tase antaa hyvin liikkumavaraa yhtiölle sopivien pienempien ostokohteiden löytyessä. Velkavipua ja omaa osaketta käyttämällä yhtiö pystyisi myös aiempaa suurempiin järjestelyihin. Yhtiön kasvanut kokoluokka osaltaan vaatii yritysostoissa katseiden siirtymistä suurempiin kokoluokkiin, sillä muutaman miljoonan liikevaihtoluokassa olevien yritysten ostot eivät enää tue Nixun kasvua samassa mittakaavassa kuin aiemmin.

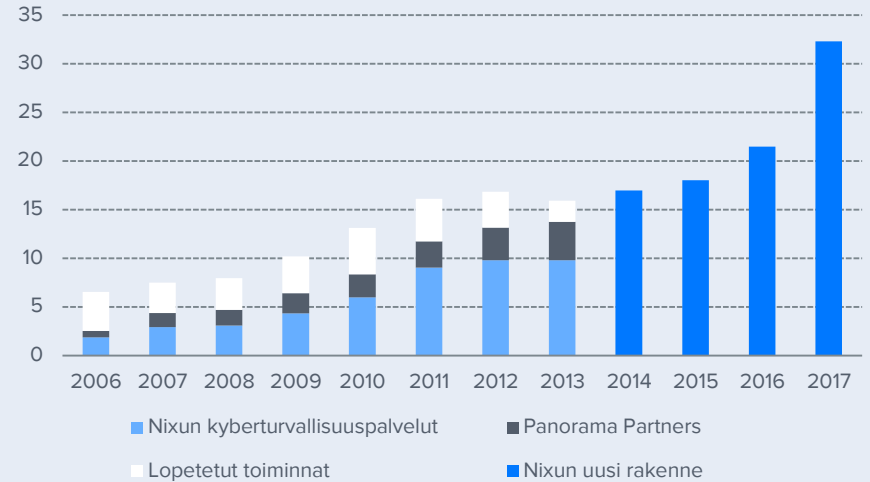
Nixulla oli vuoden 2017 lopussa taseessa yrityskaupoista kertynyttä liikearvoa 9,8 MEUR, jota yhtiö ei enää poista samassa mittakaavassa kuin aiemmin siirryttyään vuoden 2018 alussa IFRS-kirjanpitoon. Siirtymä IFRS:ään on osa yhtiön aikomusta siirtyä pörssin päälistalle tulevaisuudessa. Asiakassuhteisiin liittyviä aineettomia oikeuksia yhtiöllä oli noin 2 MEUR, joiden poistojen arvioimme olevan vuositasona noin 0,2 MEUR.

Taloudellinen tilanne

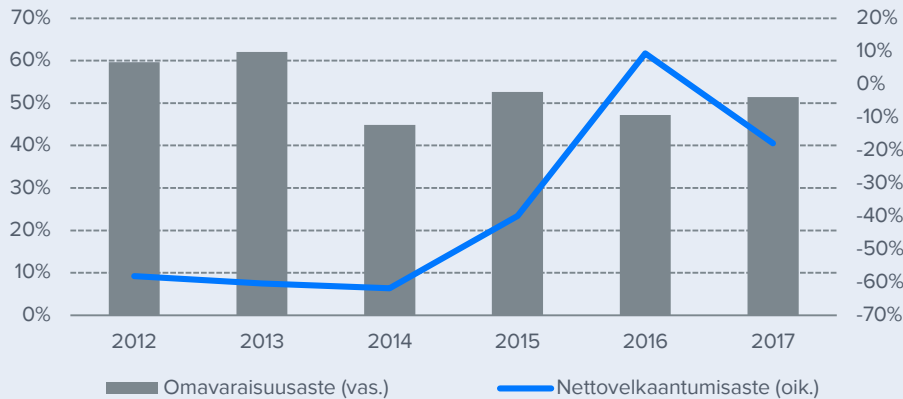
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kasvu kyberturvapalveluissa



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvostus 1/3

Tulosennusteet

Lyhyen aikavälin ennuste

Lyhyellä aikavälillä Nixu priorisoi kasvua kannattavuuden edelle, sillä arvonluonti tulee kyberpalveluiden markkinan nykyisessä kehitysvaiheessa vahvasti kasvusta. Nixu tarkensi kesäkuussa ohjeistustaan ja arvioi vuoden 2018 liikevaihdon kasvavan noin 25 %, mutta voimakkaista kasvupanostuksista johtuen käyttökateen jäävän alhaiseksi, mutta lievästi positiiviseksi. Kasvun ajureina toimivat voimakkaan orgaanisen kasvun lisäksi jo tehdyt yrityskaupat. Käyttökateeseen vaikuttaa negatiivisesti myös kertaluonteiset pörssin päälistalle siirtymisen valmisteluun liittyvät kulut.

