

WithSecure

Yhtiöraportti

2.7.2022 14:20



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yritystietoturvan kasvuyhtiö

Tarkistamme WithSecuren tavoitehintaa 2,6 euroon (aik. 5,6 EUR) heijastellen kuluttajietoturvavaliiketoiminnan (F-Secure) jakautumista irti osakkeesta. Yritystietoturvan kasvuyhtiöksi profiloituva WithSecure investoi lähivuosina voimakkaasti pilvipohjaisen tuoteportfolionsa kasvuun. Lyhyellä aikavälillä tämä rasittaa yhtiön kannattavuutta, mutta strategian onnistuessa polku merkittävään kannattavuusparannukseen ja omistaja-arvon luontiin on selkeä. Osakkeen nykyinen arvostus hinnoittelee mielestämme jo sopivasti sisään kasvuodotuksia, ja tuotto/riski-suhde näyttää neutraalilta. Siten laskemme WithSecuren suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää).

Strategia tähtää voimakkaaseen kasvuun

WithSecure hakee vahvaa kasvua erityisesti pilvipohjaisten tuotteiden sekä havainnointi- ja reagointiratkaisujen (MDR) avulla. Yhtiön tavoitteena on kaksinkertaistaa liikevaihto vuoden 2025 loppuun mennessä (2021: 130 MEUR). Tämä vaatisi keskimäärin voimakasta noin 19 %:n vuotuista kasvua vuosien 2022-2025 aikana, mikä tarkoittaa kasvun selvää kiihtymistä nykytasoilta. Arviomme mukaan kilpailukykyisten tuotteiden ansiosta kasvu on nähdäksemme erityisesti kiinni myynnin onnistumisesta. WithSecure panostaakin voimakkaasti kumppanikanavansa kehittämiseen, jonka kautta myyntiin saadaan skaalautuvuutta. Uusiasiakashankinnan lisäksi WithSecure näkee edelleen selvää potentiaalia kasvaa nykyisten asiakkuuksien sisällä. Lähivuosina voimakkaan kasvun tavoittelu rasittaa WithSecuren kannattavuutta, mutta skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan ansiosta polku hyvään kannattavuuteen on realistinen. WithSecure tavoittelee noin 20 %:n oikaistua käyttökatetta vuoteen 2025 mennessä, mikä nähdäksemme on kuitenkin optimistinen tavoitetahti kannattavuusparannukselle. Keväällä tehdyn 77 MEUR:n suunnatun annin myötä WithSecuren tase on erittäin vahva ja mahdollistaa tarvittavat kasvuinvestoinnit.

WithSecuren markkinat ovat suuret ja vahvasti kasvavat

WithSecure toimii voimakkaasti kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla. Pelkästään yhtiön Elements-tuoteportfoliolle relevantti yritystietoturvatuotteiden markkina oli vuonna 2021 noin 16 miljardia dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 20 %:n vauhtia vuoteen 2025 asti. MDR-ratkaisujen markkinat (1,2 mrd. dollaria) kasvavat puolestaan noin 17 %:n vuosivauhtia. WithSecuren kanssa kasvavista markkinoista on kilpailemassa lukuisia kilpailijoita ja toimiala on edelleen melko fragmentoitunut. WithSecure profiloituu kilpailukentässä merkittäväksi eurooppalaiseksi vaihtoehdoksi amerikkalaispaineista pääkilpailijajoukkoa vastaan.

Arvostus linjassa kasvuodotustemme kanssa

WithSecuren kehitysvaiheesta johtuen tulospohjaisista kertoimista ei saada lähivuosina tukea osakkeen arvostukselle. Siten näkemyksemme mukaan keskeisin yksittäinen arvostuskerroin on EV/Liikevaihto, jota tulee suhteuttaa WithSecuren kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti menetelmää, jossa tuoteliiketoimintaa ja konsultointiliiketoimintaa hinnoitellaan erikseen niiden hyvin erilaisen kasvu-, kannattavuus ja skaalautumisprofiiliin vuoksi. Sovellamme perusskenaariossa tuoteliiketoiminnalle 3,5x EV/S-kerrointa ja konsultoinnille 1,2x kerrointa, josta WithSecuren vahva nettokassa huomioiden päästään 2,6 euron osakekohtaiseen arvoon. Nykyisellä kurssilla WithSecuren osake näyttää perusskenaariomme nähden neutraalisti hinnoitellulta. Näkemyksemme mukaan kurssinousu vaatisi taakseen ennusteitamme vahvempaa kasvua tai arvostuskertoimien venyttämistä, mikä ei tänä vuonna heikentyneessä kasvuyhtiöiden markkinasentimentissä näytä lyhyellä tähtämellä todennäköiseltä.

Suositus

Vähennä

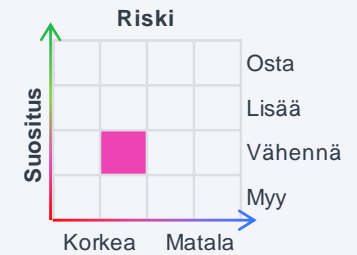
(aik. Lisää)

2,60 EUR

(aik. 5,60 EUR)

Osakekurssi:

2,53



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	130	137	156	174
kasvu-%	-41 %	6 %	13 %	12 %
EBIT oik.	-26,8	-29,7	-18,3	-7,4
EBIT-% oik.	-20,6 %	-21,7 %	-11,7 %	-4,2 %
Nettotulos	-35,1	-33,0	-16,4	-8,0
EPS (oik.)	-0,20	-0,14	-0,08	-0,03

P/E (oik.)	0,0	neg.	neg.	neg.
P/B	0,0	3,2	3,6	3,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	0,0	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA	0,0	neg.	neg.	>100
EV/Liikevaihto	0,0	2,7	2,5	2,2

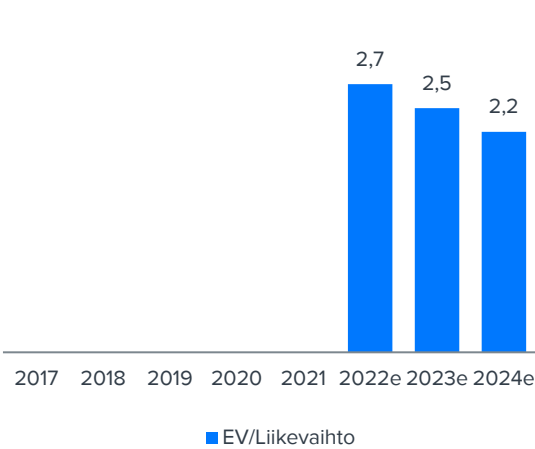
Lähde: Inderes

Ohjeistus

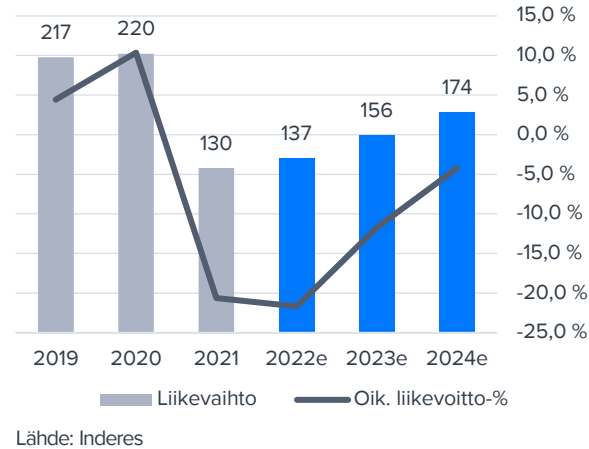
(Ennallaan)

"WithSecure odottaa vertailukelpoisen liikevaihtonsa (122,8 MEUR) kasvavan toistakymmentä prosenttia edellisestä vuodesta. Yhtiö odottaa arvioitua vertailukelpoisen käyttökäteen laskevan edellisestä vuodesta."

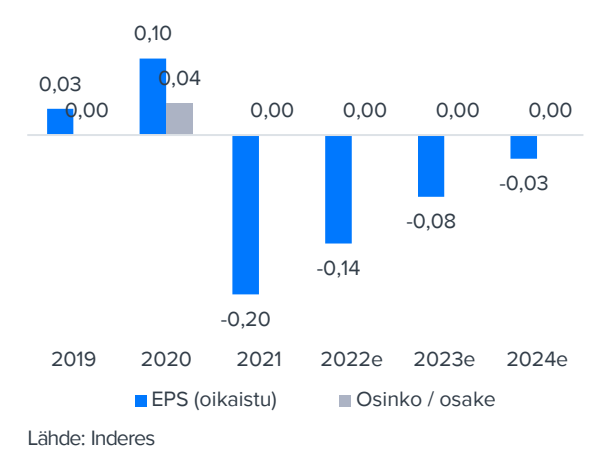
Arvostus



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Yritystietoturvan markkinan kysyntänäkymät vahvat
- Pilvipohjaisten tuotteiden voimakas kasvu
- WithSecurella hyvät edellytykset investoida kasvuun
- Skaalautuva ja luonteeltaan jatkuva liiketoimintamalli



Riskitekijät

- Markkinan kireä kilpailutilanne ja nopea muutosnopeus
- Onnistuminen yritystietoturvan kasvuinvestoinneissa
- Kyberturvamarkkina potentiaalisesti yli-investoitu

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,53	2,53	2,53
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	442	442	442
Yritysarvo (EV)	371	383	386
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	9,4	neg.	neg.
P/B	3,2	3,6	3,8
P/S	3,2	2,8	2,5
EV/Liikevaihto	2,7	2,5	2,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	>100
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet päivitetty huomioimaan kuluttajatietoturvasta irtaantuminen

Olemme seuraavilla sivuilla avanneet tarkemmin pelkkään yritystietoturvaan keskittyvän WithSecuren ennusteitamme.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	249	137	-45 %	269	156	-42 %	291	174	-40 %
Käyttökate ilman kertaeriä	33,3	-19,8	-159 %	36,2	-8,6	-124 %	51,8	1,8	-96 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,0	-29,7	-286 %	25,6	-18,3	-171 %	41,0	-7,4	-118 %
Liikevoitto	0,1	-40,7	-56582 %	22,8	-21,1	-192 %	38,2	-10,2	-127 %
Tulos ennen veroja	-1,0	-41,6	4153 %	22,3	-21,6	-197 %	37,7	-10,6	-128 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,06	-0,14	-320 %	0,11	-0,08	-171 %	0,18	-0,03	-117 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,00	-100 %	0,06	0,00	-100 %	0,07	0,00	-100 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme WithSecuren liikevaihdon kehitystä yhtiön raportoimien kolmen erän kautta (pilvipohjaiset tuotteet, paikallisesti hallinnoidut tuotteet ja konsultointi). WithSecure panostaa strategiassaan erityisesti pilvipohjaisiin tuotteisiin, joiden odotamme toimivan kasvun ajurina tulevina vuosina. Samaan aikaan ennustamme paikallisesti hallinnoitujen tuotteiden liikevaihdon asteittain laskevan noin 5-6 %:n vuosivauhtia WithSecuren pyrkiessä siirtämään asiakkuuksia pilvipohjaisiin ratkaisuihin. Konsultoinnissa kysyntänäkymä on lähivuosille hyvä, mutta osajien saatavuus toimii kasvun pullonkaulana. Divestointien myötä myös raportoitu lähtötaso liikevaihdolle laskee tänä vuonna edellisvuodesta.

Arviomme mukaan WithSecuren tuoteliikevaihdesta vielä merkittävä osa tulee päätelaitteiden suojaustuotteista (EPP). Uudemmat ratkaisut (esim. MDR ja EDR) ovat kuitenkin kasvaneet jo mittaluokkaan, missä ne alkavat yhä selkeämmin näkyä liikevaihdon kasvussa. Erityisesti tuotteiden paketointi isommiksi kokonaisratkaisuuksi Elements-alustan kautta tarjoaa selkeä potentiaalia lisää/ristiinmyyntiin WithSecuren laajaan EPP-asiakaskuntaan. Uudemmissa tuotteista myös Cloud Protection for Salesforce on noussut kasvun kannalta tärkeäksi tuotteeksi.