Odotamme Nixulta 26 %:n liikevaihdon kasvua 41 MEUR:oon tänä vuonna. Odotamme orgaanisen kasvuvauhdin olevan reilun 18 %:n tasolla ja vajaan kolmasosan (~3 MEUR) kasvusta tulevan viime vuonna tehdystä yrityskaupoista. Kasvun ajureina toimivat ennusteessamme erityisesti hallinnoitujen ja jatkuvien palveluiden voimakas kasvu. Etenkin IoT-puolella Nixun toukokuussa tiedottamat kaksi merkittävää jatkuvaa palvelusopimusta antavat luottoa kasvun jatkumiselle. EU:n uusi tietosuoja-asetus on arviomme mukaan piristänyt markkinoita vielä alkuvuodesta ja kysyntä kyberturvapalveluille on yleisesti vahvaa yritysten digitalisaatiohankkeiden edetessä. Nixun panostaessa tällä hetkellä voimakkaasti kasvuun, jää kannattavuus lähivuosina ennusteissamme vaatimattomalle tasolle. Yhtiön CDC-valvomopalvelut ovat sekä Suomessa että Ruotsissa vielä kasvuvaiheessa ja kannattavuus on käsityksemme mukaan tällä hetkellä suunnilleen break-even -tasolla. Kasvun

jatkuessa alkaa kannattavuus kuitenkin asteittain kohota tästä eteenpäin. Hollannin tappioiden (2017: -0,6 MEUR) selättäminen olisi tärkeä kannattavuusajuri ja yhtiön mukaan ESSC-yrityskaupan pitäisi parantaa Nixun tunnettuutta Hollannissa helpottaen uusasiakashankintaa jatkossa. Yhtiöllä on kuitenkin vielä tekemistä lähivuosille, että kansainvälisten toimintojen kannattavuus saadaan lähelle Suomen tasoa. Odotamme käyttökate-%:n olevan tänä vuonna suunnilleen edellisvuoden tasolla 3,2 %:ssa.

Pitkän aikavälin ennuste

Nixun ”keskipitkän aikavälin” tavoite on yli 10 % käyttökate-% ja yli 15 %:n kasvu. Yhtiön kannattavuus ei arviomme mukaan nouse täyteen potentiaaliin vielä seuraavan 2-3 vuoden aikana, sillä yhtiön on otettava kyberturvamarkkinan kasvumahdollisuus nyt haltuun ja tämä vaatii etupainotteisia kuluja kasvattavia investointeja. Lisäksi näemme riskin hintapaineiden lisääntymiselle perinteisissä tuntityönä myytävissä neuvonantopalveluissa yhä useampien IT-yritysten pyrkiessä panostamaan kyberturvamarkkinalle. Nixun pitäisi tästä huolimatta yltää kohtalaiseen kannattavuustasoon, sillä kyberturvan vahvan kysynnän ja liiketoiminnan korkean asiantuntijatasoon pitäisi mahdollistaa preemiohinnoittelu perinteisiin IT-palveluyhtiöihin nähden, jotka yltyvät keskimäärin hieman alle 10 %:n käyttökatetasoille (listatut verrokkit).

Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvavan 2018-2020 aikana noin 20 %:n vauhtia orgaanisesti. Tämä on selvästi muutaman prosentin vauhtia kasvavaa yleistä IT-markkinaa nopeampi kasvu. IT-markkina jakautuu kahtia hiipuviin perinteisiin