Pidämme WithSecuren taloudellisia tavoitteita erittäin kunnianhimoisina ja omat ennusteemme ovat tässä vaiheessa niitä varovaisempia. Yhtiö tavoittelee liikevaihtonsa tuplaamista organisaation vuoteen 2025 mennessä (= lv. n. 260 MEUR), kun ennusteemme on noin 192 MEUR:ssa. Ennusteellamme liikevaihto saavuttaa yhtiön

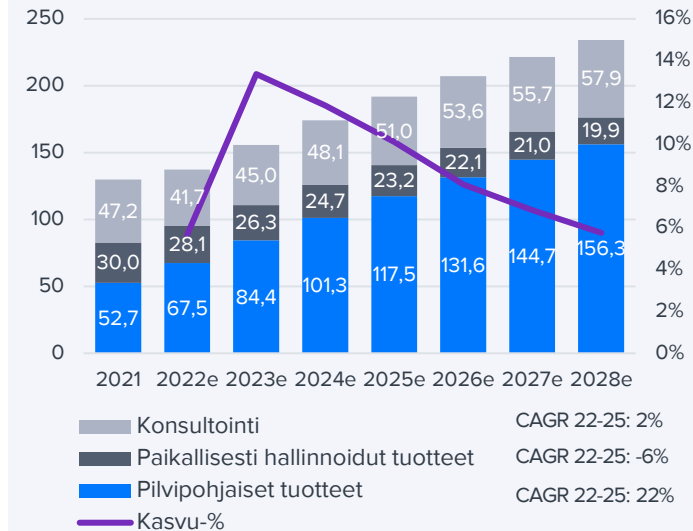
tavoitetason tämän vuosikymmenen lopussa.

Kannattavuuden osalta WithSecure tavoittelee nollatason kannattavuutta vuonna 2023 ja noin 20 %:n oikaistua käyttökate vuoteen 2025 mennessä, mikä nähdäksemme on optimistinen tavoitetahti kannattavuusparannukselle. Nykyisellä ennusteellamme tavoitetason mukainen noin 20 %:n kannattavuus saavutetaan tämän vuosikymmenen loppupuolella ja käyttökate kääntyy lievästi plussalle vuonna 2024. Kasvun myötä yhtiön kannattavuusparannukselle on kuitenkin selvät edellytykset. Pilvipohjaisten tuotteiden kasvaessa yhtiön bruttomarginaalin (2021: 68 %) pitäisi nousta vielä useita prosenttiyksikköjä, sillä tuotteiden tavoitellut bruttomarginaalit ovat jopa yli 90 %:n tasolla. Samalla muiden operatiivisten kuluerien (myynti ja markkinointi, tuotekehitys ja hallinto) pitäisi skaalautua kasvun mukana. Emme odota WithSecuren maksavan osinkoja keskipitkällä aikavälillä, vaan yhtiön ohjaavan pääomansa kasvun tavoitteluun.

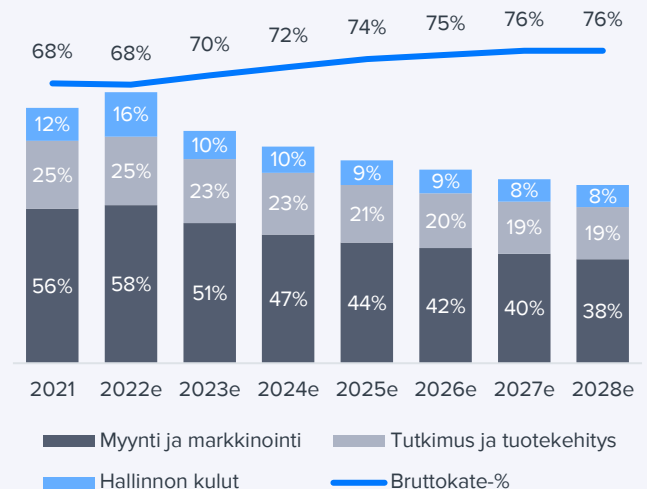
Vuoden 2022 ennuste

WithSecure ohjeistaa tälle vuodelle vertailukelpoisen liikevaihdon (122,8 MEUR) (konsultoinnin divestoinneista oikaistu) kasvavan kuluvana vuonna ”toistakymmentä prosenttia” (eng. ”low double-digit”). Kasvua ajaa etenkin pilvipohjaiset tuotteet, joiden odotetaan kasvavan noin 30 %. WithSecure arvioi vertailukelpoisen käyttökateen (2021: -11,3 MEUR) laskevan edellisvuodesta, jota selittää lisäinvestoinnit uusiin tuotealueisiin sekä myynti- ja markkinointikulujen kasvu mm. brändin uudistamisen vuoksi. Vertailukelpoisen käyttökateen yhtiö odottaa kuitenkin paranevan H2:lla alkuvuoteen nähden.

Liikevaihto ja kasvu-%



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/2

Ennusteemme on linjassa WithSecuren näkymien kanssa ja odotamme noin 12 %:n vertailukelpoista kasvua, mikä tarkoittaa raportoidun liikevaihdon kasvavan 6 % 137,3 MEUR:oon. Oikaistun käyttökateen ennustamme heikentyvän -19,8 MEUR:oon, mikä vastaa noin -18 MEUR:n WithSecuren ohjeistamaa ”arvioitua vertailukelpoista käyttökateetta”.

Vuosien 2023-2026 ennusteet

Vuosina 2023-2024 odotamme pilvipohjaisten tuotteiden kasvavan 25-20 %:n vuosivauhtia samalla kun paikallisesti hallinnoitavien tuotteiden liikevaihto laskee 6 % vuodessa. Konsultoinnissa odotamme kysynnän elpymisen jatkuvan koronan jäljiltä ja liikevaihdon kasvavan 8-7 %. Näin kokonaisliikevaihto kasvaa 13-12 %.

Arviomme mukaan kasvun kiihdyttäminen rasittaa vielä lähivuosien tuloskehitystä, mutta odotamme paranevan bruttomarginaalin ja kustannusten skaalautumisen pienentävän nopeasti WithSecuren tappioita nykytasolta.

Ennusteellamme oikaistu käyttökate-% paranee -5,5 %:iin vuonna 2023 ja kääntyy 1 %:n plussalle vuonna 2024. Oikaistun liikevoiton tasolla tulos jää tällöin vielä lievästi pakkasen puolelle.

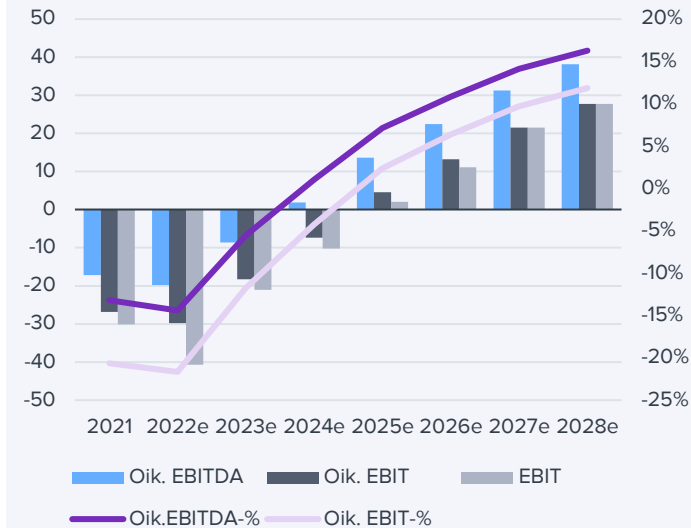
Vuosina 2025-2026 odotamme WithSecuren liikevaihdon kasvavan pilvipohjaisten tuotteiden vedolla 10-8 % ja oikaistun käyttökateen nousevan 7-11 %:n tasolle. Arviomme mukaan kasvu erittäin kilpailuilla yritystietoturvan markkinoilla vaatii merkittäviä panostuksia tuotekehitykseen ja myyntiin, mikä jarruttaa ennusteessamme kannattavuuden paranemista WithSecuren tavoittelemaan tahtiin nähden.

Pitkän aikavälin ennusteet

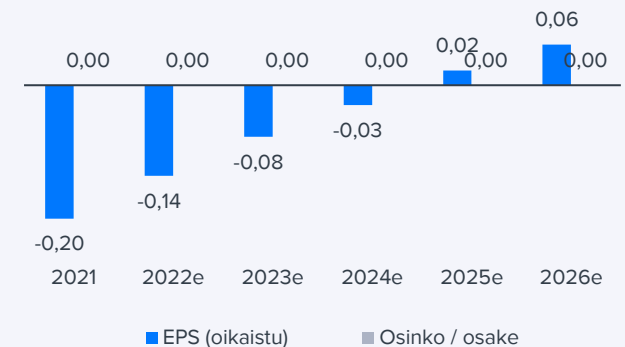
Vuosina 2027-2030 WithSecuren kasvuvauhti laskee ennusteessamme asteittain 7 %:sta 4 %:iin. Tämän jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on asetettu 2,5 %:iin vuodesta 2031 eteenpäin.

Ennustamme WithSecuren oikaistun käyttökatemarginaalin olevan 14 % vuonna 2027 ja nousevan tästä asteittain 21 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Liikevoiton tasolla nämä tarkoittavat 10-17 %:n marginaalia. Ikuisuusoletuksessa oletamme käyttökateen olevan 23 % (EBIT: 19 %). Skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan valossa WithSecurella olisi hyvässä skenaariossa edellytyksiä ennusteitamme parempaan kannattavuuteen. Kyberturvamarkkinan kova kilpailupaine ja muutosnopeus luovat kuitenkin epävarmuutta pitkän aikavälin kestävän kannattavuustason arviointiin. Ennusteessamme tämän vuosikymmenen lopussa myös konsultointi vastaa vielä noin 20 % liikevaihdosta, mikä osaltaan rajoittaa kannattavuuspotentiaalia. Mielestämme WithSecurella on myös vielä todistettavaa vahvan kasvu- ja kannattavuuskehityksen ylläpidosta ennen kuin yhtiön tavoitteiden mukainen kehitys alkaa vaikuttaa ennusteissa perusskenaariolta.

Tuloksen ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	220	31,5	31,8	32,1	34,5	130	32,4	33,2	34,5	37,3	137	156	174	192
Pilvipohjaiset tuotteet		11,8	12,7	13,5	14,7	52,7	15,2	15,9	17,4	19,0	67,5	84,4	101	117
Paikallisesti hallinnoidut tuotteet		7,7	7,5	7,4	7,4	30,0	7,1	7,1	7,0	7,0	28,1	26,3	24,7	23,2
Konsultointi		12,0	11,6	11,2	12,4	47,2	10,0	10,2	10,1	11,4	41,7	45,0	48,1	51,0
Käyttökate ilman kertaeriä	35,7	-3,2	-5,5	-3,1	-5,5	-17,2	-7,0	-5,5	-3,9	-3,4	-19,8	-8,6	1,8	13,7
Käyttökate	35,7	-3,2	-5,5	-3,1	-4,9	-16,7	-11,4	-9,2	-3,9	-3,4	-27,9	-8,6	1,8	13,7
Poistot ja arvonalennukset	-16,0	-3,1	-3,1	-3,0	-4,3	-13,5	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-12,8	-12,4	-12,0	-11,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,9	-5,5	-7,8	-5,4	-8,0	-26,8	-9,4	-8,0	-6,4	-5,9	-29,7	-18,3	-7,4	4,5
Liikevoitto	19,7	-6,3	-8,6	-6,1	-9,2	-30,1	-14,6	-12,4	-7,1	-6,6	-40,7	-21,1	-10,2	2,0
Nettorahoituskulut	-3,2	0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,5	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	16,5	-6,0	-8,9	-6,3	-9,2	-30,4	-14,9	-12,6	-7,3	-6,8	-41,6	-21,6	-10,6	1,7
Verot	-3,6	-1,5	-0,5	-1,5	-1,2	-4,7	1,9	3,2	1,8	1,7	8,6	5,2	2,5	-0,4
Nettotulos	12,9	-7,5	-9,4	-7,8	-10,4	-35,1	-13,0	-9,5	-5,5	-5,1	-33,0	-16,4	-8,0	1,3
EPS (oikaistu)	0,10	-0,04	-0,05	-0,05	-0,06	-0,20	-0,05	-0,03	-0,03	-0,03	-0,14	-0,08	-0,03	0,02
EPS (raportoitu)	0,08	-0,05	-0,06	-0,05	-0,07	-0,22	-0,08	-0,05	-0,03	-0,03	-0,19	-0,09	-0,05	0,01