palveluihin ja kasvaviin alueisiin. Monet modernit ohjelmistokehittäjät yltyvät tällä hetkellä erittäin voimakkaaseen orgaaniseen kasvuun johtuen digipalveluiden kehitysboomista. Tämä trendi toimii mielestämme ennakoivana indikaattorina myös kyberturvan voimistuvalle kysynnälle lähivuosina. Uusia digitalisaation mahdollistamia palveluita suunnitellaan ja kehitetään nyt kovalla vauhdilla. Kyberturva luonnollisesti tulee kuvioon pienenä osana jo kehitysvaiheessa, mutta investointeja on kasvatettava siirryttäessä kokeilusta itse digitaaliseen liiketoimintaan. Siten pidämme Nixun pyrkimystä profiloitua digitalisaation kyberturvakumppaniksi järkevänä. Nixulle on erittäin suotuista kysyntänäkymä arviomme mukaan turvattuna usealle vuodelle, mutta 20 %:n kasvuun yltyminen vaatii yhtiöltä silti erittäin hyvää suoritusta.

Arvioimme Nixun liikevaihdon kasvun skaalautuvan vähitellen kannattavuuteen vuosina 2018-2020, mutta yhtiö ei tule saavuttamaan täyttä tulospotentiaaliaan kasvuinvestoinneista johtuen. EBITDA-% nousee ennusteessamme 9,3 %:n tasolle vuonna 2020 ja 13,5 %:iin vuonna 2021. Mikäli yhtiö näkee uusia investointimahdollisuuksia, saattaa se kuitenkin hyvin todennäköisesti myös uhrata lähivuosien kannattavuutta entisestään kasvumahdollisuuksien hyödyntämiseen. On hyvä huomata, että vielä vuonna 2014 ennen kasvuinvestointien kiihdyttämistä Nixu ylsi 13 %:n EBITDA-%:iin.

Mikäli Nixu onnistuu strategiassaan skaalautuvien palvelumallien ylösajossa, on yhtiöllä arviomme mukaan edellytykset 15-20 % käyttökatetasoon, mikä vastaisi ”laadukkaan IT-palveluyhtiön” kannattavuustasoa.

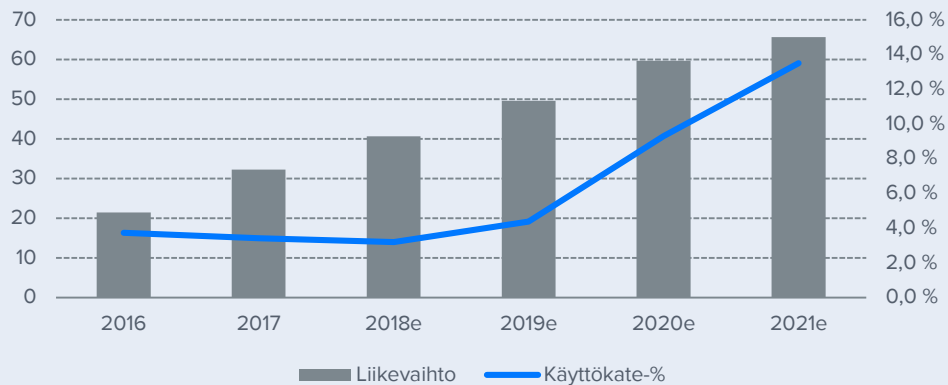
Tulosennusteet

Tuloskehitys puolivuotistasolla	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	21,5	14,6	17,7	32,3	19,5	21,1	40,7	49,6	59,7
Käyttökate	0,8	0,7	0,4	1,1	0,7	0,6	1,3	2,2	5,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,4	0,9	1,9	5,3
Liikevoitto	0,4	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	1,7	5,1
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2
Tulos ennen veroja	0,3	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	1,4	4,9
Verot	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,1	0,1	-0,3	-0,2	0,2	0,2	0,3	1,1	3,8
EPS (oikaistu)	0,02	0,04	-0,01	0,01	0,04	0,04	0,07	0,18	0,55
EPS (raportoitu)	0,01	0,02	-0,05	-0,02	0,03	0,03	0,04	0,15	0,53

Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	19,3 %	44,5 %	55,3 %	50,2 %	33,9 %	19,4 %	25,9 %	22,1 %	20,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-74,7 %	76,2 %	-36,5 %	52,8 %	-19 %	27,3 %	18,2 %	108,1 %	184,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	3,7 %	4,5 %	2,5 %	3,4 %	3,4 %	3,0 %	3,2 %	4,4 %	9,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	2,3 %	3,9 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %	2,1 %	2,2 %	3,8 %	8,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	0,3 %	0,9 %	-1,7 %	-0,5 %	0,9 %	0,7 %	0,8 %	2,2 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet ja arvostus 2/3