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	1,3 %	-42,5 %	-40,0 %	-41,0 %	-40,4 %	-41,0 %	2,7 %	4,2 %	7,3 %	8,2 %	5,7 %	13,4 %	11,9 %	10,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	138,3 %	-236,5 %	-214,6 %	-170,5 %	-286,7 %	-217,2 %	71,6 %	2,4 %	18,0 %	-26,7 %	11,0 %	-38,6 %	-59,5 %	-161,3 %
Käyttökate-%	16,2 %	-10,1 %	-17,4 %	-9,6 %	-14,1 %	-12,8 %	-35,2 %	-27,8 %	-11,3 %	-9,1 %	-20,3 %	-5,5 %	1,1 %	7,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,4 %	-17,5 %	-24,6 %	-16,8 %	-23,3 %	-20,6 %	-29,2 %	-24,2 %	-18,5 %	-15,8 %	-21,7 %	-11,7 %	-4,2 %	2,4 %
Nettotulos-%	5,8 %	-23,8 %	-29,6 %	-24,4 %	-30,1 %	-27,0 %	-40,1 %	-28,6 %	-15,8 %	-13,6 %	-24,0 %	-10,5 %	-4,6 %	0,7 %

Lähde: Inderes, Huom. 2020 luvuissa vielä mukana kuluttajätietoturva

Sijoitusprofiili

1.

Voimakas kasvuhakuisuus

2.

Suuri ja nopeasti kasvava markkina

3.

Skaalautuva ja jatkuvaluonteinen liiketoimintamalli

4.

Vahva tase mahdollistaa investoinnit kasvuun

5.

Selkeä polku kasvuvaiheen jälkeen hyvään kannattavuuteen

Potentiaali



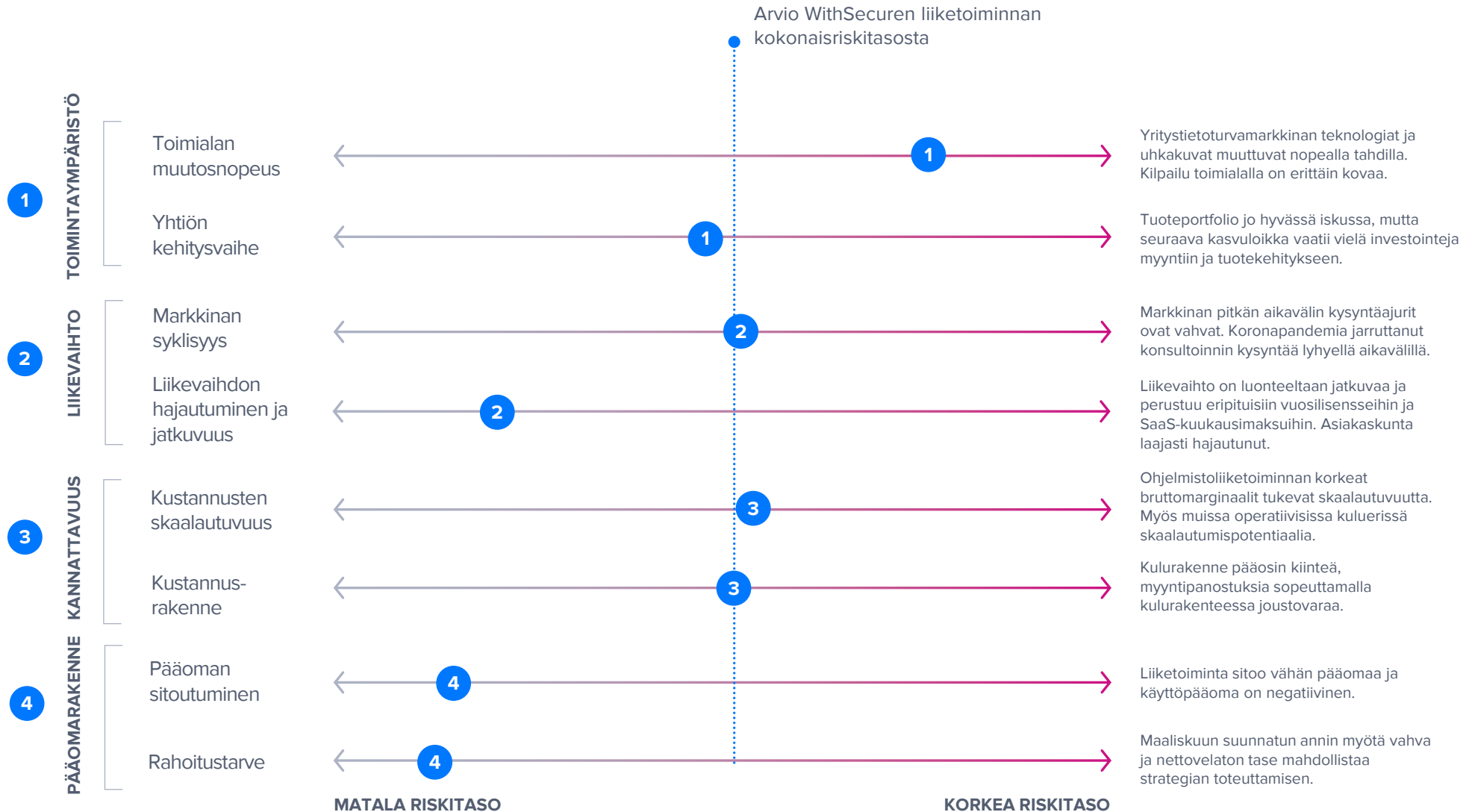
- Pilvipohjaisten tuotteiden voimakas kasvu
- Tuoteliiketoiminnan korkeat bruttomarginaalit mahdollistavat pitkällä aikavälillä hyvän kannattavuuden
- Tuoteportfolio ja myyntikanavat jo pitkälle rakennettuja
- Yritystietoturvan markkinan kysyntänäkymät vahvat

Riskit



- Toimiala potentiaalisesti yli-investoitu, mikä näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä
- Onnistuminen yritystietoturvan kasvuinvestoinneissa
- Markkinan kireä kilpailutilanne ja nopea muutosnopeus
- Kasvu voi vaatia yhtiön tavoitteita suurempia panostuksia

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvostus 1/2

Kasvuvaiheessa arvostus nojaa liikevaihtokertoimeen

WithSecuren kehitysvaiheesta johtuen tulos pohjaisista kertoimista ei saada lähivuosina tukea osakkeen arvostukselle. Siten näkemyksemme mukaan keskeisin yksittäinen arvostuskerroin on EV/Liikevaihto, jota tulee suhteuttaa WithSecuren kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti menetelmää, jossa tuoteliiketoimintaa ja konsultointiliiketoimintaa hinnoitellaan erikseen niiden hyvin erilaisen kasvu-, kannattavuus ja skaalautumisprofiilin vuoksi.

WithSecuren osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia voidaan havainnollistaa olettamalla yhtiön yltävän jo tänä vuonna yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitetta heijastelemaan 15-20 %:n EBIT-%:iin. Tällöin osakkeen P/E-luku olisi noin 23x-32x ja EV/EBIT 12x-16x. Teoriassa hurjasta kannattavuusparannuksesta huolimatta kertoimet eivät näytä vielä erityisen matalilta, mikä kertoo WithSecuren nykyisen arvostuksen vaativan taakseen hyvää kasvua tulevina vuosina.

Tuoteliiketoimintaa ja konsultointia tulee mielestämme hinnoitella hyvin erilaisin kertoimin

WithSecure avaa konsultoinnin ja tuotteiden osuuden liikevaihdosta, minkä pohjalta olemme arvioineet erikseen näiden liiketoimintojen arvot. Henkilöstövetoisena ja siten heikommin skaalautuvana konsultoinnin (lv. 2022e 42 MEUR) liikevaihtokertoimeen liittyy näkemyksemme mukaan vähemmän tulkittavaa. Hyvän vertailukohtana voidaan käyttää esimerkiksi IT-palveluyhtiöiden kertoimia. Siten olemme asettaneet konsultoinnin liikevaihtokertoimen 1,0x-1,4x haarukkaan.

Tuoteliikevaihdon (2022e: 96 MEUR) hinnoittelukerroin on lopulta kiinni siitä, miten hyvin WithSecure onnistuu kasvun kiihdyttämisessä tulevien vuosien aikana. Yhtiön kasvutavoitteiden mukaisella vauhdilla tuoteliikevaihdon pitäisi kasvaa selvästi yli 20 %:n vuosivauhtia, jolloin hyväksyttävä liikevaihtokerroin voisi heijastella lähemmäs globaalien kyberturverrokkien tasoa (2022e: 6,5x). Lähivuosina WithSecuren kannattavuus jää vielä vaatimattomaksi ja siten tällä hetkellä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä on moniin nopeasti kasvaviin tuoteyhtiöihin peilattuna melko matala. Tätä kokonaisuutta punniten hinnoitlemme tuoteliikevaihtoa neutraalissa skenaariossa 3,5x liikevaihtokertoimella haarukan ollessa 2,5x-4,5x. Vertailun vuoksi McAfeen yritysliiketoiminnot myytiin maaliskuussa 2021 pääomasijoittajalle 3,1x liikevaihtokertoimella.

Edellä mainittuja oletuksia soveltamalla WithSecuren velaton arvo neutraalissa skenaariossa on 385 MEUR haarukan ollessa 281-489 MEUR. Arviomme mukaan jakautumisessa valtaosa WithSecuren kassasta jää yhtiölle, ja kuluvan vuoden ennustamamme tappiot huomioiden nettokassa olisi vuoden lopussa noin 71 MEUR. Näin WithSecuren osakekannan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa 455 MEUR (2,6 EUR/osake) haarukan ollessa 2,0-3,2 euroa osakkeelta.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,53	2,53	2,53
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	442	442	442
Yritysarvo (EV)	371	383	386
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	9,4	neg.	neg.
P/B	3,2	3,6	3,8
P/S	3,2	2,8	2,5
EV/Liikevaihto	2,7	2,5	2,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	>100
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osien summa-laskelma

WithSecure	Alalaita	Neutraali	Ylälaita
Liikevaihto 2022e	137	137	137
Tuoteliikevaihto	96	96	96
x hinnoittelukerroin (EV/S)	2,5x	3,5x	4,5x
Tuoteliiketoiminnan arvo	239	335	430
Konsultointiliikevaihto	42	42	42
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,0x	1,2x	1,4x
Konsultointi arvo	42	50	58
Yritysarvo	281	385	489
+ Nettokassa 2022 lopussa	71	71	71
Osakekannan arvo	351	455	559
<i>Osakekohtainen arvo</i>	<i>2,0</i>	<i>2,6</i>	<i>3,2</i>

Arvostus 2/2

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo WithSecurelle on 450 MEUR, eli 2,6 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 19 % ja kasvun 2,5 %. Käyttökatteella mitattuna kannattavuus vastaa 23 %:n marginaalia, mikä on hieman yli WithSecuren keskipitkän aikavälin tavoitteiden. Näemme yhtiöllä pitkällä aikavälillä edellytyksiä myös jonkin verran parempaan kannattavuuteen ohjelmistoliiketoiminnan vahvan kasvun kautta, mutta tässä kohtaa pitkän aikavälin oletusten suhteen on syytä käyttää varovaisuutta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,6 %:iin. Mielestämme taso on nykyisessä kiristyneessä korkoympäristössä hyvinkin perusteltu ennustamaamme kasvuvauhtiin ja kannattavuusparannukseen peilattuna. Strategian edetessä ja kannattavuuden parantuessa näemme, että tuottovaatimuksessa voisi olla lievää laskupainetta. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 72 % velattomasta arvosta, mikä osaltaan kertoo suuren osan WithSecuren arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevista kassavirroista lisäten epävarmuutta. Olemme vieressä havainnollistaneet DCF-mallimme herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa.

DCF-arvon herkkyyks tuottovaateelle

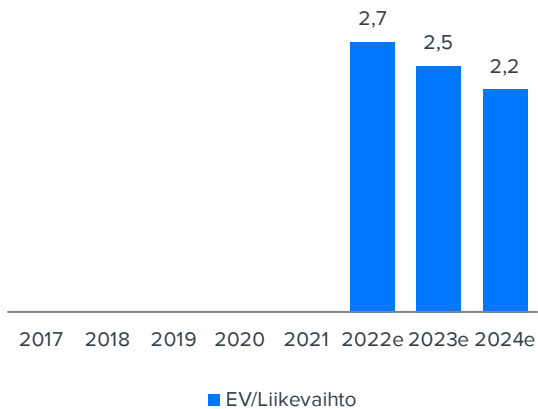


Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi						2,53	2,53	2,53	2,53
Osakemäärä, milj. kpl						174,5	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo						442	442	442	442
Yritysarvo (EV)						371	383	386	381
P/E (oik.)						neg.	neg.	neg.	>100
P/E						neg.	neg.	neg.	>100
P/Kassavirta						9,4	neg.	neg.	75,0
P/B						3,2	3,6	3,8	3,8
P/S						3,2	2,8	2,5	2,3
EV/Liikevaihto						2,7	2,5	2,2	2,0
EV/EBITDA (oik.)						neg.	neg.	>100	27,9
EV/EBIT (oik.)						neg.	neg.	neg.	84,0
Osinko/tulos (%)						0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%						0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



Verrokkiryhmän arvostus

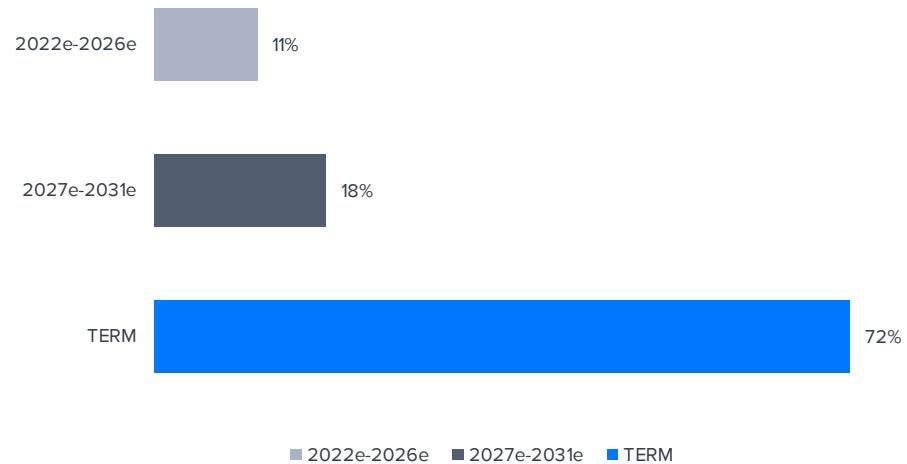
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Mandiant Inc	21,7	4910	4310			215,6		8,0	6,5		
Trend Micro Inc	6690,0	6620	4813	15,5	14,3	11,4	10,6	3,2	3,0	29,1	27,2
Rapid7 Inc	66,6	3713	4265	223,1	94,4	97,9	61,9	6,5	5,3	613,2	133,2
Fortinet Inc	56,4	43325	42240	40,2	32,6	36,9	29,5	10,1	8,3	55,4	45,6
Cyberark Software Ltd	128,2	4971	4595				334,7	8,1	6,6		
Palo Alto Networks Inc		46951	46761	47,4	37,0	41,3	33,3	8,9	7,3	66,2	53,3
Check Point Software Technologies Ltd	122,5	14995	13334	13,7	12,8	13,4	12,8	6,1	5,8	16,9	15,3
Qualys Inc	126,2	4673	4237	26,9	24,1	22,7	19,9	9,2	7,9	40,1	35,9
NCC Group PLC	184,4	671	798	14,4	12,3	11,4	9,9	2,2	2,0	17,2	14,5
Nixu Oyj	5,6	42	45	45,1	18,0	15,0	10,0	0,8	0,7		15,6
CrowdStrike	170,1	37319	35985	216,5	116,7	166,0	95,3	26,3	17,1	289,2	139,7
Tenable Holdings Inc	45,4	4791	4639	106,3	63,6	83,2	51,9	7,2	6,0	252,3	111,9
SolarWinds Corp	10,1	1570	2654	10,1	8,7	9,2	8,5	3,8	3,5	11,1	9,5
SecureWorks Corp	10,8	879	702	662,0		71,7		1,4	1,5		
Splunk Inc	90,1	13579	15886		245,3		107,8	6,5	5,0		444,3
SailPoint Technologies Holdings Inc	62,9	5641	5614					11,3	9,4		
Tufin Software Technologies Ltd	12,6	459	380					3,2	2,9		
Cloudflare Inc	44,3	13617	13338	1065,7	397,4	132,7	85,5	14,6	10,7	1527,6	491,8
Ping Identity Holding Corp	17,6	1476	1552		162,2		75,3	4,8	4,1		
Varonis Systems Inc	29,8	3065	2534	90,8	53,7	65,3	37,5	5,4	4,5	170,8	80,8
Telos Corp	8,09	523	422	37,9	43,0	21,5	14,3	1,9	1,6	48,0	26,2
Sumo Logic Inc	7,42	827	533					2,3	1,9		
Knowbe4 Inc	15,58	2609	2324	82,5	53,6	54,5	38,6	7,3	5,8	114,9	73,1
Darktrace PLC	292,20	2385	2067	107,9	142,6	35,0	30,3	5,3	4,0	119,6	190,5
SentinelOne Inc	23,28	6209	4666					24,5	12,1		
WithSecure (Inderes)	2,53	442	371	-12,5	-21,0	-13,3	-44,4	2,7	2,5	-18,5	-32,5
Keskiarvo				165,0	85,1	52,3	64,2	7,6	5,7	224,8	112,3
Mediaani				47,4	48,3	36,9	35,4	6,5	5,3	66,2	53,3
Erotus-% vrt. mediaani				-126 %	-143 %	-136 %	-225 %	-58 %	-54 %	-128 %	-161 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	-30,1	-40,7	-21,1	-10,2	2,0	11,1	21,5	27,8	36,9	43,5	49,8	
+ Kokonaispoistot	13,5	12,8	12,4	12,0	11,7	11,3	9,8	10,3	10,4	10,6	10,6	
- Maksetut verot	-4,2	8,7	5,2	2,5	-0,4	-2,6	-4,9	-6,4	-8,5	-10,0	-11,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	0,6	-2,9	0,1	0,8	1,4	1,4	0,5	0,0	0,8	0,3	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-20,3	-22,3	-3,5	5,0	14,6	21,3	26,8	31,7	39,6	44,4	49,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,9	-1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	
- Bruttoinvestoinnit	-15,6	-6,5	-8,8	-9,1	-9,5	-9,9	-10,2	-10,4	-10,7	-10,7	-10,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-34,9	-30,1	-11,5	-3,3	5,9	12,2	17,5	22,1	29,8	34,6	39,7	
+/- Muut	0,0	77,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-34,9	46,9	-11,5	-3,3	5,9	12,2	17,5	22,1	29,8	34,6	39,7	667
Diskontattu vapaa kassavirta		45,0	-10,2	-2,7	4,4	8,4	11,1	12,9	16,1	17,2	18,1	305
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		425	380	390	393	389	380	369	356	340	323	305
Velaton arvo DCF		425										
- Korolliset velat		-28,4										
+ Rahavarat		52,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		450										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,90 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	119	147	139	135	132
Liikearvo	81,9	85,1	85,1	85,1	85,1
Aineettomat hyödykkeet	18,0	43,3	37,6	34,4	31,6
Käyttöomaisuus	14,1	12,7	10,8	10,0	9,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	4,0	4,1	4,0	4,0	4,0
Vaihtuvat vastaavat	103	109	129	115	105
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Myyntisaamiset	50,9	54,7	34,3	38,9	42,7
Likvidit varat	51,4	52,9	92,7	74,8	60,2
Taseen loppusumma	238	246	259	242	228

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	82,3	95,5	139	123	115
Osakepääoma	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Kertyneet voittovarot	79,6	87,8	54,7	38,4	30,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,2	6,1	83,1	83,1	83,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	50,6	45,7	42,9	37,7	33,4
Laskennalliset verovelat	1,3	1,9	1,9	1,9	1,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	23,9	17,6	16,0	10,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	25,3	26,3	25,0	25,8	26,5
Lyhytaikaiset velat	105	105	76,8	81,5	80,0
Lainat rahoituslaitoksilta	15,9	10,8	6,0	6,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	83,3	90,1	70,0	74,7	79,2
Muut lyhytaikaiset velat	5,7	4,2	0,8	0,8	0,8
Taseen loppusumma	238	246	259	242	228

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	217,3	220,2	130,0	137,3	155,7	EPS (raportoitu)	0,02	0,08	-0,22	-0,19	-0,09
Käyttökate	31,1	35,7	-16,7	-27,9	-8,6	EPS (oikaistu)	0,03	0,10	-0,20	-0,14	-0,08
Liikevoitto	7,2	19,7	-30,1	-40,7	-21,1	Operat. kassavirta / osake	0,20	0,25	-0,13	-0,13	-0,02
Voitto ennen veroja	4,2	16,5	-30,4	-41,6	-21,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,07	0,23	-0,22	0,27	-0,07
Nettovoitto	3,4	12,9	-35,1	-33,0	-16,4	Omapääoma / osake	0,48	0,52	0,60	0,80	0,70
Kertaluontoiset erät	-2,4	-3,2	-3,3	-10,9	-2,8	Osinko / osake	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	229,4	237,8	246,2	259,1	242,2	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	1 %	-41 %	6 %	13 %
Oma pääoma	76,2	82,3	95,5	139,4	123,0	Käyttökateen kasvu-%	126 %	15 %	-147 %	67 %	-69 %
Liikearvo	88,4	81,9	85,1	85,1	85,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-9 %	138 %	-217 %	11 %	-39 %
Nettovelat	15,8	-11,6	-24,6	-70,7	-58,8	EPS oik. kasvu-%	-25 %	193 %	-308 %	-32 %	-43 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	14,3 %	16,2 %	-12,8 %	-20,3 %	-5,5 %
Käyttökate	31,1	35,7	-16,7	-27,9	-8,6	Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	10,4 %	-20,6 %	-21,7 %	-11,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,0	10,0	0,6	-2,9	0,1	Liikevoitto-%	3,3 %	8,9 %	-23,2 %	-29,6 %	-13,5 %
Operatiivinen kassavirta	32,0	39,4	-20,3	-22,3	-3,5	ROE-%	4,7 %	16,2 %	-39,5 %	-28,1 %	-12,5 %
Investoinnit	-30,4	-5,5	-15,6	-6,5	-8,8	ROI-%	6,5 %	16,4 %	-24,5 %	-28,5 %	-14,0 %
Vapaa kassavirta	-10,8	36,6	-34,9	46,9	-11,5	Omavaraisuusaste	49,0 %	52,5 %	59,6 %	72,9 %	71,5 %
						Nettovelkaantumisaste	20,8 %	-14,1 %	-25,8 %	-50,7 %	-47,8 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,3	2,7	5,9	2,7	2,5						
EV/EBITDA (oik.)	15,9	16,7	neg.	neg.	neg.						
EV/EBIT (oik.)	51,8	26,0	neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	92,5	39,8	neg.	neg.	neg.						
P/B	6,3	7,4	8,2	3,2	3,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden 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), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi 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 jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.2.2021	Vähennä	3,60 €	3,92 €
30.4.2021	Vähennä	3,80 €	4,09 €
15.7.2021	Vähennä	4,00 €	4,30 €
1.9.2021	Vähennä	4,60 €	4,79 €
22.10.2021	Vähennä	4,80 €	4,95 €
17.11.2021	Vähennä	5,30 €	5,46 €
20.1.2022	Lisää	4,80 €	4,36 €
18.2.2022	Lisää	4,80 €	4,24 €
28.4.2022	Lisää	5,60 €	5,21 €
6.6.2022	Lisää	5,60 €	4,98 €
Kuluttajatieturva irtosi osakkeesta 1.7.2022			
2.7.2022	Vähennä	2,60 €	2,53 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**