Arvostus

Sijoitusnäkemys

Sijoittajalle Nixu tarjoo 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. Nixun pitkän aikavälin tarina on erittäin vahva ja houkutteleva, mutta haasteena on lähinnä osakkeen nykyinen arvostustaso, joka hinnoittelee jo yhtiölle merkittäviä kasvuvuodotuksia ja strategian onnistumista lähivuosina. Mielestämme pitkäaikaisen omistajan kannattaa yhä istua yhtiön kydyissä Nixun jatkaessa arvonaluontia vahvan kasvun ja strategiassa etenemisen kautta, mutta osakkeelle on vaikea perustella olennaista nousuvaraa seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä. Nykyinen arvostustaso ei mielestämme myöskään kestä pettymyksiä kasvustrategian etenemisessä.

Vaikka kuumalla kasvumarkkinalla houkutus lähteä venyttämään hyväksytyjä arvostuskertoimia on suuri, emme myöskään perustele osakkeelle nousuvaraa oletuksella, että markkina tulisi hyväksymään tulevaisuudessa entistäkin korkeampia suhteellisia arvostustasoja kyberturvasektorin osakkeille. Tämä on toki yhä mahdollista sektorin kysyntänäkymien kuumentuessa jatkuvasti, mutta sijoittajan on hyvä tiedostaa myös riskit alaspäin, mikäli sentimentti kääntyy erityisesti tällä sektorilla, johon on ladattu korkeita kasvuvuodotuksia.

Nixun strateginen liiketoimintamallin siirtyminen omiin teknologioihin pohjautuvia skaalautuvampia palvelumalleja on isossa kuvassa vielä

alkuvaiheessa ja kansainvälistymisen osalta kasassa on vasta aihio. Nixun osakkeen arvostus on jo osin perustellusti irroittautunut normaalin IT-palveluyhtiön hinnoittelusta, mutta on hyvä muistaa Nixun olevan vielä suurimmilta osin kotimainen palveluyhtiö. Näemme siten yhtiön strategiassa etenemisen arvonaluonnin ajurina osakkeelle, mutta strategiassa onnistumista ei ole perusteltua hinnoitella vielä täysimääräisesti osakkeeseen. Nixua voidaan hinnoitella perustellusti normaaleja IT-konsulttiyhtiöitä korkeammilla arvostustasoilla, mutta merkittävä preemio vaatii vahvat perustelut.

Nixun osakkeen historiallisesta kehityksestä näkee hyvin yhtiön kasvunopeuden ja strategiassa etenemisen vaikutuksen arvonaluontiin. Nixun osake on noussut voimakkaasti viimeisen kahden vuoden aikana perustuen yhtiön kiihtyneeseen orgaaniseen kasvuun sekä onnistuneisiin arvoa luoviin yrityskauppoihin. Vaikka yhtiön kannattavuuskehitys on ollut heikkoa, ovat sijoittajat alkaneet arvottaa yhtiön kasvunopeutta huomattavasti korkeammalle. Esimerkiksi yhtiön EV/Liikevaihto -kerroin on noussut alle 1,5x tasolta noin 2,3x tasolle, vaikka kannattavuus on samaan aikaan heikentynyt. Tämä heijastelee korkeampaa hyväksyttyä arvostustasoa, kun Nixu on kasvanut suurempaan kokoluokkaan ja rakentanut onnistuneesti jatkuvuutta liiketoimintamalliinsa. Myös markkinan vahva kysyntänäkymä on vetänyt sektorin suhteellisia arvostustasoja ylöspäin.

Arvostustaso

Nixu toimii pääasiassa konsulttiliiketoiminnassa, jonka hinnoittelu on paljon suoraviivaisempaa

kuin tuote-yhtiöissä. Yhtiön arvostusta ei voida verrata suoraan kyberturvan tuotetaloihin eikä toisaalta myöskään perinteisiin IT-palvelutaloihin, vaan näemme arvonaluodostuksen 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 EV/Liikevaihto -kertoimen ja yhtiöiden kasvunopeuden kautta. Kannattavuudella on luonnollisesti merkitystä, mutta se ei ole keskeinen arvonaluodostuksen mittari tällä hetkellä. Sen sijaan yhtiöillä on oltava uskottava polku siihen, kuinka niiden kasvupaluotukset realisoituvat tulevaisuudessa myös kannattavuuteen. Esimerkiksi Nixussa tämä on hyvin selkeää yhtiön skaalautuvien palvelumallien ylösajon edetessä, mutta oletamme samalla yhtiön jatkavan kasvuihinvestointejaan tarvittaessa niin kauan kuin markkinalla riittää otettavaa. Nixulle on siten vaikea antaa tiettyä päivämäärää, jolloin kasvun pitäisi lyödä läpi kannattavuuteen.

Ennusteillamme Nixun tämän ja ensi vuoden EV/Liikevaihto -kertoimet ovat 2,3x ja 1,9x. Kertoimet ovat palveluyhtiölle absoluuttisesti korkealla tasolla ja selvällä preemiolla myös Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöihin nähden, joista kannattavimpia hinnoitellaan noin 2x tasolla olevilla kertoimilla. Keskimäärin IT-palvelusektorin yhtiöitä hinnoitellaan reilulla 1x -liikevaihtokertoimella, mihin nähden Nixun arvostus edustaa noin 100 %:n preemiota. Kyberturvamarkkina käy nyt niin kuumana, että sijoittajat näyttävät hyväksyvän Nixulle selkeän ”kyberturvalisän” yhtiön arvostustasossa.

Ennusteet ja arvostus 3/3

Peilattaessa Nixun liikevaihtopohjaista arvostusta sektorilla toteutuneisiin yrityskauppoihin, on nykyinen liikevaihtokerroin perusteltavissa. Esimerkiksi 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 InfoSecurity oli kokoluokaltaan ja orgaaniselta kasvunopeudeltaan Nixun tasolla, mutta MWR:llä on myös merkittävää omaa tuoteliiketoimintaa. MWR:n tuoteliiketoiminta sekä yrityskaupparemio huomioiden on 3-4x liikevaihtokerroin mielestämme kohtalaisen hyvin linjassa verrattuna Nixun viimeisen 12 kuukauden noin 2,5x kertoimeen. Huomautamme, että emme näe perusteltuna lähteä hinnoittelemaan olennaista yrityskaupparemiota Nixun osakkeeseen, vaan kyseessä on lähinnä optio osakkeelle.

Kasvupanostusten rasittaessa kannattavuutta lähivuosina nousevat Nixun tulospohjaiset arvostuskertoimet todella korkeiksi. Vuosien 2018 ja 2019 oikaistut P/E-kertoimet ovat 182x ja 74x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 71x ja 42x. Tulospohjaista arvostusta on siten katsottava nykyisen investointivaiheen yli. Vuoden 2021 ennusteella (EBITDA-% 13,5 %) EV/EBITDA on 10x ja P/E 14x. Kertoimia voidaan pitää kohtuullisina, mutta toteutuakseen ne vaativat yhtiön kasvustrategian onnistunutta toteuttamista, mihin luonnollisesti sisältyy riskejä.

Nixun tietoisten kasvupanostusten takia yhtiön kannattavuus ei siis ole lähelläkään sen

potentiaalia (EBITDA 2017: 3,4 %, 2018e: 3,2 %), vaikka yhtiön ydinliiketoiminta on edelleen hyvin kannattavaa. Esimerkiksi vuonna 2014 ennen kasvuinvestointien käynnistämistä yhtiö ylsi vielä yli 13 %:n EBITDA-tasoon. Arvostusta voidaan tarkastella siis myös normalisoidun kannattavuustason näkökulmasta, jonka arvioimme olevan vähintään 10-15 % käyttökatetasolla. Tällä kannattavuustasolla (EBITDA 10-15 %) tämän vuoden P/E-luku olisi karkeasti 22x-37x ja ensi vuoden P/E 18x-28x tasolla. Kertoimista huomataan, että Nixun nykyiseen osakekurssiin on leivottu selviä kasvuodotuksia, sillä edes normalisoidulla tulostasolla tulospohjaisia arvostuskertoimia ei voida pitää edullisina.

Vertailuryhmä

Olemme valinneet Nixun vertailuryhmään Pohjoismaisia IT-palvelusektorilla toimivia yhtiöitä, jotka ovat kasvuprofiililtaan kuitenkin melko erilaisia yhtiöitä kuin Nixu. Suoraa verrokkia on vaikea löytää, mutta yhtiön lähin verrokki vertailuryhmässä on brittiläinen NCC Group. Nixun kasvuinvestointien painaessa kannattavuutta tulospohjaisten kertomien vertailu verrokkiryhmään ei ole mielekäästä. Liikevaihtokertoimella Nixu on arvostettu tänä vuonna 50 % ja ensi vuonna 38 % yli vertailuryhmän. Suhteellisen arvostuksen olennaisen nousupotentiaalin perusteleminen lyhyellä aikavälillä käy vaikeaksi, vaikka yhtiön pitkän aikavälin kasvutarina on houkutteleva.

Nixun läheisin pörssilistattu verrokki on brittiläinen NCC Group, jonka EV/Liikevaihto- ja EV/EBITDA -kertoimet ovat 2,7x ja 16x. Lisäksi F-Secure on profiililtaan nykyään entistä

lähempänä Nixua. F-Securea ensisijaisesti erottaa yhtiön tuoteliiketoiminta sekä merkittävästi suurempi kokoluokka. F-Securen tämän vuoden EV/Liikevaihto-kerroin on noin 3,1x ja ensi vuoden 2,6x, mikä edustaa mielestämme suhteellisen pientä preemiota pienempään ja palvelupainotteiseen Nixuun nähden.

Nixun nykykurssilla mielestämme kasvuodotukset alkavat olla järkevissä tasapainossa suhteessa riskitasoon. Sijoittaja kantaa riskiä yhtiön kasvustrategian onnistumisesta sekä sektorin arvostustasojen kestävydestä, minkä vastapainona on houkutteleva pitkän aikavälin kasvupotentiaali. Mikäli Nixu kaupattaisiin nyt teolliselle ostajalle, olisi osakkeesta varmasti saatavissa selvästi nykykurssia korkeampi hinta, mutta osakkeen sijoitusnäkemystä ei kannata rakentaa ainoastaan yritysostokortin varaan.

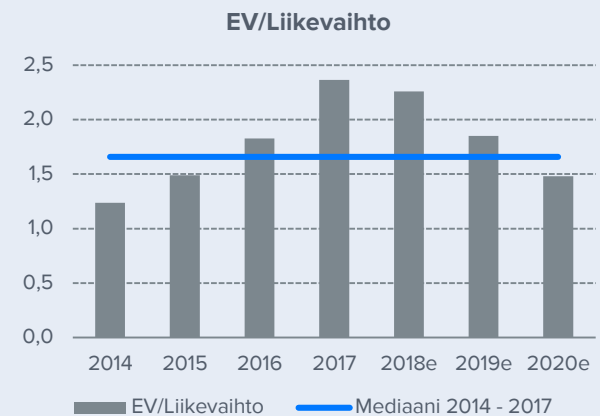
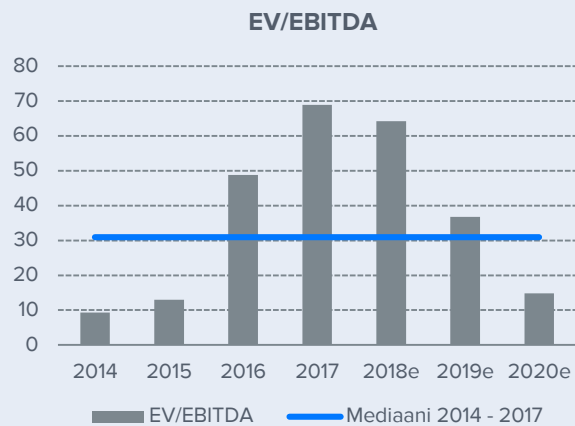
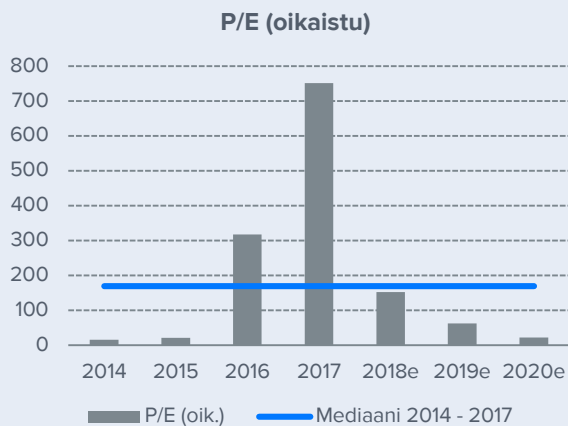
DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo Nixun osakkeelle on 12,31 euroa. Malli olettaa yhtiön kasvun hidastuvan vuoden 2021 jälkeen 6 %:n tasolle ja hidastuvan asteittain 2 %:n tasolle vuoteen 2027 mennessä. Vuoden 2021 jälkeen odotamme Nixun kannattavuuden (EBIT-%) vakiintuvan noin 11-12 %:n tasolle. Rahavirratt ovat melko vakaita johtuen kevyestä investointitarpeesta. Käytetty tuottovaatimus (WACC) on 8,2 %, oman pääoman tuottovaatimus 9,3 % ja kasvun ikuisuusoletus 2,0 %. Ikuisuusoletuksen painoarvo mallissa on noin 66 %, mikä osaltaan kertoo suuren osan Nixun arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevista kassavirroista lisäten epävarmuutta. Korostamme DCF-mallin olevan herkkä keskeisille oletuksille.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,21	4,91	6,05	11,00	13,15	13,15	13,15	13,15
Markkina-arvo	26	30	39	80	95	95	95	95
Yritysarvo (EV)	21	27	39	76	92	92	89	85
P/E (oik.)	15,2	20,6	317,3	752,0	182,0	74,1	23,7	14,2
P/E	28,2	43,7	656,8	neg.	294,7	87,5	24,9	14,6
P/Kassavirta	-41,3	-29,3	-9,6	27,0	501,9	-712,2	29,1	17,4
P/B	3,3	3,8	4,7	4,2	4,9	4,7	3,9	3,3
P/S	1,5	1,7	1,8	2,5	2,3	1,9	1,6	1,4
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,8	2,4	2,3	1,9	1,5	1,3
EV/EBITDA	9,3	13,0	48,8	69,0	70,6	42,4	16,0	9,6
EV/EBIT (oik.)	9,5	13,6	78,9	100,2	101,9	49,2	16,7	9,8
Osinko/tulos (%)	53,6 %	80,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	47,4 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %	3,4 %

Lähde: Inderes



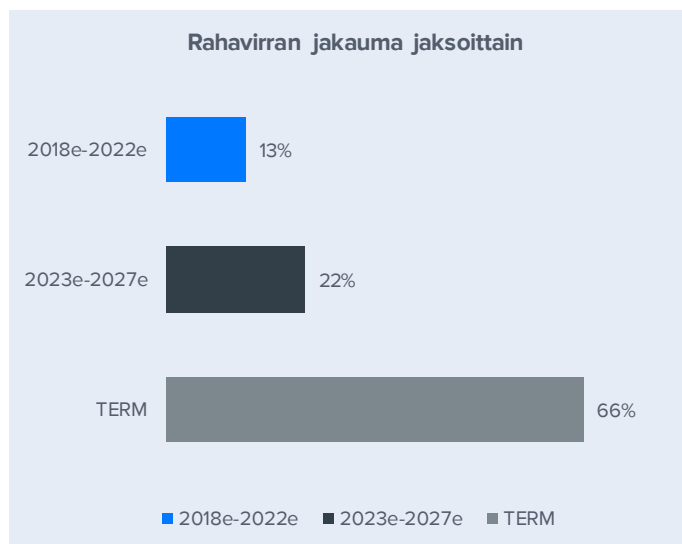
Vertailuryhmän arvostus

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Innofactor	0,78	28	41	41,9	13,1	11,7	6,6	0,6	0,6	78,0	14,9		
Bouvet	232,00	249	234									3,7	3,7
Digia	2,68	72	77	10,6	8,2	9,3	1,3	0,7	0,6	14,2	12,2	2,0	2,7
Enea	91,00	173	151	13,3	16,6	11,3	9,0	2,6	2,3	14,8	14,0		1,1
HiQ International	63,51	344	318	14,5	12,7	13,8	12,2	1,8	1,7	19,0	16,9		5,9
Siili Solutions	11,95	84	77	12,1	10,4	10,7	9,0	1,1	0,9	16,3	14,1	3,6	
Solteq	1,58	31	54		10,4	7,7	7,4	0,9	0,8	17,6	13,2	1,3	2,5
Tieto Oyj	28,56	2117	2233	14,0	13,5	10,6	10,2	1,4	1,4	16,0	15,4	4,9	5,1
KnowIT	186,20	346	337	9,1		8,8	7,7	1,0	0,9			3,2	3,8
NCC Group	208,40	658	723	21,7	17,3	15,5	13,2	2,7	2,4		22,9	2,5	2,7
Vincit	6,90	79	79	11,3	8,9	9,6	7,7	1,6	1,3	13,8	11,7	2,3	2,6
F-Secure	3,91	606	606	76,4	41,8	42,2	28,4	3,1	2,6	139,0	59,5	1,0	1,4
Gofore	8,60	111	103	14,1	11,4	12,8	10,4	2,0	1,6	18,3	15,1	2,3	3,0
Nixu (Inderes)	13,15	95	92	101,9	49,2	70,6	42,4	2,3	1,9	182,0	74,1	0,0	0,0
Keskiarvo				21,7	15,0	13,7	10,3	1,6	1,4	34,7	19,1	2,7	3,1
Mediaani				14,0	12,7	11,0	9,0	1,5	1,3	16,9	14,9	2,4	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				626 %	286 %	542 %	371 %	50 %	38 %	976 %	398 %	-100 %	-100 %
Lähde: Reuters / Inderes													

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	0,5	0,7	1,7	5,1	8,5	8,4	8,9	9,2	8,8	9,1	9,3	
+ Kokonaispoistot	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	-0,20	-0,1	-0,3	-1,1	-1,8	-1,6	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,1	-0,8	-1,8	-1,1	-1,3	-1,2	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	-0,3	0,3	0,0	3,3	5,7	5,9	6,1	7,3	6,9	7,2	7,5	
+ 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	-6,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,4	0,2	-0,1	3,3	5,5	5,6	5,9	7,1	6,7	6,9	7,3	
+/- Muut	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,0	0,2	-0,1	3,3	5,5	5,6	5,9	7,1	6,7	6,9	7,3	119,4
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	-0,1	2,7	4,1	3,9	3,8	4,2	3,7	3,5	3,4	56,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		85,7	85,6	85,7	83,0	78,9	74,9	71,1	66,9	63,2	59,7	56,2
Velaton arvo DCF		85,7										
- Korolliset velat		-8,5										
+ Rahavarat		11,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		89,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,31										

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



Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	18	21	32	41	50	60
Kulut	-16	-21	-31	-39	-47	-54
EBITDA	2,1	0,8	1,1	1,3	2,2	5,6
Poistot	-0,9	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4
Liikevoitto	1,2	0,4	0,5	0,7	1,7	5,1
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	<i>2,0</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>1,9</i>	<i>5,3</i>
Rahoituserät	-0,7	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,1	0,3	0,1	0,4	1,4	4,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-1,1
Vähennistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,7	0,1	-0,2	0,3	1,1	3,8
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	<i>1,5</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,5</i>	<i>1,3</i>	<i>4,0</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	0,7	0,1	-0,2	0,3	1,1	3,8
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,11</i>	<i>0,01</i>	<i>-0,03</i>	<i>0,04</i>	<i>0,15</i>	<i>0,53</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,24	0,02	0,01	0,07	0,18	0,55

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	3	7	13	13	12
Liikearvo	0	6	10	10	10
Aineettomat oikeudet	3	1	2	2	2
Käyttöomaisuus	0	1	1	1	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	12	10	24	25	27
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	5	7	12	14	17
Likvidit varat	7	3	12	12	10
Taseen loppusumma	15	17	37	38	39

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	8	8	19	19	20
Osaakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	2	2	2	2	3
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	5	6	17	17	17
Vähennistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	3	3	1	0	0
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	3	2	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	4	7	17	18	18
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	8	8	7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4	5	9	10	11
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	15	17	37	38	39

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus 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.

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on nelipolertainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.12.2014	Lisää	4,50 €	4,17 €
27.2.2015	Osta	4,90 €	4,18 €
20.4.2015	Lisää	5,10 €	4,65 €
17.8.2015	Lisää	5,10 €	4,70 €
15.10.2015	Lisää	5,00 €	4,42 €
17.12.2015	Lisää	5,00 €	4,49 €
18.2.2016	Lisää	5,40 €	4,78 €
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 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi