

F-Secure

Laaja raportti

9/2020

Kasvun piristymisen odotus jatkuu

F-Secure on investoinut viimeiset 5 vuotta merkittävästi yritystietoturvaan, ja uusien tuote- ja palvelualueiden hedelmät alkavat olla kypsiä poimittaviksi kiihtyvän kasvun muodossa koronatilanteen hellittäessä. Kuluttajatietoturvan tasainen tuloskehitys antaa samalla selkänöjää jatkaa investointeja yrityspuolen kasvualueille, ja kokonaisuutena yhtiön vakaa ja jatkuvaluonteinen ohjelmistoliiketoiminta tasaa riskejä koronan kohottaessa edelleen epävarmuutta lyhyellä aikavälillä. Mielestämme yhtiön vakaa kasvunäkymä on kuitenkin jo hinnoiteltu osakkeeseen ja siten tuotto/riski-suhde on neutraali. Toistamme F-Securen vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehinnan 3,0 euroon (aik. 2,9 EUR).

Muutos päätelaiteiden tietoturvyhtiöstä kyberturvyhtiöksi loppusuoralla

F-Securelle on kehittynyt sen historian myötä vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvahkien torjunnassa. Yhtiön päätelaiteiden suojaustuotteisiin painottuva liiketoimintamalli on hyvin vakaalla pohjalla sekä luonteeltaan jatkuva ja skaalautuva, mikä antaa yhtiölle hyvän perustan investoida kyberturvamarkkinan kasvualueille. Markkinan muutos uhkien torjunnasta niiden havainnointiin ja reagointiin on asettanut viimeisen 5 vuoden aikana F-Securen kaltaiselle vakiintuneelle ja kuluttajaliiketoimintaan historiallisesti keskittyneelle toimijalle myös haasteita ja muutospaineen. F-Secure on vastannut muutokseen yrityskaupoin, kehittämällä ja yhtenäistämällä tuote- ja palvelutarjontaansa sekä rakentamalla jakelukanavia keskisuurten ja suurten yritysten segmenttiin.

Kasvu yritystietoturvassa keskeisin arvoajuri

F-Secure tavoittelee strategiassaan kasvua yritystietoturvassa erityisesti uusien havainnointi- ja reagoitiratkaisujen (MDR ja EDR) avulla, joiden markkinat ovat tällä hetkellä voimakkaassa kasvussa. F-Securen yritystietoturvan nykyiset tuotteet ja palvelut (2020e: 55 % liikevaihdosta) ovat käsityksemme mukaan hyvin kilpailukykyisiä ja viime vuosina laajentunut tarjooma luo ristiinmyyntipotentiaalia. Myyntikanavien rakentaminen on kuitenkin vieny odotettua pidempään, mikä on näkynyt viime vuosina hitaampana orgaanisena kasvuna. Nyt myyntikumppanien osalta palaset alkavat olla kohdillaan, minkä pitäisi tukea kasvua koronan yli katsottuna. Suurimmat investoinnit yritystietoturvaan ovat myös takanapäin ja siten kasvun pitäisi alkaa näkyä jatkossa myös kannattavuudessa. Kuluttajatietoturvassa F-Secure tavoittelee vakaata kasvua ja vahvaa kannattavuutta, ja tällä hetkellä näkymä on hyvä.

Toimialaan kohdistunut investointialto näkyy kiristyneenä kilpailuna

Kyberturvyhtiöt ratkaisevat yhtä digitalisoituvan yhteiskunnan suurinta ongelmaa, minkä takia markkinan kysyntäfundamentit ovat isossa kuvassa erinomaisia, vaikka koronapandemia on vaikeuttanut myyntiä sekä pakottanut yrityksiä lykkäämään ja perumaan joitakin kyberturvaprosjekteja. Globaali kyberturvallisuuden markkina on tänä vuonna kooltaan noin 124 mrd. dollaria ja kasvaa noin 8 % vuosittain. F-Securen liiketoiminta painottuu vielä yleistä markkinaa hitaammin kasvaville vakiintuneille tuotealueille, mutta nopeasti kasvavien havainnointi- ja reagoitutuotteiden sekä kyberturvapalveluiden osuus yhtiön liiketoiminnasta kasvaa jatkuvasti strategian edetessä. Sijoituskohteena kyberturvassektori on sen kasvunäkymistä huolimatta muuttunut mielestämme haastavaksi, kun viimeisen 10 vuoden ajan sektorille vyörynyt investointialto on näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen tuntuvana kiristymisenä. Näemme kiristyvän kilpailun niin yhtiön vakiintuneilla tuotealueilla kuin tavoitelluilla kasvualueille edelleen selkeänä uhkatekijänä.

Vakaa kasvunäkymä on jo hinnoiteltu osakkeeseen

F-Securen arvostus on liikevaihtokertoimella (2020e-2021e EV/S 2,2x-2,0x) kyberturvasektorin arvostustason (2020e mediaani EV/S 7,3x) valossa matala. Emme näe kertoimissa lyhyellä tähtäimellä kuitenkaan perusteltua nousuvaraa, sillä yhtiön liikevaihdosta merkittävä osa muodostuu vielä hitaasti kasvavilta tuotealueilta (EPP ja kuluttajat) sekä heikommin skaalautuvasta konsultoinnista. Nykyisellä kasvunäkymällä osakkeen arvostus näyttää neutraalilta myös osien summa-laskelmamme valossa. Lähivuosien tuloksetoimista (2020e-2021e oik. P/E 39x-33x) ei saada arvostukselle juurikaan tukea.

Analytytikot

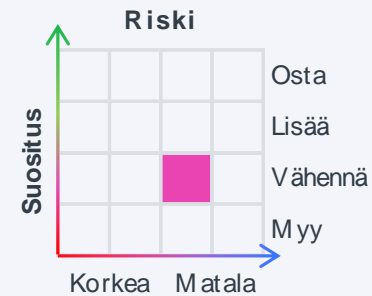


Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi



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

Suositus



Vähennä

(aik. Vähennä)

3,0 EUR

(aik. 2,9 EUR)

Osakekurssi:

3,06 EUR

Potentiaali:

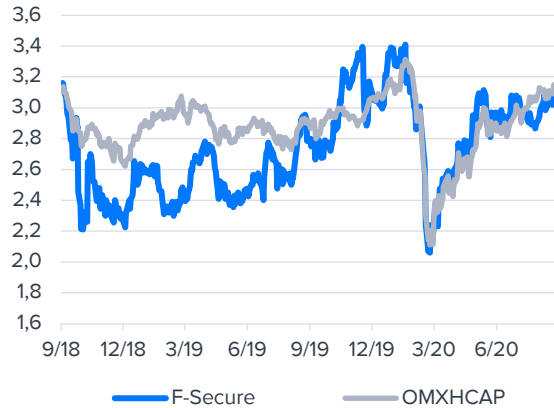
-2,0 %

Avainluvut

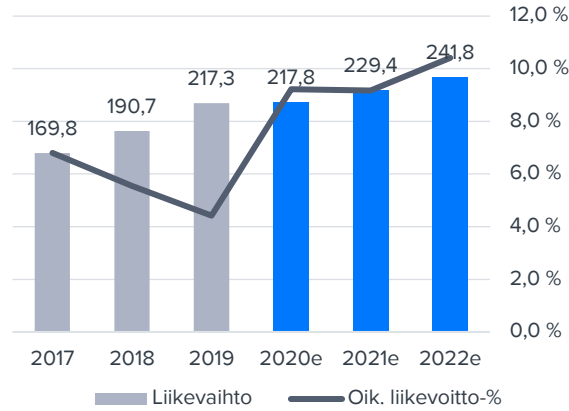
	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	217	218	229	242
kasvu-%	14 %	0 %	5 %	5 %
EBIT oik.	9,6	20,1	21,0	25,2
EBIT-% oik.	4,4 %	9,2 %	9,2 %	10,4 %
Nettotulos	3,4	9,7	11,8	15,4
EPS (oik.)	0,03	0,08	0,09	0,11
P/E (oik.)	92,5	39,3	33,0	26,7
P/B	6,3	5,6	5,0	4,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,6 %
EV/EBIT (oik.)	51,8	23,8	21,9	17,7
EV/EBITDA	15,9	14,4	13,6	12,0
EV/Liikevaihto	2,3	2,2	2,0	1,8

Lähde: Inderes

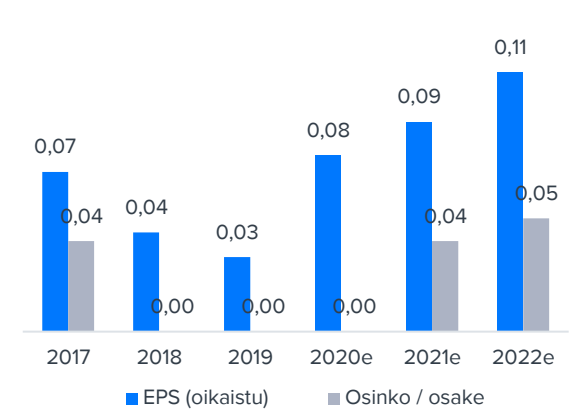
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



MCAP
484
MEUR

EV
478
MEUR

EV/S
2,2
2020e

P/E (oik.)
33,0
2021e



Arvoajurit

- Kasvu yritystietoturvassa
- MWR-kaupan strateginen yhteensopivuus
- Yritystietoturvan markkinan kysyntänäkymät vahvat
- F-Securella hyvät edellytykset investoida kasvuun
- Kuluttajatietoturva tuo vakaata kassavirtaa
- Skaalautuva ja luonteeltaan jatkuva liiketoimintamalli



Riskitekijät

- Markkinan kireä kilpailutilanne ja nopea muutosnopeus
- Onnistuminen yritystietoturvan kasvuinvestoinneissa
- Kyberturvamarkkina potentiaalisesti yli-investoitu
- Transformaatioprosessi kuluttajatietoturvasta kyberturvayhtiöksi vielä osittain kesken



Arvostus

- Sektorin arvostustasot korkeita, F-Securen liikevaihtokerroin sektoriin nähden matala
- Tulos pohjaiset kertoimet eivät anna tukea arvostukselle
- Osien summan valossa osakkeen arvostus näyttää neutraalilta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitusprofiili	14-16
Toimiala	17-22
Kilpailu	23-24
Strategia	25-27
Taloudellinen tilanne	28-30
Ennusteet ja arvonmääritys	31-36
Taulukot	37-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

F-Secure lyhyesti

F-Secure on kyberturvallisuustuotteita ja -palveluita tarjoava yhtiö, jonka ratkaisut auttavat tuhansia yrityksiä ja miljoonia kuluttajia suojautumaan tietoturvahkiltä.

1988

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

217,3 MEUR (+14 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

+22 % 2015-2019

Yritystietoturvan liikevaihdon keskimääräinen kasvu

23,2 MEUR (10,7 % lv:sta)

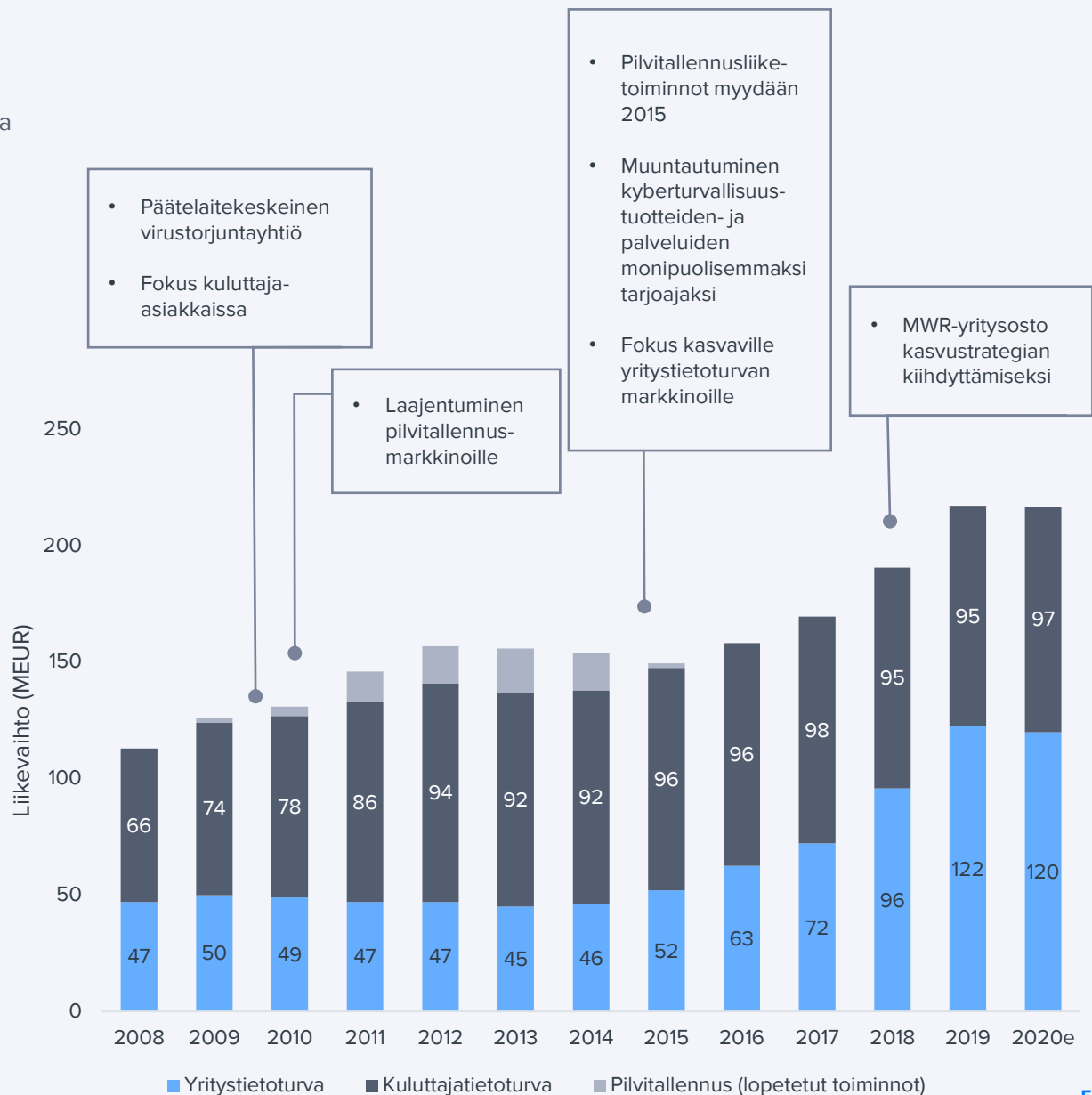
Oik. käyttökate 2019

1696

Henkilöstö 2019 lopussa

44 % / 56 %

Kuluttaja / yritystietoturvan osuus liikevaihdosta 2019



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Kyberturvallisuuteen keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Secure on vuonna 1988 perustettu kyberturvallisuusalan ohjelmistoyhtiö. Yhtiön juuret ovat syvällä antivirusohjelmistojen liiketoiminnassa, missä yhtiö on toiminut perustamisestaan lähtien ja käytännössä niin kauan kuin tietokoneviruksia on ollut olemassa. Yhtiölle on kehittynyt sen historian myötä vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvahyökkäysten torjunnassa sekä siitä, kuinka haittaohjelmat kehittyvät ja miten niiden teollinen logiikka toimii. F-Securen päätelaitteiden virusrojoitustoimistot ovat voittaneet lukuisia palkintoja kansainvälisissä tietoturvatesteissä ja yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteita on myyty miljoonille kuluttajille ja sadoille tuhansille yrityksille globaalisti.

Historiallisesti F-Securen liiketoiminta on keskittynyt vahvaan antivirusosaamiseen, missä lähtökohtana on hyökkäysten ja uhkien torjuminen. Tietoturvamarkkinalla on kuitenkin tapahtunut paradigmanmuutos, jossa oletus kaikkien hyökkäysten torjumisesta on tullut mahdottomaksi. Teknologian kehityksen myötä myös haittaohjelmista ja tietomurroista on tullut huomattavasti älykkäämpiä ja jatkuvasti muuttuvia, mikä muuttaa markkinaa nopeasti. Markkina on siten siirtynyt hyökkäysten torjunnasta yhä vahvemmin niiden havainnointiin sekä ajatteluun, jossa kyberturva nähdään enemmän prosesseina kuin tuotteina. Tämä on ollut merkittävä muutos markkinalle ja F-Securelle.

Etenkin yritystietoturvan markkinoilla painopiste on siirtynyt uhkien ennaltaehkäisevästä torjunnasta suojauksen läpi päässeiden hyökkäysten nopeaan

havainnointiin ja niihin reagointiin. Yritystietoturvan markkina kasvaa tämän takia voimakkaasti. Kuluttajietoturvassa markkina on hyvin kypsä ja kasvu hidasta.

F-Secure on reagoinut markkinan muutokseen. Yhtiö aloitti vuonna 2015 muuntautumisen antivirusyhtiöstä kohti monipuolisempaa kyberturvallisuustuotteita ja -palveluita tarjoavaa yhtiötä ja keskitti kasvupanostuksensa nopeasti kasvaville yritystietoturvan markkinoille. Tämä muutos on vaatinut muutosta yhtiön organisaatioon, ajattelutapaan, tuotetarjontaan ja strategiaan. Vuonna 2018 tehty MWR-yritysosto kiihdytti yhtiön muutosta ja tänä päivänä yli puolet F-Securen liikevaihdosta tulee yritystietoturvasta.

Markkinan murroksen edellyttämä muutosprosessi on F-Securella edelleen osittain käynnissä. Yhtiöllä on sen historian ansiosta selkeänä vahvuutena vakaa ja kannattava kuluttajaliiketoiminta sekä etabloitunut asema ja tunnettu brändi tietoturvamarkkinoilla. Yritystietoturvassa monet kilpailijat ovat selvästi tappiollisia ja ulkopuolisen rahoituksen varassa niiden investoimassa aggressiivisesti kasvuun, kun taas F-Secure pystyy tekemään investointeja tulorahoitteisesti.

Nykyisten markkinatrendien valossa F-Securen strategian painopisteen siirtäminen kasvavalle yrityspuolelle olisi voitu käynnistää aiemminkin, sillä yhtiö investoi vielä 2010-luvun alkupuolella voimakkaasti kuluttajapuolelle muun muassa pilvitallennusliiketoimintaan. Tämän liiketoiminnan myynti vuonna 2015 antoi kuitenkin yhtiölle pääomia investoida kasvuun yritystietoturvan puolella.



Markkinan muutos

Ennen

- Massavirukset
- Ennaltaehkäisy
- Tietoturva on teknologiaa
- Pistemäiset ratkaisut

Nyt

- Älykkäät, kohdennetut hyökkäykset
- Hyökkäysten havainnointi
- Tietoturva on prosessi
- Kompleksit kokonaisuudet



F-Securen muutos

- Painopiste kuluttajietoturvasta yritysliiketoimintaan
- Uusia tuotealueita (havainnointi ja reagointi)
- Tuotteiden ja palveluiden yhdyntymisen
- Tuotteiden rinnalle palveluita

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Kaksi liiketoiminta-aluetta

Tänä päivänä F-Securen liiketoiminta koostuu yritysten tietoturvaluotteiden -ja palveluiden sekä kuluttajien tietoturvaluotteiden kehittämisestä, tarjoamisesta ja myynnistä. Vuonna 2019 yhtiön liikevaihto oli 217 MEUR ja oikaistu käyttökate 23,2 MEUR (oik. EBITDA-% 10,7 %). Yritystietoturvan osuus liikevaihdosta oli 56 % ja kuluttajätietoturvan 44 %. Yrityspuolella liikevaihdon kasvu on ollut viime vuosina vahvaa ja kuluttajapuolella vakaata. Liikevaihto on luonteeltaan hyvin jatkuvaa ja perustuu eripituisiin vuosilisensseihin ja kasvavassa määrin SaaS-kuukausimaksuihin. Maantieteellisesti yhtiön painopiste on Euroopassa. Vuonna 2019 Pohjoismaiden osuus liikevaihdosta oli 33 % ja muun Euroopan 44 %. Loppuosa liikevaihdosta tuli Pohjois-Amerikasta (9 %) ja muualta maailmasta (13 %). Yhtiö työllisti 1696 henkilöä vuoden 2019 lopussa.

F-Securen strateginen painopiste kasvun suhteen on yritystietoturvasa, missä markkina kasvaa nopeasti. Kuluttajätietoturva on yhtiölle kuitenkin tärkeä tukijalka, jossa yhtiö tavoittelee markkinan mukaista maltillista kasvua sekä hyvää kannattavuutta ja kassavirtaa, jolla yritystietoturvan kasvuinvestointeja voidaan rahoittaa. Kuluttaja- ja yritystietoturvan synergiat tulevat erityisesti jaetuista teknologioista.

Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

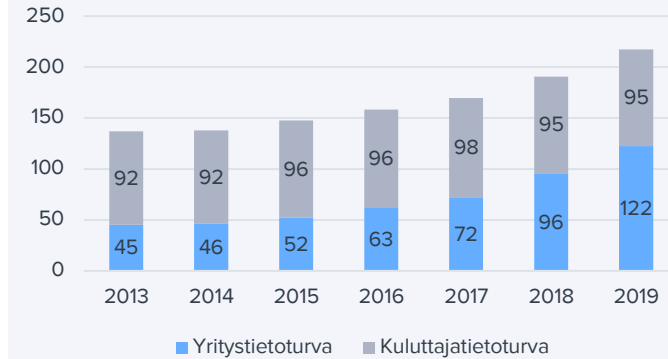
F-Secure on investoinut viime vuodet voimakkaasti yritystietoturvan liikevaihdon kasvattamiseen, mikä on näkynyt korkeina

panostuksina myynnin ja markkinoinnin resursseihin. Myynnin ja markkinoinnin kustannukset vastasivat vuonna 2019 noin 49 % liikevaihdosta ja myynnin ja markkinoinnin toiminnoissa työskenteli 516 henkilöä. Arvioimme myynnin ja markkinoinnin suhteellisen osuuden liikevaihdosta laskevan tulevien vuosien aikana, sillä isoimmat kasvupanostukset on jo tehty.

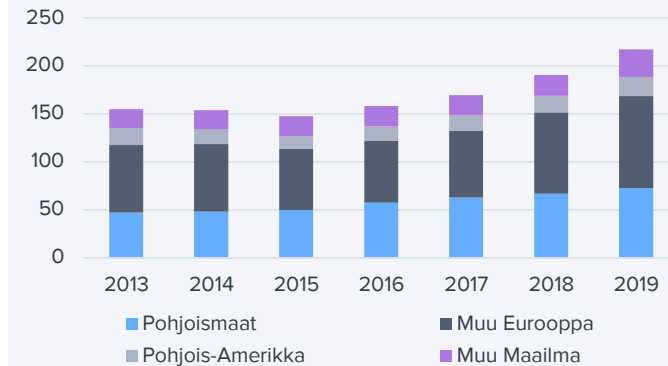
Yritystietoturvan tuotteita F-Secure myy kattavan jälleenmyyjäverkostonsa kautta, johon kuuluu globaalisti yli 6000 IT-palvelukumppania. Yhtiön oman myyntiorganisaation tehtävänä on tukea ja palvella tuotteiden jälleenmyyjä sekä kehittää ja kasvattaa tätä verkostoa kasvun kiihdyttämiseksi. Onnistumisen kannalta on kriittistä, että F-Securen tuotteiden ja niihin liittyvien palveluiden myynti on jälleenmyyjille hyvää liiketoimintaa. F-Securen tietoturvaluotteiden nykyinen asiakaskunta koostuu enimmäkseen pienistä yrityksistä, mutta yhtiö on siirtänyt fokustaan uusien yritystietoturvan tuotteiden myötä keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin, mikä on vaatinut myyntikanavien kehittämistä. Kyberturvakonsultointia yhtiö tarjoaa pääosin suoramyynninä oman myyntiorganisaation kautta.

Kuluttajätietoturvasa merkittävä osa liikevaihdosta syntyy globaalisti yli 200 operaattoria kattavan verkoston kautta, mikä on yksi F-Securen keskeisiä vahvuuksia ja kilpailuetuja. F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja sen operaattoriverkosto on ylivoimaisesti laajin muihin tietoturvyhtiöihin verrattuna. Kuluttajatuotteita myydään myös useiden verkossa toimivien ja muiden jälleenmyyjäkumppanien kautta sekä yhtiön omissa verkkokaupassa.

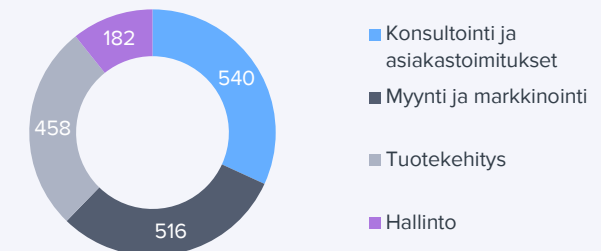
Liikevaihdon jakauma (MEUR)



Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti



Henkilöstön jakauma 2019



Lähde: Inderes

Kumppanit



IT-palvelukumppanit



Operaattorit



Vähittäismyyjät

Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja markkinointi



F-Secure Labs - tutkimuskeskus



Resurssit

Pitkän linjan tietoturvaosaaminen



Kyberturvateknologiat- ja ohjelmistot



Laaja jälleenmyyjäverkosto



Vahva brändi, etenkin Euroopassa



Liiketoimintaidea

F-Secure tarjoaa kokonaisvaltaisen valikoiman kyberturvaratkaisuja- ja palveluita yrityksille sekä kuluttajille.



- Vahva virustorjuntaosaaminen
- Uudet tuotteet uhkien havainnointiin ja niihin reagointiin
- Kyky toimittaa kokonaisvaltaisia tuote- ja palvelukokonaisuuksia
- Korkean lisäarvon palvelut täydentävät tuotteita

Myyntikanavat

Yritystietoturva

IT-jälleenmyyjät:
+6000 kumppania



Kuluttajietoturva

+200 operaattoria
Vähittäismyyjät



Oma verkkokauppa



Asiakassegmentit



Suuret yhtiöt ja julkisyhteisöt



Pienet ja keskiuuret yhtiöt



Kuluttajat

Tuotteet/Palvelut

Ratkaisut uhkien estämiseen (EPP)

- Protection Service for Business
- Business Suite
- Cloud protection for Salesforce

Merkittävä tuotealue, vakaa kasvu

Ratkaisut uhkien ennakointiin

- Radar ja phishd

Pieni tuotealue

Ratkaisut uhkien havaitsemiseen ja niihin reagoimiseen

- MDR: Countercept
- EDR: Rapid Detection & Response

Strategisesti tärkeä ja vahvasti kasvava tuotealue

Kyberturvallisuuspalvelut

- Korkealaatuisia konsultointipalveluita kaikilla kyberturvallisuuden osa-alueilla

Suuri painoarvo liiketoiminnassa, hyvä kasvu

Kuluttajietoturva

- Safe, Freedom, Key, Sense ja ID Protection

Merkittävä tuotealue, vakaa kasvu

Kustannusrakenne (2019)

1696 hlö (2019)



Materiaalit ja palvelut
(23,3 % lv:sta)



Myynti ja markkinointi
(48,8 %)



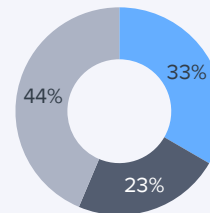
Tutkimus ja tuotekehitys
(18,2 %)



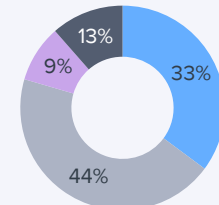
Hallinto
(8,6 %)*

Tulovirrat (2019)

Liikevaihto 217,3 m€
Oik. EBITDA 23,2 m€ (2019)



- Yritystietoturva (tuotteet)
- Yritystietoturva (konsultointi)
- Kuluttajietoturva



- Pohjoismaat
- Muu Eurooppa
- Pohjois-Amerikka
- Muu Maailma

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Tuotekehitys

F-Securen tuotekehityksessä työskenteli 458 henkilöä vuonna 2019 ja tuotekehitysmenot vastasivat noin 18 % liikevaihdosta. Yhtiö panostaa tuotekehityksessään erityisesti yritystietoturvan havainnointi- ja reagoitintuotteiden (MDR ja EDR) ominaisuuksien kehittämiseen. Tärkeä kehittämiskohde on myös tuoteportfolion parempi yhteensovittaminen, jotta yrityksille pystytään tarjoamaan kokonaisvaltaisempia tietoturvaratkaisuja. Kuluttajatietoturvassa päätelaitteiden suojaustuotteiden kehitysmenoissa ei ole nousupaineita, mutta yhtiö investoi kuluttajapuolella myös tietyille uusille tuotealueille (kuten Sense-reititintietoturvaratkaisu ja ID Protection -tuote).

F-Securen ydinteknologiat etenkin haittaohjelmien tunnistamisessa ovat pohjimmiltaan hyvin samanlaisia sekä kuluttaja- että yritystietoturvan tuotteissa, mikä luo tuotekehitykseen paljon synergioita. F-Securen konsultointiliiketoiminta rikastaa myös tuotekehitystä, kun F-Securen konsultit pääsevät tutkimaan suurten yritysten tietomurtoja, joita ei ole ennen nähty ja siirtämään näistä saadun tiedon tuotekehitykseen.

F-Securen liiketoimintamalli sisältää skaalaetuja ja verkostovaikutuksia tuotekehitykseen. Yhtiön tuotteet keräävät päivittäin valtavan määrän dataa asiakkaiden verkkoliikenteestä, jota prosessoidaan tekoälyn ja koneoppimisen avulla haittaohjelmien ja tietoturvaohjelmien löytämiseksi. Tästä jatkuvasta datavirrasta prosessoidun tiedon avulla F-Secure pystyy jalostamaan nykyisiä tuotteitaan sekä kehittämään uusia tuotteita. Mitä enemmän dataa käytössä olevat tuotteet

tuottavat, sitä tehokkaammin se löytää haavoittuvuuksia ja sitä paremmiksi olemassa olevat tuotteet kehittyvät. Tämä koskee erityisesti päätelaitteiden suojaustuotteita, missä skaalaedut ovat merkittäviä.

Yritystietoturva

F-Securen yritystietoturvan liiketoiminta koostuu tuoteliiketoiminnasta, hallinnoituista palveluista, joissa tuote ja palvelu yhdistyvät sekä puhtaasta palveluliiketoiminnasta. Vuonna 2019 tuoteliiketoiminnan osuus yritystietoturvan liikevaihdosta oli 59 % ja konsultointiin 41 %. Tuoteliiketoiminta skaalautuu erinomaisesti monistettavuuden ansiosta. Myös hallinnoituiden palvelut (MDR) skaalautuvat hyvin pitkässä juoksussa. Konsultoinnissa skaalautuvuus on rajallista liiketoiminnan luonteesta johtuen. Siirtymä ”kyberturvasta teknologiana” kohti ”kyberturvaa prosessina” hämärtää jatkuvasti tuotteiden ja palveluiden rajaa F-Securella. Käymme seuraavaksi läpi yhtiön tärkeimmät tuotteet.

Päätelaitteiden suojaustuotteet (EPP)

Valtaosa F-Securen yritystietoturvan liikevaihdosta tulee vielä päätelaitteiden suojaustuotteiden (Endpoint Protection, EPP) myynnistä, joiden kysyntä on vakaata ja markkina maltillisessa kasvussa. Nämä tuotteet edustavat F-Securen ydinosaamista eli virustorjuntaa ja ovat keskeinen osa yhtiön tuoteportfoliota. Tuotteita myydään eripituisilla vuosilisensseillä sekä jatkuvana toistaiseksi voimassa olevana tilauksena (SaaS). Perinteisesti suurin osa kokonaisvolyyymista on määräaikaista lisenssejä, joiden uusimisasteet ovat

käsityksemme mukaan olleet jatkuvasti hyvällä tasolla. Markkinalla on kuitenkin voimistuva siirtymä kohti jatkuviin kuukausilisensseihin pohjautuvia toimituksia.

Asiakaskohderyhmänä näillä tuotteilla ovat pienet ja keskisuuret yritykset ja F-Securen päätelaitteiden tietoturvatuotteita käyttääkin jo yli 100 000 yritystä globaalisti. Vuosisopimusten kokoluokat vaihtelevat sadoista euroista joihinkin kymmeneen tuhansiin euroihin.

Päätelaitteiden suojaustuotteissa kilpailu on kovaa ja kilpailukenttä melko etabloitunut. F-Securen kilpailijoita ovat lukuisat antivirusohjelmistoja tarjoavat yhtiöt, kuten Symantec, Kaspersky, McAfee, Sophos ja Trend Micro. F-Securen asiakaskunta painottuu tässä tuoteryhmässä vahvasti pieniin yrityksiin, missä jälleenmyyjän rooli korostuu asiakkaan ostopäätöksessä. Asiakkaan tietotaito kyberturvallisuusasioihin on yleensä matalalla tasolla ja ostopäätös tehdään usein hinnan tai jälleenmyyjäkumppanin suosituksen perusteella. Myös tietoturva-ohjelmistoja testaavien tutkimuslaitosten vertailut vaikuttavat merkittävästi asiakkaiden ostopäätöksiin. F-Securen päätelaitteiden suojaustuotteet ovat pärjänneet alan tietoturvatesteissä (AV-Test, AV-LAB PL, V3) vuosien saatossa erittäin hyvin, ja niiden haittaohjelmien havainnointikyky on kilpailijoihin nähden huippuluokkaa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Countercept (MDR)

F-Securen Countercept on yhtiön vastaus tietoturvamarkkinoilla tapahtuneeseen ”paradigma-muutokseen”, missä pelkästä haittaohjelmien ja tietomurtojen ennakoivasta torjunnasta on siirrytty suojauksesta läpipäässeiden tietoturvauhkien nopeaan havainnointiin ja niihin reagoimiseen. Countercept on luonteeltaan hallinnoitu palvelu (MDR, Managed Detection & Response), missä teknologialla on iso rooli.

Nykyinen Countercept koostuu F-Securen vuonna 2016 markkinoille tuodusta RDS-ratkaisusta sekä MWR-yritysosaston myötä saadusta Counterceptistä, joita on integroitu viime vuosien aikana yhtenäiseksi MDR-kokonaisratkaisuksi. Teknologioiden integraatiotyö alkaa olla loppusuoralla ja tämän myötä F-Securen MDR-ratkaisu on nyt erittäin kilpailukykyinen.

Asiakkaan tietoverkkoon ja päätelaitteisiin asennetaan sensoreita, jotka keräävät ja lähettävät dataa F-Securen datakeskukseen, missä tekoälyn ja koneoppimisen avulla pyritään löytämään yrityksen tietoliikenteessä poikkeamia, jotka voivat tarkoittaa läpipäässeitä tietoturvauhkia tai ulkopuolisia tahoja, jotka yrittävät tunkeutua asiakkaan järjestelmiin. F-Securen datakeskus valvoo asiakkaiden tietoympäristöjä 24/7 ja havaitessaan mahdollisen tietoturvahälytyksen se reagoi siihen tarpeen mukaisesti. Counterceptin sensorit keräävät päivittäin valtavan määrän dataa ja asiakkaan tietoliikenteen kokonaiskuva terävöityy selkeämmäksi ajan kuluessa. Tuotteesta tulee koneoppimisen myötä asiakkaan ympäristöön koko ajan paremmin räätälöity ja näin asiakkaan kynnys vaihtaa kilpailevaan tuotteeseen

nousee ajan myötä.

Countercept on tarkoitettu yrityksille, joiden tietoturvan vaatimustaso on korkea ja kohderyhmänä ovatkin yli 1000 henkilön yritykset. Sopimusten kokoluokat lähtevät noin sadan tuhannen euron tasolta ja suurimmissa asiakkuuksissa ovat selvästi korkeampia. Counterceptia käyttävät asiakkaat mm. pankki-, media-, energia ja IT-alalta.

F-Securen odotukset Counterceptin osalta ovat korkealla ja sen myynnin onnistumisella on merkittävä vaikutus yritystietoturvan kasvuun sopimusten suuren kokoluokan vuoksi. F-Secure näkee kasvumahdollisuuksia tällä tuotealueella vielä useaksi vuodeksi ja yhtiön panostukset ratkaisun skaalaamiseksi painavat yritystietoturvan kannattavuutta. Kasvuvaiheen jälkeen MDR-ratkaisuilla on potentiaalia yltää erittäin hyvään kannattavuustasoon vahvan asiakaspidon tuodessa liikevaihtoon jatkuvuutta ja palvelukomponentin skaalautuessa liikevaihdon kasvun mukana. MDR-ratkaisuja myydään pääosin suoramyyntinä ja sopimusten suuren kokoluokan ja kompleksin teknologian vuoksi myyntisyklit ovat tyypillisesti pitkiä. Lyhyellä tähtäimellä koronatilanne hankaloittaa MDR-ratkaisujen myyntiä, mutta koronan yli katsottuna näkymät näyttävät edelleen lupaavilta.

Nopeasti kasvava MDR-markkina on houkutellut paikalle paljon kilpailua ja Gartnerin arvion mukaan MDR-ratkaisuja tarjotaan jo yli 100 toimijaa. F-Securen pääkilpailijat tulevat pääosin USA:sta ja niihin lukeutuvat mm. CrowdStrike, Carbon Black, Cybereason ja Rapid7. F-Securen mukaan se erottuu kilpailijoista edukseen antiviruseräilytulevan vahvan teknologisen kyvykkyyden avulla,

jonka ansiosta Counterceptin kyberhyökkäysten havainnointikyky on erittäin hyvällä tasolla. Erityisesti Counterceptin teknologia kuitenkin erottuu edukseen havaittujen uhkien reagointiin ja käynnissä olevien kohdennettujen kyberhyökkäysten vastaisessa taistelussa. Lisäksi Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoita vastaan siitä, että geopoliittiset tekijät saattavat painaa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa.

Rapid Detection & Response (EDR)

F-Secure julkaisi vuoden 2018 lopussa automatisoidun päätelaitteiden tietomurtojen havainnointi- ja reagointityökalun (Endpoint Detection & Response, EDR). Tuote pohjautuu samaan teknologiaan kuin Countercept, mutta se ei sisällä samaan tapaan palvelukomponenttia ja skaalautuu automatisoinnin kautta myös pienempien yritysten kokoluokkaan.

EDR toimii lisäkyvykkyytenä yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) päällä ja markkinoilla tämä tuotealue on yhdentymässä EPP-tuotteiden kanssa. Suurin potentiaali EDR:n osalta on myydä tuotetta F-Securen laajaan EPP-asiakaskuntaan. Erityisesti keskisuurissa yhtiöissä ristiinmyyntipotentiali on suurinta, sillä tässä segmentissä tarve uhkien havainnointiin ja reagointiin on kasvussa.

EDR:n toimintaperiaate on hyvin samanlainen kuin Counterceptin, mutta tuotteen havaitessa poikkeaman yrityksen verkossa, tieto menee automaattisesti yrityksen IT-vastaavalle tai jälleenmyyjäkumppanille. Tuote myös antaa toimintaohjeita tietoturvauhkaan reagoimiseksi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Tuote sopii kaikenkokoisille yrityksille, mutta pääkohderyhmä ovat pienet ja keskisuuret yritykset. Tuotteen avulla loppuasiakkaalla tai jälleenmyynti-kumppanilla on myös mahdollisuus lähettää havaitun poikkeavan tapahtuman tiedot F-Securen MDR-palvelukeskukseen, jossa F-Securen asiantuntijat auttavat asian ratkaisemisessa. Vaikka EDR on lähtökohdiltaan puhdas ohjelmistotuote, niin tämän ominaisuuden myötä se tuo F-Securelle myös palveluliikevaihtoa.

F-Securen EDR on Counterceptin ohella keskiössä yhtiön yritystietoturvan kasvustrategiassa. Uutena tuotteena EDR:n osuus F-Securen liikevaihdosta on vielä melko pieni. Onnistuessaan tuotteella on merkittävää kasvupotentiaalia, sillä EDR-markkina on kehitykseltään vielä melko alkuvaiheessa. Esimerkiksi Gartner on arvioinut EPP- ja EDR-markkinan yhdistyvän ja havainnointikyvykkyudet omaavien päätelaitteiden lukumäärän moninkertaistuvan tulevina vuosina. EDR-kauppojen koot lähtevät muutamasta tuhannesta eurosta ylöspäin, joten kauppoja täytyy lukumäärällisesti tulla merkittävä määrä, jotta tämä alkaa näkyä yhtiön numeroissa.

Myös tässä tuotekategoriassa F-Secure kohtaa kilpailua laajalta rintamalta, sillä lähes kaikilta EPP-tuotteita tarjoavilta kilpailijoilta löytyy myös EDR-kyvykkyudet, jonka lisäksi kehittyvä ja nopeasti kasvava markkina houkuttelee uusia kilpailijoita. Heikkoutena näemme, että F-Secure tuli EDR-kilpailuun pienellä takamatkalla kilpailijoihin nähden.

Radar ja phishd

Uhkien ennakoitiin F-Securelta löytyä kaksi ratkaisua, joiden painoarvo yritystietoturvan liikevaihdosta on hyvin pieni. Haavoittuvuuksien

hallintaratkaisu Radarin avulla pystytään selvittämään yritysten tietoturvassa olevia heikkoja kohtia. Radar siirtyi F-Securelle vuoden 2015 nSense-yritysoston myötä.

MWR-kaupassa yhtiölle siirtynyt phishd puolestaan on käyttäytymisenhallinta-alusta, jolla voidaan estää verkkourkintaa. Isossa kuvassa F-Secure kohtaa näissä molemmissa tuotteissa pääasiallisesti näihin segmentteihin keskittyneitä suuria kilpailijoita, eikä yhtiön aikomuksena ole lähteä kilpailemaan suoraan näitä vastaan. F-Secure näkeekin Radarin potentiaaloin olevan sen toiminnallisuuksien integroinnissa yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteisiin. Tällöin yhtiö voisi saada kilpailuetua muita antiviruslähtöisiä kilpailijoita vastaan, joilta ei löydy vastaavia kyvykkyyskärsiä. Phishdiä puolestaan tarjotaan jatkuvana palveluna konsultoinnin kyljessä.

F-Secure Cloud Protection for Salesforce

F-Secure on kehittänyt Salesforcen alustaan tietoturvakyvykkyudet linkkien ja liitteiden tarkistukseen haittaohjelmien varalta. Tuotteen painoarvo yritystietoturvan liikevaihdosta on pieni, mutta viime vuosien hyvän kehityksen myötä se on painoarvoltaan jo Radaria ja phishdiä suurempi. Tuotteen jakelu tapahtuu applikaationa suoraan Salesforcen alustan kautta mahdollistaen korkean kannattavuuden. Tuotteen kasvunäkymät ovat edelleen hyvät, eikä tuotteelle löydy tällä hetkellä kunnon kilpailijaa. Riskinä kuitenkin on, että Salesforce rakentaisi oman ratkaisunsa korvaamaan F-Securen tuotteen.

Kyberturvallisuuspalvelut

F-Secure tarjoaa suuryrityksille ja muille kriittisiä IT-järjestelmiä omistaville tahoille konsultointia

kaikilla kyberturvallisuuden osa-alueilla. Yhtiön tarjoamia palveluita ovat muun muassa tietoturvatarkastukset, kyberturvan stressitestit (Red Teaming), strateginen riskien- ja tietoturvan hallinta, tietoturva ohjelmistokehityksessä sekä tietomurtoihin ja -vuotoihin reagointi.

F-Securen konsultointiliiketoiminnan fokus on kaikista vaativimmissa tietoturvaongelmissa, mutta palveluvalikoima on laajentunut viime vuosien aikana yritysten yhä useammin halutessa kyberturvallisuuspalveluissa laajempia kokonaisratkaisuja. Konsultointiliiketoiminnan laajuus kasvoi merkittävästi MWR-yritysoston myötä ja F-Securella työskentelee tänä päivänä yli 300 asiantuntijaa konsultoinnin parissa. Konsultoinnin asiakaskunta koostuu sadoista suuryrityksistä.

Kysyntä konsultointipalveluille on ollut viime vuodet vahvaa ja kasvua on rajoittanut osaajien saatavuus. Tänä vuonna koronapandemia kuitenkin heikentää kysyntää väliaikaisesti yritysten perueissa ja jarrutellussa kyberhankkeitaan.

Konsultoinnin liikevaihto vuonna 2019 oli 50 MEUR, mikä vastaa 41 % yritystietoturvan liikevaihdosta. Konsultointi on vielä enimmäkseen projektivetoista liiketoimintaa, mutta F-Securen tavoitteena on myös pyrkiä solmimaan jatkuvia konsultointisopimuksia asiakkaidensa kanssa.

Konsultointiliiketoiminnassa yhtiön isoimmilla markkina-alueilla (Iso-Britannia ja Pohjoismaat) toimintaa kehitetään jo osittain kannattavuus edellä, mutta pienemmillä markkinoilla toiminta on vielä selkeästi puhtaassa kasvuvaiheessa, mikä rasittaa kannattavuutta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

F-Securen strategisena tavoitteena ei ole laajentua palveluliiketoiminnassa kilpailemaan tavallisten IT-palveluyhtiöiden kanssa, vaikka yhtiön palvelutarjoama osittain risteää näiden kanssa. Kyberturvapalveluiden laajempia kokonaisuuksia markkinoilla tarjoavat konsulttiyhtiöt (kuten KPMG), IT-generalistit (kuten CGI) ja erikoistuneet toimijat (kuten Nixu).

F-Securen kyky tarjota konsultointipalveluita tuo yhtiölle kilpailuetua pelkkiä kyberturvatuotteita tarjoavia toimijoita vastaan. Lisäksi konsultointi tarjoaa ristiinmyyntimahdollisuuksia tuotteiden kanssa. Konsultointi myös kiillottaa F-Securen brändiä kokonaisvaltaisena kyberturvayhtiönä.

Kuluttajatietoturva

Tuotteet

F-Securen tuotteita käyttävät miljoonat kuluttaja-asiakkaat ympäri maailman. Tämänhetkisen tuotevalikoiman tärkeimmät tuotteet ovat: 1) päätelaitteiden suojaustuote F-Secure Safe, 2) yksityisyyden suojaustuote F-Secure Freedom, 3) salasanojen hallintatuote F-Secure Key, 4) kodin kaikki älylaitteet suojaava tietoturvarieitin F-Secure Sense sekä 5) uusi henkilötietojen suojaukseen tarkoitettu F-Secure ID Protection.

Suurin osa kuluttajatietoturvan liikevaihdosta tulee päätelaitteiden suojaustuotteiden myynnistä (Safe). Suoramyyntissä yhä useammat asiakkaat vaihtavat kuitenkin tilaustaan uusiessaan yhdistelmäratkaisu Total:iin, joka sisältää kaikki F-Securen tärkeimmät kuluttajatuotteet. Tämä tuotteiden paketointi on kuluttajatietoturvalle tärkeä myynnin kasvuaajuri.

Kesäkuussa 2017 lanseerattu Sense ei ole

vaikuttanut merkittävästi kuluttajatietoturvan liikevaihtoon vielä vuosina 2017-2019, mutta F-Secure näkee kasvavaa kiinnostusta tuotteelle pitkällä aikavälillä älylaitteiden yleistyessä kodeissa. Potentiaalisin reitti Sensen laajempaan kaupalliseen levikkiin on sen tarjoaminen ohjelmistona, joka asennetaan kolmansien osapuolten reitittimiin. Näitä sopimuksia F-Secure on jo solminut useampien operaattorien kanssa, mutta Sensen ohjelmiston sisältävien reitittimien kanta laajenee hitaasti, eikä koronatilanne helpota asiaa. Lyhyellä aikavälillä Sensestä ei siis edelleenkaan ole luvassa liikevaihdon kasvun ajuria, mutta pidemmällä aikavälillä tuotteessa on selvää kasvupotentiaalia.

Viime vuonna F-Secure julkaisi kuluttajille uuden ID Protection -tuotteen. Ratkaisu yhdistää henkilökohtaisia tietoja sisältävien tietovuotojen tarkkailun ja salasanojen hallinnan. Tuotteen osalta jo useampia operaattorisopimuksia on solmittu ja myös suoramyynti on aloitettu. Sensen tavoin tuotteen liikevaihtovaikutus jää todennäköisesti lyhyellä tähtäimellä pieneksi, mutta on mielenkiintoinen pidemmän aikavälin kasvuoptio.

Kuluttajien päätelaitteiden suojaustuotteissa F-Securen kilpailijat koostuvat pitkälti samoista yhtiöistä kuin yrityspuolella, sillä tuotteiden teknologiat ovat hyvin samankaltaisia. Kilpailua kiristää se, että markkinalla on tarjolla myös useita ilmaisia virustorjuntaohjelmistoja (esim. Avast, Avira, Windows Defender).

Operaattorikanava

F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja tänä päivänä sen yli 200 operaattorin verkosto on

ylivoimaisesti laajin muihin tietoturvyhtiöihin verrattuna. Operaattorit myyvät F-Securen tuotteita osana omia jatkuvia tietoturvapakettejaan, ja F-Secure saa operaattorien kautta laajan jakelun ja volyymin tuotteilleen. Tätä kautta tuotteiden monistettavuus ja skaalautuvuus mahdollistavat hyvän kannattavuuden, vaikka operaattorit ottavatkin suhteellisen ison osuuden tuotteiden bruttomyyntistä, heidän hoitaessa pääosan tuotteiden markkinoinnista.

Operaattoreille yhteistyö F-Securen kanssa on myös hedelmällistä, sillä tarjoamalla tietoturvapaketteja laajakaistaliittymien yhteydessä operaattorit ovat kannattavan lisämyynnin lisäksi pystyneet parantamaan liittymiensä asiakaspysyvyyttä ja asiakastyytyväisyyttä. Mielestämme F-Securen tuotteiden menestys operaattoreissa perustuukin juuri siihen, että se ratkoo operaattoreille kahta niiden liiketoiminnan ydinongelmaa (keskihinta ja asiakasvaihtuvuus).

Suoramyyntikanava

Kuluttajatuotteita myydään myös lukuisten fyysisten ja verkossa toimivien jälleenmyyjien kautta. Lisäksi tuotteita myydään jatkuvissa määrin enemmän oman verkkokaupan kautta, jolloin F-Securen ja loppuasiakkaan välissä ei ole muita välikäsiä. Kilpailu markkinalla on erittäin kovaa, asiakashankinta vaatii merkittäviä markkinointipanostuksia ja erilaiset ilmaistuotteet ja freemium-mallit tekevät kuluttajamarkkinasta haastavan tavoittaa suoramyyntiä kautta.

F-Securen liiketoimintamalli

Jaettu teknologia ja tuotekehitys 

Virustorjunta-laboratorio



Hallinnointi-palvelu (yritykset)








Analytiikka- ja monitorointialusta



Kuluttajietoturva

44 % liikevaihdosta 2019

-  Yksityisyyden suojaus (F-Secure Freedome)
-  Pöytälaitteiden suojaus (F-Secure Safe)
-  Salasanojen hallinta (F-Secure Key)
-  Tietoturvareititin (F-Secure Sense)
-  Henkilötietojen suojaus (F-Secure ID Protection)

Tuotteet

33 % liikevaihdosta 2019

Pöytälaitteiden suojaus (EPP)

Pöytälaitteiden havainnointi- ja reagointi (EDR)

Uhkien ennakointi (Radar ja phishd)

Hallinnoitu havainnointi ja reagointi (MDR)
Countercept

Yritystietoturva

Konsultointi

23 % liikevaihdosta 2019

Operaattorit

Jälleenmyyjät ja verkkokauppa

Jälleenmyyjät

IT-palvelukumppanit

IT-integraattori/
suoramyynti
(palvelut)

Uhkavainnointi ja sensoridata miljoonista käytössä olevista tuotteista



Kuluttajat

Kuluttajat

Pienyritykset
(25-200)

Keskisuuret
(200-5000)

Suuryritykset
(>5000)

Tuotemyyntiä
(jälleenmyynti/tulonjako
operaattorin kanssa)

Tuotemyyntiä

Tuotemyyntiä

Tuote- ja
palvelumyyntiä

Tuote- ja
palvelumyyntiä

Sijoitusprofiili

Kasvu yritystietoturvasa luo arvoa

F-Secure on sijoittajalle vaikea hahmottaa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa, sillä osakkeessa yhdistyy vakaa kassavirtaliiketoiminta (kuluttajat) sekä edelleen investointivaiheessa oleva kassavirtanegatiivinen liiketoiminta (yritykset), eikä yhtiö raportoi segmenttijakoa näiden toimintojen kannattavuuksista. Näistä ensimmäistä hinnoitellaan osakemarkkinoilla käytännössä tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla ja liikevoittoprosentilla. Jälkimmäistä hinnoitellaan liikevaihtokertoimella ja liikevaihdon kasvuprosentilla. Lisäksi yritystietoturva koostuu kolmesta profiililtaan ja kehitysvaiheeltaan erilaisesta liiketoiminnasta: EPP-tuotteet (hidas kasvu, hyvä kannattavuus), konsultointi (hyvä kasvu, välttävä kannattavuus) ja MDR/EDR-ratkaisut (vahva kasvu, tappiolla). Näitä tuote/palvelualueita tulee hinnoitella hyvin erilaisin arvostuskertoimin johtuen erilaisista kasvu-, skaalautumis- ja kannattavuusprofiileista. Yhtiö ei siis ole täysverinen kasvuyhtiö, mutta ei myöskään ”kypsässä vaiheessa” oleva teknologiayhtiö.

F-Securen omana tavoitteena on tasapainoilla jatkuvasti kasvupanostusten ja kannattavuuden välillä sen mukaan, mikä on omistaja-arvolle optimaalista. Lähestymistapa on mielestämme järkevä, mutta omistajille vaikea tulkita. Mielestämme yhtiön arvonmuodostuksen keskeisimmät ajurit ovat (yritystietoturvan) kasvunopeus sekä koko yhtiön liikevoitto-%, eli vahva kasvunopeus kompensoi heikkoutta kannattavuudessa ja toisinpäin. Tällä hetkellä osakemarkkina arvottaa kasvunopeutta hyvin korkealle, mutta vahva kannattavuus nousee suurempaan arvoon markkinan kypsässä. F-

Securen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä näyttää tällä hetkellä sektorin kasvuyhtiöihin peilattuna vaatimattomalta, mikä selittää myös yhtiön matalaa liikevaihtopohjaista arvostusta. Mielestämme arvostuksen kestävä nousu vaatii kasvun kiihtymistä, missä yritystietoturvan uudet tuotteet ovat keskiössä.

Vahvuudet ja ajurit

- **MDR/EDR-tuotteiden kasvu** on arvonmuodostuksen kannalta keskiössä, sillä näiden tuotteiden markkina on vielä alkuvaiheessa, kasvaa erittäin nopeasti ja markkinaosuuksia jaetaan nyt.
- **Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli** mahdollistaa erittäin hyvän kannattavuuden pitkällä aikavälillä.
- **Tuotetarjoaman yhtenäistämässä onnistuminen** mahdollistaisi yhtiön siirtymän arvoketjussa entistä paremmin kohti suurempia asiakkaita ja voisi kiihdyttää yritystietoturvan kasvua. Yhtenäisempi tuoteportfolio toisi yhtiölle myös kilpailuetua.
- **Uudet tuotealueet**, kuten kuluttajapuolen Sense ja ID Protection voivat tarjota skaalautuvaa kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä.
- **Vakaa ja etabloitunut asema päätelaitteiden suojauksessa** antaa F-Securelle hyvät resurssit laajentaa yhtiön ydinosaamista ja teknologiaa uusiin segmentteihin sekä myydä uusia ratkaisuja nykyiseen asiakaskuntaan.

Heikkoudet ja keskeiset riskit

- **Toimiala on potentiaalisesti yli-investoitu,**

mikä on näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä. Uusien toimijoiden kultaryntäys voi johtaa siihen, että vahvasti kasvavasta markkinasta huolimatta leipää ei riitä jaettavaksi kaikille. Tämä on selkeä uhkatekijä niin F-Securen vakiintuneilla kuin myös uusilla tuotealueilla.

- **Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen** vaikuttaisi todennäköisesti negatiivisesti myös F-Securen osakkeelle markkinoilla hyväksytyyn arvostustasoon.
- **Kuluttajatietoturvan kilpailu-uhka ja liikevaihdon hidas kasvu** ilmaisten antivirusohjelmistojen vuoksi. Näistä jo vuosia pinnalla olleista uhkakuvista huolimatta kuluttajatietoturva vaikuttaa pysyvän hyvin elinvoimaisena liiketoimintana.
- **Myyntikanavat yritystietoturvasa** keskisuurten ja suurten yritysten markkinaaan ovat olleet viime vuosina rakennusvaiheessa ja tämä on vienyt odotettua pidempään, mikä on näkynyt myös odotuksia hitaampana orgaanisena kasvuna. Nyt myyntikumppanien osalta palaset alkavat olla kohdillaan, mikä pitäisi tukea orgaanista kasvua koronan yli katsottuna.
- **Transformaatio kyberturvayhtiöksi on jo loppusuoralla, mutta vielä hieman kesken.** Muutos vaatii vielä tuoteportfolion kehittämistä ja yhtenäistämistä sekä myyntipanostuksia, mitkä rasittavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. F-Securea ei myöskään brändinä mielletä vielä erityisen vahvasti yritystietoturvaratkaisujen taloksi.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvuhakuisuus yritystietoturvassa

2.

Kuluttajatietoturvan vakaa kasvu ja hyvä kannattavuus

3.

Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

4.

Suuri ja kasvava kokonaismarkkina

5.

Vahva kassavirta antaa kapasiteettia investoida yritystietoturvan kasvualueille

Potentiaali



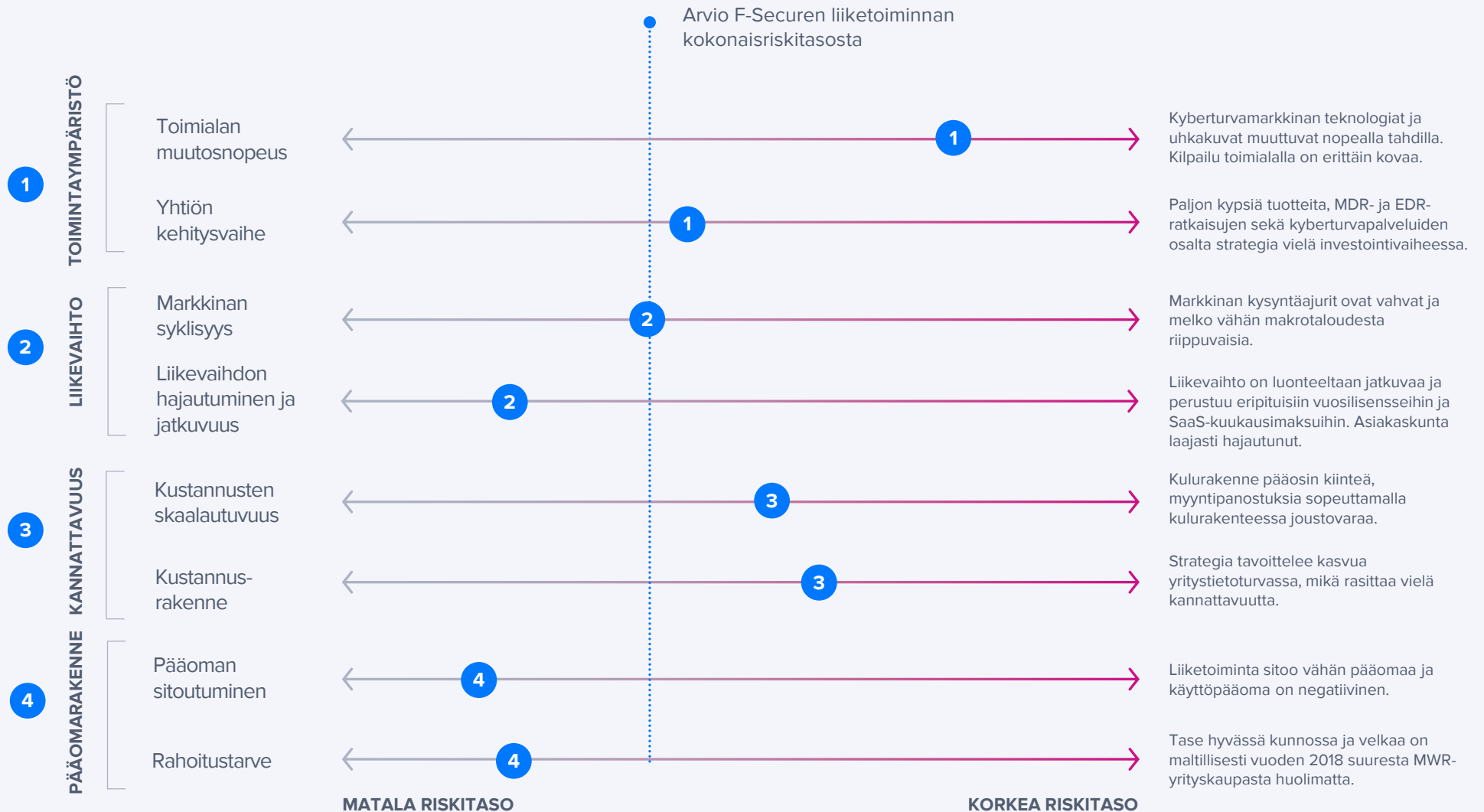
- Kasvu yritystietoturvassa, erityisesti havainnointi- ja reagointiratkaisuissa
- Vahvistuva kasvu ja kilpailuetu tuotetarjooman uudistumisen ja yhtenäistymisen myötä
- Markkinan kysyntänäköymät vahvat
- Kuluttajatietoturvassa vakaa ja kannattava liiketoiminta sekä uusien tuotteiden pidemmän aikavälin kasvuoptio

Riskit



- Toimiala potentiaalisesti yli-investoitu, mikä näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä
- Onnistuminen yritystietoturvan kasvuinvestoinneissa
- Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti osakkeen arvostukseen
- Kuluttajatietoturvan kilpailu-uhka ja hidas kasvu

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/4

Markkinat

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

Kyberturvallisuudella tarkoitetaan prosesseja, teknologiota, ratkaisuja ja palveluita, jotka suojaavat yritysten ja muiden organisaatioiden tai yksittäisten käyttäjien tietoja sähköisissä verkoissa tapahtuvaa rikollisuutta vastaan. Kyberuhat voidaan jakaa kolmeen luokkaan: 1) rikollisuus, joka pyrkii taloudellisiin voittoihin, 2) hakkerointi, jonka tavoitteena on häiritä yritysten tai valtioiden toimintoja sekä 3) vakoilu, jonka tavoitteena on liiketoiminnallisen kilpailuedun saavuttaminen tai valtion turvallisuuden urkinta. Kyberuhkien määrä ja niiden älykkyys kasvavat jatkuvasti, ja markkinaa ajaa käytännössä loputon kilpajuoksu rikollisten ja kyberturvateknologioiden ja -prosessien välillä.

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat edelleen rajusti. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina kasvaa vuonna 2020 noin 2 % 124 mrd. dollariin. Tänä vuonna koronatilanne jarruttaa kasvuvauhtia, mutta keskimäärin markkinan odotetaan kasvavan noin 8 %:n vauhtia vuosien 2018-2024 välillä.

Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti pyramidimalliin kolmeen

osaan (ks. seuraava sivu) hyökkäysten ja teknologioiden älykkyuden perusteella. Nämä korreloivat lähtökohtaisesti myös asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Hierarkian yläpään organisaatioiden suojaukseen eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille. Vastaavasti hierarkian ylätasolle kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa. Uuden teknologian kehitys keskittyy vaatimpiin ylätasoon segmentteihin, minkä jälkeen teknologiaa monistetaan alatasoille laajemmille segmenteille.

Kyberturvallisuusmarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on kyberturvayhtiöiden näkökulmasta niche-markkina, mutta se edustaa kaikkien korkeinta teknologiaa sekä osajien vaatimustasoa, ja on siksi tärkeä.

Markkinan suurin volyymi on pyramidin keskimäinen osa, joka käsittää kohdennetut hyökkäykset. Tällöin ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja julkishallinto sekä etenkin ne toimijat, joiden toiminta käsittää huoltovarmuuden kannalta kriittisiä toimintoja (kuten energia, pankit ja operaattorit). Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturvahkien lisääntyessä, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvateknologien markkinaa.

Isossa kuvassa markkinan kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla tietoturvakysymykset nousevat keskeiseen rooliin uusia digitaalisia liiketoimintoja suunniteltaessa sekä 2) IT-

markkinan trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti, pilvisiirtymä) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin.

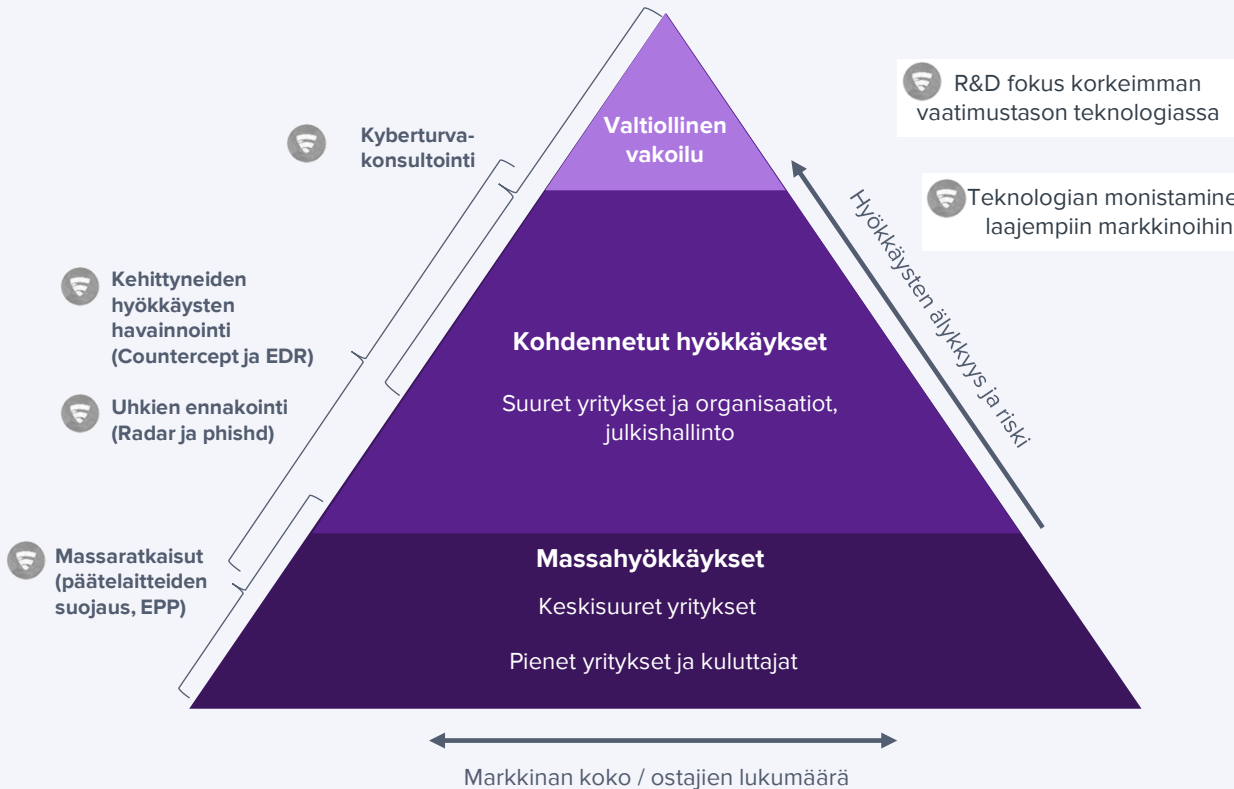
Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keskisuuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla. Tässä segmentissä yritysten tietoturvabudjetit pyörivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee siitä houkuttelevan kyberturvatuotteita ja -palveluita tarjoaville yhtiöille. F-Secure on laajentunut tähän segmenttiin viime vuosina yritysostojen (konsultointipalvelut) sekä tuotetarjooman laajentamisen kautta (esim. Countercept).

F-Securelle tärkein segmentti on tällä hetkellä kolmion alin kerros, johon sisältyvät pienet ja keskisuuret yritykset sekä kuluttajat. Pienille yrityksille ja kuluttajille usein tärkeintä on suojautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvatuotteilla, kuten päätelaitteiden suojaustuotteilla ja palomureilla. F-Securen liikevaihdosta vielä suurin osa tulee päätelaitteiden suojaustuotteista.

Keskisuurten yritysten joukossa tarve pelkkää päätelaitteiden suojausta korkeammalle kyberturvalle on kasvussa, mutta tietoturvabudjetit (0,1-1,0 MEUR) ovat huomattavasti pienempiä kuin suurilla yrityksillä. Tällöin parhaiden teknologioiden tai hallinnoitujen/ulkoistettujen kyberturvapalveluiden ostaminen ei välttämättä ole mahdollista. Etenkin päätelaitteiden suojauksesta läpipäässeiden tietoturvahkien nopea havainnointi korostuu tässä segmentissä.

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/4

Markkinan alasegmentit F-Securelle

F-Securen potentiaalista markkinaa voidaan tarkastella tarkemmin yhtiön tuote- ja palveluvalikoiman kautta. F-Securen kuluttajatietoturvatuotteiden markkinan koko on noin 5,0 mrd. euroa ja sen odotetaan kasvavan vakaasti noin 3 % vuodessa 2019-2022.

Kuluttajatietoturvan markkinan melko hidasta kasvua selittää jatkuvasti kehittyvien ilmaisten virusorjuntaratkaisujen (esim. Windows Defender) suosio, mutta kasvavia tuotealueita löytyy esimerkiksi yksityisyyden suojaamisen puolelta sekä kodin älylaitteiden suojaamiseen tarkoitetuista ratkaisuista.

Yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) markkinakasvu on hidasta, mutta vakaata. Samaan aikaan EPP-markkinalla on käynnissä murros, kun uudet automatisoidut uhkien havainnointi- ja reagointituotteet (EDR) ovat yhdentymässä EPP-tuotteiden kanssa. Esimerkiksi Gartner niputtaa nämä tuotteet jo samaan kategoriaan. F-Securen arvio yhtiölle relevantin EPP/EDR-markkinan kooksi on noin 7 mrd. euroa, josta hitaasti kasvavat EPP-tuotteet vastaavat vielä valtaosaa. EDR-tuotteiden vahvan kasvun ansiosta näiden tuotealueiden arvioidaan kokonaisuudessaan kasvavan noin 9 % vuosittain 2019-2022. Kasvua ajaa se, että yrityksiä vastaan tehtyjä tietomurtoja ei huomata usein kuukausiin ja tämä on siirtänyt fokusta pelkämästä tietomurroilta suojautumisesta niiden nopeampaan havainnointiin ja reagointiin. Suurilla yhtiöillä on mahdollisuus ostaa havainnointikyvykkyydet hallinnoituna palveluna (kuten F-Securen Countercept), mutta etenkin pienemmille yhtiöille puhdas tuoteratkaisu on

ainoa kustannuksiltaan järkevä ratkaisu.

Hallinnoitujen havainnointi- ja reagointipalveluiden (MDR) markkina on myös vasta muovaantumassa ja arviot markkinan koosta ja kasvusta ovat suuntaa antavia. F-Securen nykyinen arvio MDR-markkinan kooksi on noin 0,6 mrd. euroa ja sen odotetaan kasvavan vahvasti noin 20 % vuosivauhtia vuosina 2019-2022. Gartner on arvioinut, että noin 50 % organisaatioista tulee käyttämään MDR-palveluja vuoteen 2025 mennessä. F-Secure pyrkii saamaan osansa tämän markkinan nopeasta kasvusta Countercept-ratkaisunsa avulla. Nopeasti kasvava markkina on houkuttanut paikalle myös paljon kilpailua, ja Gartner on arvioinut, että markkinalla on yhteensä jo yli 100 MDR-ratkaisuja tarjoavaa toimijaa.

Kyberturvapalveluissa F-Secure on arvioinut yhtiölle relevantin kohdemarkkina kooksi noin 20 mrd. euroa ja markkinan odotetaan kasvavan noin 7 % vuodessa 2019-2022. Tällä hetkellä yhtiöllä on globaalisti 11 eri toimipistettä neljällä eri mantereella ja suurin asiakassegmentti on rahoitusala.

F-Securen markkinasegmenttien painoarvot, koko ja kasvu-% (CAGR 2019-2022)

Kuluttajien tietoturva €5,0 mrd.
→ *Merkittävä tuotealue*

➔ 3 %

Yritysten päätelaitteiden suojaaminen (EPP) ja €7,0 mrd.

automatisoitu hyökkäysten havainnointi ja reagointi (EDR) ➔ 9 %

→ EPP: *Merkittävä tuotealue*
→ EDR: *Uusi tärkeä tuotealue*

Uhkien havainnointi ja reagointi hallinnoituna €0,6 mrd.

palveluna (MDR) ➔ 20 %

→ *Uusi tärkeä tuotealue*

Kyberturvapalvelut €20,0 mrd.

→ *Tärkeä, kasvava alue*

➔ 7 %

Toimiala 3/4

Markkinan ajurit

Kyberturvamarkkinan kasvu tulee todennäköisesti olemaan jatkossakin tasaisen vahvaa digitalisaatioinvestointien vetämänä. Lisäksi jatkuvat uutiset vakavista tietomurroista (riskilähtöinen ostaminen) sekä regulaation tuoma paine (pakotettu ostaminen) vauhdittavat markkinan kasvua. Ylätasolla markkinan kasvua ajaa siis käytännössä digitalisaatio, regulaatio ja kasvavat uhkakuvat.

IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten mobiliteetti, pilvi, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvassa. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Yhtenä megatrendinä voidaan nostaa myös avoimien järjestelmien (kuten Android) yleistymisen. Tämä tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin yritykset vielä toimivat pääosin pelkästään omissa, yksilöllisissä suljetuissa ympäristöissä.

Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää yrityksiltä ja valtiolta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden ja tuotteiden kysyntää tukee tällöin myös se, että kyberturvallisuus on yhä useammin kriittinen ja kiinteä osa uutta IT-järjestelmää, digitaalista palvelua tai tuotetta. Tämä tarkoittaa, ettei

kyberturvallisuuteen liittyviä ongelmia voida ratkaista vain hankkimalla erillisiä hyllystä toimitettavia tietoturvaohjelmistoja ja -laitteistoja, vaan kyberturvallisuuden ratkaiseminen edellyttää myös korkean tason asiantuntijapalveluiden käyttöä. Näiden markkina-ajurien vuoksi myös F-Securen liiketoiminta on ollut viime vuodet murroksessa, jossa yhtiö on muuntautunut päätelaittekeskeisestä virustorjuntayhtiöstä kyberturvallisuustuotteiden- ja palveluiden monipuolisemmaksi tarjoajaksi yrityssegmenttiin.

Kuluttajätietoturva muutoksessa

Kuluttajätietoturvassa laitekannan muuttuminen on näkynyt PC:n virustorjuntaohjelmistojen hienoisena laskuna, mutta kokonaisuudessaan verkkoon kytkettyjen laitteiden lukumäärä kuluttajien kodeissa kasvaa nopeasti. Tämä tarjoaa kasvumahdollisuuksia uusille, kodin älylaitteet suojaaville tietoturvaluotteille, vaikka PC-vetoinen virustorjuntamyyni on haastava markkinana. Kuluttajätietoturvassa kyse on siis enemmänkin markkinan luonteen muutoksesta kuin siitä, että markkina hiipuisi PC-virustorjunnan mukana. Esimerkiksi Windowsin oma tietoturva kannibalisoi perinteistä tietoturvaa, mutta tämä ei ratkaise kuluttajalle ongelmaa, miten suojata lukuisat eri päätelaitteet. Siten F-Securen kokonaisuudet kattaville kuluttajaratkaisuille on luontainen tarve, koska päätelaitteiden ja käyttöjärjestelmien kirjo on laaja ja muuttuu jatkuvasti. Gartner on arvioinut kuluttajien verkkoon kytkettyjen laitteiden lukumäärän kasvavan vuoden 2017 5,2 miljardista laitteesta 12,8 miljardiin vuoteen 2020 mennessä.

EU:n tietosuoja-asetus

Vuoden 2018 toukokuussa voimaan astunut EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) on lisännyt viime vuosina kysyntää kyberturvapalveluille. Asetus asetti henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita. EU:n tietosuoja-asetuksen kautta organisaatioille tuli esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattuessa. Asetusta valvovalla viranomaisella on mahdollisuus määrätä sanktioita asetuksen vastaisesta toiminnasta. Sanktiot voivat olla merkittäviä, sillä vakavimmissa rikkeissä sakko on 20 MEUR tai 4 % yrityksen vuotuisesta liikevaihdosta, millä on tarkoitus herätellä yritykset ottamaan asetus vakavasti. GDPR tukee osaltaan myös F-Securen tuoteliiketoimintaa, sillä asetuksen myötä yritysten on rakennettava parempia kyvykkyyksiä havaita toteutuneita tietomurtoja.

Toimiala 4/4

Toimialan konsolidaatio jatkuu

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet viime vuosikymmenen ajan sektorille paljon investointeja, mikä näkyy pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Aktiiviteetin tasosta esimerkkinä kertoo F-Securen kilpailija Carbon Blackin tarina. Pääomasijoittajien rahoittama yhtiö listattiin pörssiin kovalla arvostuksella (EV/S 6,6x) vuonna 2018, kun jo vuotta myöhemmin yhtiö päätyi yritysoston kohteeksi vielä kovemmilla kertoimilla (EV/S 9,1x).

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

Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, ja myös listattujen kyberyhtiöiden arvostustasot nousseet

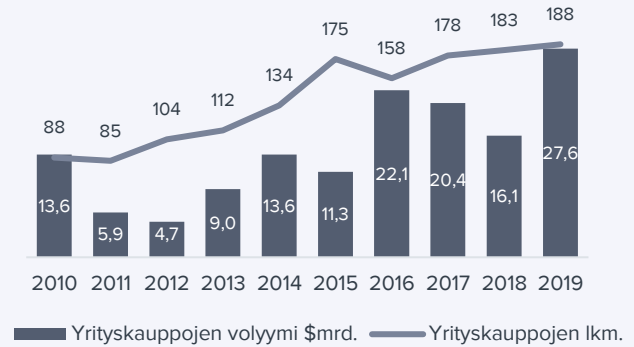
merkittävästi. Tämä osaltaan vaikeuttaa myös F-Securen edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Yrityskauppojen liikevaihtokertoimet ovat korkeimmillaan nousseet palveluyhtiöissä 5x ja tuote-yhtiöissä yli 10x tasolle. Tällä hetkellä pörssissä kaikista kuumimmista kyberyhtiöistä maksetaan jopa yli 30x tasolla olevia EV/S-kertoimia.

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 tuoteportfoliotaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturvasta tulee yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdentämään tarjoamiaan.

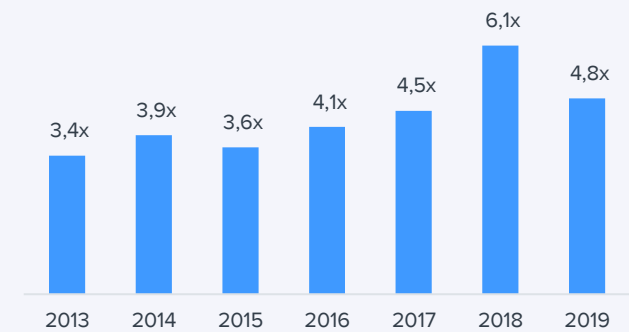
Uskomme F-Securen olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa ostajan roolissa, mutta tällä hetkellä vuoden 2018 MWR-yritysostosta syntyneiden velkojen sulattelu sekä sektorin korkeat arvostustasot jarruttavat yritysostoaikeita.

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

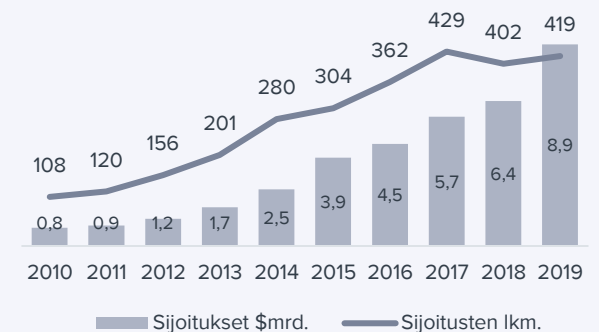
Kyberturva-alan yrityskaupat



Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin (LTM)



Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin

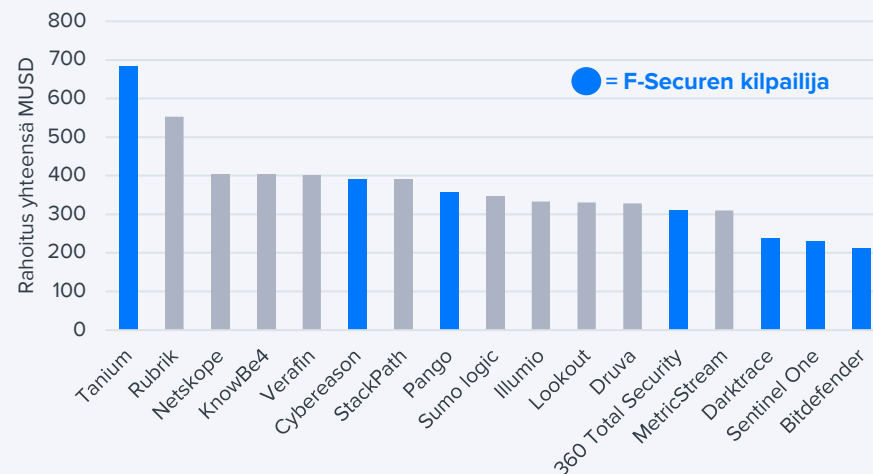


Toimialan yrityskaupat ja sijoitukset

Sektorin yrityskauppoja, joiden arvostuksista julkista tietoa saatavilla

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/S
2/2020	Advent	Forescout	1 884	4,8x
1/2020	LexisNexis Risk Solutions	ID Analytics	375	7,8x
12/2019	F5 Networks	Shape Security	1 028	17,1x
11/2019	Open Text	Carbonite	1 400	3,4x
10/2019	Thoma Bravo	Sophos	3 948	5,1x
8/2019	Broadcom	Symantec Enterprise	10 700	4,6x
8/2019	Vmware	Carbon Black	2 100	9,1x
5/2019	Orange	SecureLink	576	2,1x
2/2019	Carbonite	Webroot	618	2,9x
11/2018	BlackBerry	Cylance	1 500	11,5x
10/2018	Thoma Bravo	Imperva	1 800	5,2x
8/2018	Shearwater Group	Brookcourt Solutions	40	1,4x
8/2018	Cisco Systems	Duo Security	2 350	>20x
6/2018	F-Secure	MWR Infosecurity	110	3,1x
12/2017	Thales	Gemalto	5 541	1,8x
11/2017	Warburg Pingus	Cyren	119	3,8x
11/2017	Thoma Bravo	Barracuda Networks	1 405	3,8x
7/2017	Open Text	Guidance Software	245	2,1x
2/2017	Sophos Group	Invincea	120	4,8x
2/2017	Palo Alto Networks	LightCyber	105	10,5x
1/2017	Keysight Technologies	Ixia	1 603	3,3x
11/2016	Symantec	LifeLock	2 362	3,6x
9/2016	TPG	McAfee	4 200	2,5x
7/2016	Avast	AVG	1 463	3,4x
6/2016	Symantec	Blue Coat	4 722	7,9x
1/2016	FireEye	iSight Security	269	6,7x
11/2015	NCC Group	Fox-IT Group	141	4,9x
6/2015	F-Secure	nSense	20	2,6x
4/2015	Singtel	Trustwave Holdings	786	3,6x
4/2015	Marlin Equity Partners	Fidelis Cybersecurity	200	3,3x
3/2015	NCC Group	Accumuli	83	2,4x
12/2014	Belden	Tripwire	710	6,0x
7/2013	Cisco Systems	SourceFire	2 194	7,5x
		Mediaani	458	3,8x
		Keskiarvo	1 211	5,1x

Eniten rahoitusta keränneitä listaamattomia kyberturvayhtiöitä



Sektorin listautumisaktiiviteetti ollut vilkasta viime vuosina

Yritys	IPO vuosi	EV/S IPO:ssa (LTM)	2020e EV/S
Okta	2017	8,3	32,0
SailPoint	2017	6,2	9,5
Zscaler	2018	10,6	29,7
Avast	2018	7,6	8,6
Tenable	2018	8,3	8,4
Solarwinds	2018	7,9	7,5
Tufin	2019	4,0	2,3
CrowdStrike	2019	26,0	62,6
Cloudflare	2019	18,3	27,6
Ping Identity	2019	5,4	9,9

Kilpailu

Kasvava markkina houkuttelee paljon kilpailua

Kyberturvamarkkinan nopea kasvu ja sektorin korkea investointiaste ovat viimeiset 10 vuotta muokanneet kilpailukenttää voimakkaasti. Kilpailukenttä on edelleen hyvin pirstaloitunut ja markkina hakee vielä voimakkaasti muotoaan. Yhä suuremman osuuden markkinoiden kasvusta nappaavat uudet kyberturva-alan start-upit, jotka ovat usein erikoistuneet tiettyyn kyberturvan niche-segmenttiin palveluillaan tai tuotteillaan. Osa viime vuosikymmenellä perustetuista uusista kyberyhtiöistä on pystynyt kasvamaan jo kokoluokkaan, missä ne ovat tulleet syömään markkinaosuuksia sektorin perinteisemmiltä toimijoilta. Esimerkiksi viime vuosina yhdysvaltalaisen Crowdstricken erittäin nopea kasvu on näkynyt päätelaitteiden suojaustuotteiden markkinalla perinteisten toimijoiden markkinaosuuksissa suurissa enterprise-kokoluokan asiakkaissa.

Kasvaneeseen kilpailuun vastatakseen perinteiset ja pidempään markkinoilla olleet toimijat pyrkivät rakentamaan tarjoamistaan entistä kokonaisvaltaisempia, mikä on kiihdyttänyt alan konsolidaatiota, kun isommat pelurit ostavat pienempiä tuote- ja palveluyhtiöitä.

Isossa kuvassa markkinalla toimivat myös globaalit IT-sektorin jättiläiset kuten IBM, Microsoft ja Cisco, joiden kyberturvallikevähädot ovat miljardiluokassa. Erityisesti Microsoft on viime vuosina nostanut päätään yrityspuolella hyvien tuotteiden ja erittäin vahvan jakeluvoimansa avulla. Olemme listanneet F-Securen kilpailijoita eri tuotealueilla seuraavalla sivulla.

Kilpailutekijät kyberturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää tai havaita haittaohjelmia luonnollisesti korostuu kilpailutekijänä. Havainnointi- ja reagoitukyvykkyydet tulevat olemaan olennainen osa päätelaitteiden suojausta ja ilman niitä perinteinen antivirusohjelmisto jää nopeasti kilpailussa jälkeen. Päätelaitteiden suojaustuotteissa alalle tulon kynnyks on kuitenkin pienentynyt tekoälyn ja pilviympäristöjen tarjotessa tarvittavat algoritmit sekä kapasiteetin virustorjuntaohjelmistoille. Asiakkaiden luottamus tuotteeseen, menestys erilaisissa testeissä ja brändi korostuvatkin yhä enemmän kilpailussa.

Jakelukanavien rooli kilpailussa on myös merkittävässä roolissa, sillä ilman toimivia jakelukanavia tuoteliiketoimintaan on vaikea saada volyyminä ja sitä kautta skaalautuvuutta. Etenkin yritystietoturvassa tuotteita myydään pääosin palvelukumppanien kautta ja tuoteratkaisut pitää pystyä rakentamaan siten, että ne mahdollistavat myös palvelukumppanille mahdollisuuden rakentaa lisäarvopalveluita tuotteen päälle.

Keskisuurissa ja suurissa yhtiöissä tuotetarjooman yhtenäisyys korostuu kilpailutekijänä, sillä tämä asiakaskunta ostaa mieluummin kerralla laajan kokonaisratkaisun useiden pistemäisten tuoteratkaisujen sijaan. Silti markkina on edelleen hyvin pirstaloitunut ja suojattavia kokonaisuuksia riittää paljon myös F-Securen ratkaisutarjoaman ulkopuolella. F-Securen arvion mukaan noin 2000 henkilön yrityksellä on tyypillisesti käytössä 20-30 erilaista tietoturvaratkaisua, joista parhaimmillaan alle kolmasosa voidaan saada yhdeltä toimittajalta.

F-Securen kilpailuedut

F-Securen vahva brändi etenkin Pohjois-Euroopassa pohjautuu yhtiön pitkäaikaiseen ja vankkaan osaamiseen virustorjunteknologioissa. Osoituksena tästä toimii yhtiön voittamat lukuisat palkinnot haittaohjelmien tunnistustesteissä. F-Securen brändi on erityisen vahva päätelaitteiden suojaustuotteissa pienten yritysten ja kuluttajien keskuudessa. Yhtiöllä on vielä töitä tehtävänä brändinsä osalta yrityspuolella, jotta yhtiö mielletäisiin vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberturvataloksi, jonka ratkaisut kattavat myös suurempien yritysten tietoturvatarpeet. F-Securen konsultointipalvelut kiillottavat yhtiön brändiä yrityspuolella ja auttavat yhtiöitä positioitumaan vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberyhtiöksi. Konsultointi antaa myös kilpailuetua pelkkiä kyberturvatuotteita tarjoavia yhtiöitä vastaan.

F-Securen laaja jälleenmyyjäkanava yritystietoturvassa sekä operaattorikanava kuluttajietoturvassa antavat yhtiölle kilpailuetua etenkin pienten yritysten ja kuluttaja-asiakkaiden keskuudessa. Suuremmissa asiakkuuksissa yrityspuolella yhtiöllä on vielä kehittämistä kumppaniverkostossaan.

Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoitaan vastaan siitä, että geopolittiset tekijät saattavat painaa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa.

Käsityksemme mukaan F-Securella on virustorjunnan lisäksi teknologista kilpailuetua myös yrityspuolen uusissa ratkaisuissa (Countercept). Tätä osaltaan todistavat jo nykyiset vahvat asiakkuudet korkean vaatimustason asiakkaissa, kuten suurissa pankeissa.

Kilpailukenttä

F-Securen osaamisalueet	Painoarvo F-Securen liiketoiminnassa ja strategiassa	Pääkilpailijat	Muita kilpailijoita
Pöytälaitteiden suojaaminen (EPP)	✓✓✓	SOPHOS, TREND MICRO, McAfee, Symantec, KASPERSKY, panda, Bitdefender	FireEye, SentinelOne, cybereason, TANIUM, CYLANCE, ESET, Microsoft, Carbon Black, GUIDANCE SOFTWARE, CROWDSTRIKE
Automatisoitu hyökkäysten havainnointi ja reagointi (EDR)	✓✓	DARKTRACE, FireEye, CROWDSTRIKE, Carbon Black, TREND MICRO, Symantec, SOPHOS	TANIUM, KASPERSKY, cybereason, CYLANCE, McAfee, GUIDANCE SOFTWARE, panda, SentinelOne
Kyberhyökkäysten havainnointi ja reagointi hallinnoituna palveluna (MDR)	✓✓	DARKTRACE, Carbon Black, CROWDSTRIKE, RAPID7	FireEye, SentinelOne, cybereason, paloalto NETWORKS, Microsoft
Kyberturvapalvelut	✓✓	Ei yksittäisiä pääkilpailijoita	FireEye, RAPID7, NIXU cybersecurity, CROWDSTRIKE, KASPERSKY, nccgroup, accenture, McAfee, SecureLink, CGI
Haavoittuvuuksien hallinta	✓	RAPID7, Qualys, tenable	

Strategia 1/2

Transformaatio kyberturvataloksi

Vuonna 2015 F-Secure aloitti uuden strategiansa mukaisesti muuntautumisen kuluttaja-liiketoimintaan keskittyneestä antivirusyhtiöstä kohti laaja-alaisempaa kyberturvayhtiötä, jonka liiketoiminnan painopiste on nopeasti kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla. Muutoksen lähtölaukaus oli kuluttajakeskeisen pilvitallennusliiketoiminnan myynti ja yritystietoturvaan keskittyneen nSensen osto, jolla yritystietoturvan tarjoomaa ja osaamista laajennettiin merkittävästi.

Vuonna 2016 aloittaneen toimitusjohtaja Samu Konttisen aikana muutosvauhtia on kiihdytetty ja yhtiön painopistettä on fokusoitu erityisesti tietomurtojen havainnointi- ja reagoitiratkaisujen kehittämiseen, missä yhtiö näkee merkittävää kasvupotentiaalia. Kyberturvakonsultointia vahvistettiin myös kahdella pienemmällä yritysostolla vuonna 2017.

Vuonna 2018 MWR-yrityskauppa vei F-Securen yritystietoturvaan perustuvaa kasvustrategiaa ja muutosprosessia kertaloikalla reilusti eteenpäin. Konsultoinnin painoarvo yhtiön liiketoiminnassa kasvoi merkittävästi ja kaupasta saatu Countercept-tuote vahvisti yhtiön havainnointi- ja reagoitiratkaisujen tarjoomaa. MWR:n integrointi osaksi F-Securea on nyt saatu valmiiksi ja se sujui odotetun hyvin.

Kokonaisuudessaan yhtiön transformatio on jo loppusuoralla ja se on tähän mennessä edennyt pääosin hyvin. Mielestämme uusien MDR- ja EDR-ratkaisujen myynnin kehitys olisi kuitenkin viime vuosina voinut olla nopeampaa, ja tämä on

näkynyt odotuksia hitaampana orgaanisena kasvuna. Tuote- ja palvelutarjooman yhtenäistäminen sekä jälleenmyyjäkanavan kehittäminen on vienyt odotettua pidempään, mikä on arviomme mukaan pääasiallinen syy aiemmista odotuksista jääneeseen kehitykseen. Käsitksemme mukaan jälleenmyyjäkanava alkaa olla nyt kunnossa, minkä pitäisi alkaa heijastua uusien tuotteiden kasvuun. Lyhyellä aikavälillä koronatilanne lyö kuitenkin kapuloita rattaisiin erityisesti MDR-ratkaisujen osalta pitkien myyntisykliä vuoksi.

Taloudelliset tavoitteet

F-Securella ei ole tällä hetkellä julkistettuja pitkän aikavälin taloudellisia tavoitteita. Aiemmin yhtiön tavoitteena vuosina 2018-2021 oli kasvattaa yritystietoturvan liikevaihtoa yli 15 %:n vuosivauhtia, mutta tavoite poistettiin viime joulukuussa, samalla kun yritystietoturvan vuoden 2019 kasvuohjeistusta hieman laskettiin. Nykyisten ennusteidemme (CAGR 18-21: ~16 %) valossa yhtiö olisi yltämässä aiempaan tavoitteeseen. Kasvusta noin puolet on saavutettu MWR-yritysostolla.

F-Secure panostaa strategiassaan edelleen yritystietoturvan kasvun kiihdyttämiseen ja nämä panostukset rasittavat yhtiön kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. Mielestämme yhtiön pitäisi pystyä skaalautuvan tuoteliiketoiminnan ansiosta pitkällä aikavälillä vähintään 15-20 %:n liikevoitto-marginaaliin. Yhtiö on kertonut hakevansa jatkuvasti oikeaa tasapainoa kasvuinvestointien ja kannattavuuden välillä optimoidakseen omistaja-arvon luonnin pitkällä aikavälillä.

F-Secure voisi halutessaan arviomme mukaan

tehdä nyt erinomaista kannattavuutta siirtämällä liiketoiminnan painopistettä ”lypsytilaan”. Teknologiayhtiöiden ikuinen paradoksi on kuitenkin se, että tämä tuhoaisi liiketoiminnan pitkän aikavälin kilpailukyvyyn. Huomioiden toimialaan parhaillaan kohdistuva investointialto, on etabloituneiden kyberturvayhtiöiden todennäköisesti kasvatettava panoksiaan säilyttääkseen edes nykyiset asemansa. Havainnointi- ja reagoitiratkaisuissa markkina kasvaa nyt nopeasti ja markkinaosuudet ovat nyt jaossa, joten mielestämme kasvun tavoittelu on tässä vaiheessa F-Securen kannalta järkevää ja onnistuessaan omistaja-arvoa luovaa.

Kuluttajatietoturva F-Securen riskinotto on maltillisempaa ja pääfokus on kasvun sijaan kannattavuudessa kuluttajamarkkinan kasvunäkymien ollessa huomattavasti maltillisemmat. Kuluttajatietoturva on kuitenkin F-Securen strategian kannalta merkittävässä roolissa sen tuottaessa hyvää kassavirtaa, joka mahdollistaa investoinnit yrityspuolelle. Kuluttajatietoturvan investoinneilla pyritään ensisijaisesti säilyttämään nykyinen hyvä markkina-asema ilman merkittävää riskinottoa.

F-Securen osingonjakopolitiikkana on ollut jakaa noin puolet yhtiön vuotuisesta liikevoitosta omistajille. Vuosien 2014-2016 tuloksista yhtiö maksoi myös lisäosinkoa. Vuosina 2018-2019 yhtiö on jättänyt osingonmaksun väliin MWR-kaupan tuotua taseeseen velkaa ja raportoidun tuloksen jäätyä matalaksi kasvupanostuksista johtuen. F-Securen arvionluonti perustuu kasvuun yritystietoturvaan, eikä yhtiö profiloitu osinkoyhtiöksi.

Strategia 2/2

Mielestämme yhtiön onkin järkevämpää käyttää varojaan kasvuinvestointeja varten hankitun velan lyhentämiseen kuin pienen osingon maksamiseen. Odotamme yhtiön jättävän osingonmaksun väliin myös seuraavana keväänä. Arvioimme tämän jälkeen yhtiön osingonjaon heijastelevan osinkopolitiikkaa, jolloin osingon taso jää vielä melko alhaiseksi kasvupanostusten edelleen rasittaessa tulosta.

Yrityskaupat

Yrityskaupat kuuluvat F-Securen strategian työkaluvalikoimaan ja yhtiön muutosta kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi on viime vuosina vauhditettu yritysostoilla.

F-Securen tavoitteet yrityskaupoille voi jakaa kolmeen osaan. Konsultointiliiketoiminnassa yritysostoja tehdään maantieteellisen peiton kasvattamiseksi tai osaajien hankkimiseksi, jolloin yritysosto toimii myös rekrytoinnin vaihtoehtona. Esimerkkeinä näistä ovat yhtiön vuonna 2017 tekemät pienet (yhteensä 3,5 MEUR) yritysostot (Inverse Path Italiassa ja Digital Assurance Consulting Britanniassa).

Toiseksi F-Secure kartoittaa tuotepuolella pieniä, nykyistä tuotetarjoomaa täydentäviä yritysostoja. Vuonna 2015 F-Secure osti suomalais-tanskalaisen palveluyhtiö nSensen 18 MEUR:lla, mistä yhtiölle siirtyi kyberturvakonsulttien lisäksi haavoittuvuuksien hallintaan tarkoitettu tuote (nyk. F-Secure Radar). Käsitksemme mukaan yrityskauppa oli hyvin onnistunut ja se kiihdytti yhtiön transformaatiota sekä vahvisti useita tavoiteltuja osaamisalueita. Lyhyellä tähtäimellä pidämme todennäköisimpänä, että F-Securen

mahdolliset yritysostot osuisivat tähän kategoriaan.

Vuonna 2018 F-Secure osti brittiläisen noin 400 henkeä työllistävän ja noin 31 MEUR:n liikevaihtoa tehneen MWR InfoSecurityn. Käteisenä maksettava kauppahinta oli 80 miljoonaa punttaa (91,6 MEUR). Lisäksi järjestelyyn liittyi enimmillään 25 miljoonan punnan (28,6 MEUR) lisäkauppahinta, josta maksettiin lopulta 5 miljoonaa punttaa. Lisäkauppahintaan liitetyt ehdot olivat lähtökohtaisesti kovia, ja siten lopulta haarukan alalaitaan asetunutta lisäkauppahinta ei ollut yllätys. Lopullisella kauppahinnalla yrityskaupan EV/Liikevaihto-kerroin oli noin 3,1x, jota voidaan pitää neutraalina peilattuna F-Securen omaan arvostukseen kauppahetkellä (EV/S viim. 12kk: 3,1x) tai sektorilla toteutuneisiin yrityskauppoihin. Yrityskauppa kasvatti F-Securen maantieteellistä peittoa, vahvisti merkittävästi konsultointia (>50 % liikevaihdosta palveluista) ja toi F-Securen tuoteportfolioon strategisesti tärkeitä havainnointi- ja reagenttiratkaisuja täydentäviä teknologioita (Countercept).

Kolmas vaihtoehto on jokin suurempi yritysjärjestely, jolla yhtiö tavoittelisi skaalaetuja tai saisi tuotteilleen entistä laajempaa jakelukanavaa keskisuurten ja suurten yhtiöiden asiakassegmenttiin ostettavan yrityksen kautta. MWR-kaupan jälkeen F-Securen taseasema (Q2'20: omavaraisuus 46 %, gearing 14 %) ei riittäisi suurien kauppojen tekemiseen, mutta käsityksemme mukaan yhtiö on valmis hankkimaan tarvittaessa sekä oman- että vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, jos sopiva ostokohde löytyisi. Emme odota yhtiön tekevän

lähitulevaisuudessa suuria järjestelyjä, sillä MWR-kaupan velkojen sulattelu on vielä osittain kesken. Lisäksi suurempia järjestelyitä hidastaa arviomme mukaan kyberturvasektorin korkeat arvostustasot.

Strategia



Päätelaitteiden suojaukseen keskittynyt virustorjuntayhtiö

- Fokus kuluttaja-asiakkaissa
- Operaattorikanava strategian keskiössä

Transformaatio kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi käynnistetään

- Painopiste kasvaville yritystietoturvan markkinoille
- Onnistunut exit pilvitalennusliiketoiminnasta
- Kolmen kyberturvapalveluyhtiön osto
- Tuotekehityksen fokus tietoturvahkien havainnointi- ja reagoitutuotteisiin
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja kasvattaminen

Kasvun kiihdyttäminen

- MWR InfoSecurity -yritysosto
- Siirtymä keski suurten yritysten asiakassegmenttiin
- Tuoteportfolion parempi integrointi
- Mahdollisesti kasvua kiihdyttäviä yrityskauppoja
- Kuluttajätietoturvassa tavoitteena vakaa kasvu ja hyvä kannattavuus

Strategian onnistumistekijät

Toteutunut

- Yritystietoturvan vahvistaminen onnistuneilla yrityskaupoilla palveluliiketoiminnassa
- Yritystietoturvan tuoteportfolion vahvistaminen
- Yritystietoturvan liikevaihdon kasvattaminen kuluttajätietoturvaa suuremmaksi
- Kuluttajaliiketoiminnan kilpailukyky pidetty vahvana
- Organisaation ja kulttuurin muokkaaminen vastaamaan kasvustrategiaa

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kasvu yritystietoturvassa MDR/EDR-ratkaisujen avulla
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen vastaamaan vielä paremmin suurempien yritysten tarpeisiin
- Tuote- ja palvelutarjooman yhtenäistäminen vastaamaan vielä paremmin suurempien asiakkaiden tarpeita
- Konsultoinnissa painopiste kasvusta kannattavuuteen kypsemillä markkinoilla, pienemmillä markkinoilla riittävän skaalan saavuttaminen
- Brändimielikuvan vahvistaminen virustorjuntayhtiöstä kyberturvayhtiöksi

Seuraavat 5 vuotta

- Vahvan jakelukanava- ja kumppaniverkoston luominen keski suuriin ja suuriin yrityksiin
- Kuluttajaliiketoiminnan pitäminen jatkuvasti elinvoimaisena ja kilpailukykyisenä
- Kyky vahvistaa palvelu- ja tuoteportfoliota jatkuvasti markkinatrendien ja teknologian muutosten mukaisesti organisaation tai yrityskaupoin

Taloudellinen tilanne

Kasvu- ja tuloskehitys 2015-2019

Vuonna 2015 F-Secure muutti uuden strategiansa myötä liiketoimintansa painopisteen vahvemmin tietoturvatkaisuun ja myi omistamansa pilvitallennusliiketoiminnot 52 MEUR:n hinnalla (F-Secure maksoi liiketoiminnasta 30 MEUR vuonna 2009). Tämän jälkeen F-Secure alkoi panostaa merkittävästi nopeasti kasvaville yritystietoturvan markkinoille ja kasvua on haettu sekä orgaanisesti että yritysostoin. Tämän jälkeen yritystietoturvan liikevaihto on kasvanut vuoden 2014 46 MEUR:sta 122,5 MEUR:oon vuoteen 2019 mennessä keskimääräisen vuotuisen kasvuprosentin ollessa 21,6 %. Karkeasti arvioituna noin puolet kasvusta on orgaanista ja puolet yritysostoista. Kuluttajatietoturvassa yhtiö on kasvanut tällä aikavälillä maltillisesti noin 0,6 % vuodessa ja kuluttajatietoturvan liikevaihto oli vuonna 2019 94,8 MEUR.

F-Secure kiihdytti strategian mukaisia kasvupanostuksiaan vuosina 2017-2019, mikä näkyi yhtiön kannattavuudessa. Oikaistu EBIT-% oli 5,6% ja 4,4 % vuosina 2018-2019, kun se oli vuosina 2015-2016 12,1-15,1 %. Suurimmat kasvuinvestoinnit on nyt tehty ja vuodesta 2020 alkaen tämä alkaa näkyä parantuvana kannattavuutena. MWR-yrityskauppaan liittyvät aineettomien hyödykkeiden poistot (vajaa 4 MEUR vuodessa) rasittavat raportoitua tulosta vielä tulevina vuosina.

Kulurakenne

F-Securen bruttokate oli vuonna 2019 77 %. Myynnin suoriin kuluihin kirjataan pilvipohjaisten palvelujen tuottamisesta ja asiakastuesta

aiheutuvat kustannukset, kyberturvallisuuspalvelujen tuottamisesta johtuvat suorat kustannukset sekä myynnin rahti- ja rojaltimaksuja. Pitkällä aikavälillä arvioimme bruttokate-%:n nousevan, kun uusien yritystietoturvan tuotteiden osuus yhtiön liikevaihdosta kasvaa.

Myynnin ja markkinoinnin kulut olivat 106 MEUR ja vastasivat 49 % liikevaihdosta vuonna 2019. Kuluerä koostuu henkilöstön palkoista, markkinointikuluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Myynnin ja markkinoinnin kuluerä joustaa arviomme mukaan parhaiten alaspäin F-Securen painopisteen nyt asteittain siirtyessä kasvusta kannattavuuteen tästä vuodesta alkaen.

Tuotekehitysmenot olivat vuonna 2019 39,5 MEUR eli 18 % liikevaihdosta. Emme odota kuluerän suhteellisen osuuden skaalautuvan merkittävästi alaspäin pitkällä aikavälillä. Tuotekehityskuluista valtaosa on henkilöstökuluja. F-Secure aktivoi kehitysmenoja taseeseen melko maltillisesti aktivoitujen menojen oltua viime vuonna 6,2 MEUR (2018: 4,7 MEUR).

Hallinnon kulut olivat vuonna 2019 28,2 MEUR tai 13 % liikevaihdosta. Kuluihin sisältyy noin 9,5 MEUR:lla MWR-kauppaan liittyviä kertaluonteisia kuluja ja näistä oikaistuna kulut vastasivat 8,6 % liikevaihdosta. Arviomme kulujen suhteellisen osuuden hieman laskevan tulevaisuudessa liikevaihdon kasvun mukana.

Rahavirta

F-Securen liiketoiminta tuottaa normaalisti hyvää kassavirtaa ja liiketoiminnan rahavirta oli vuosien 2013-2017 välillä 22-29 MEUR vuodessa. Vuonna 2018 rahavirta heikkeni 6,8 MEUR:oon johtuen

pääosin MWR-kaupasta ja sen integraatiosta. Vuonna 2019 rahavirta parani 18,5 MEUR:oon. Rahavirtaa tukee asiakkailta saadut ennakkomaksut, sillä monivuotisten sopimusten maksut saadaan usein heti sopimuskauden alussa. Tämän ansiosta F-Securen käyttöpääoma on selvästi negatiivinen. Saatujen ennakkojen kasvuvauhti on viime vuosina kuitenkin hidastunut asiakkaiden suosiessa yhä enemmän kuukausilaskutukseen perustuvia sopimuksia.

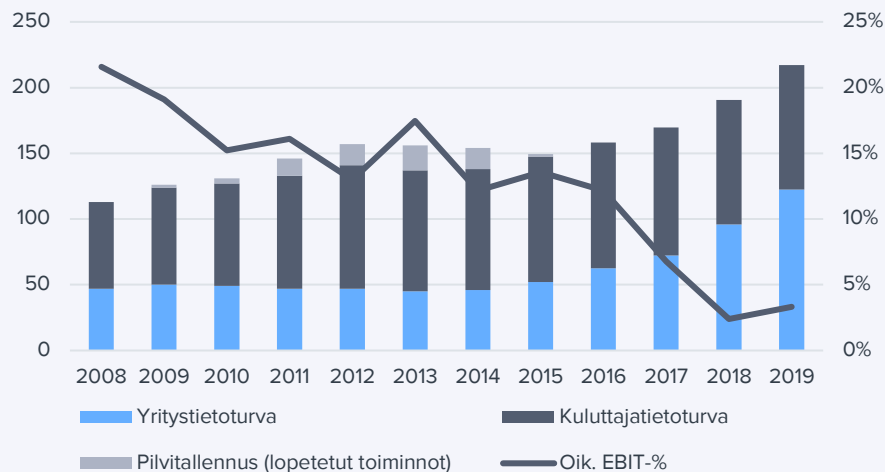
Tase ja rahoitusasema

F-Securen tase on suuresta MWR-yritysostosta huolimatta hyvässä kunnossa. Q2'20 lopussa yhtiön nettovelkaantumisasaste oli 14 % ja omavaraisuusaste noin 46 %. Taseen loppusumma oli 226,5 MEUR. Liikearvoa yrityskaupoista taseessa on 79 MEUR:n edestä. Liikearvon testaukseen käytetään korkeaa noin 11-15 %:n WACC:ia, emmekä pidä merkittävää arvonalentumisriskiä todennäköisenä. Muut aineettomat hyödykkeet olivat 34 MEUR, josta noin puolet liittyy MWR-kauppaan. Muuten taseen varat koostuivat pääosin kassasta (40 MEUR), saamisista (49 MEUR).

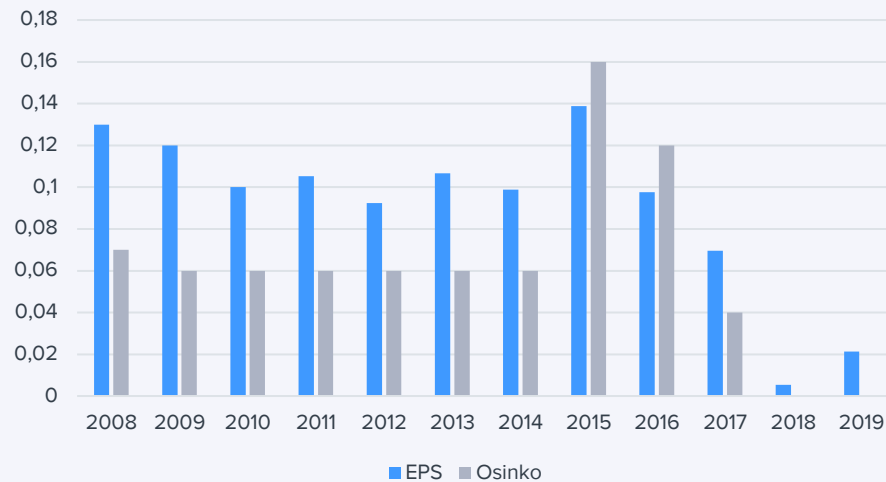
Taseen vastattavaa puoli koostui enimmäkseen omasta pääomasta (71,5 MEUR) sekä pitkäaikaisista (19 MEUR) ja lyhytaikaisista (79 MEUR) korottomista veloista. Korottomista veloista 72 MEUR oli saatuja ennakoita. MWR-kauppa rahoitettiin osittain korollisella velalla, jota oli yhteensä 38 MEUR Q2'20 lopussa. Korollisiin velkoihin sisältyy Q2:lla koronan vuoksi varalta nostettu 10 MEUR:n valmiusluotto, jonka kokonaiskapasiteetti on 23 MEUR.

Historiallinen kehitys

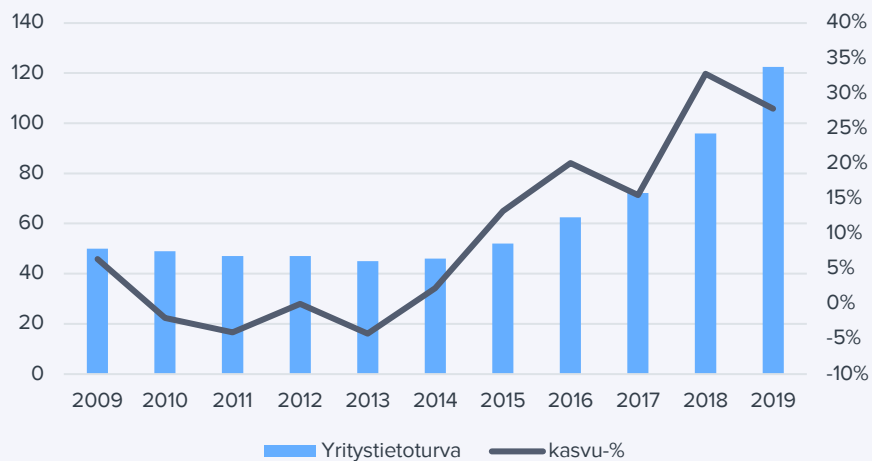
Liikevaihto ja kannattavuus



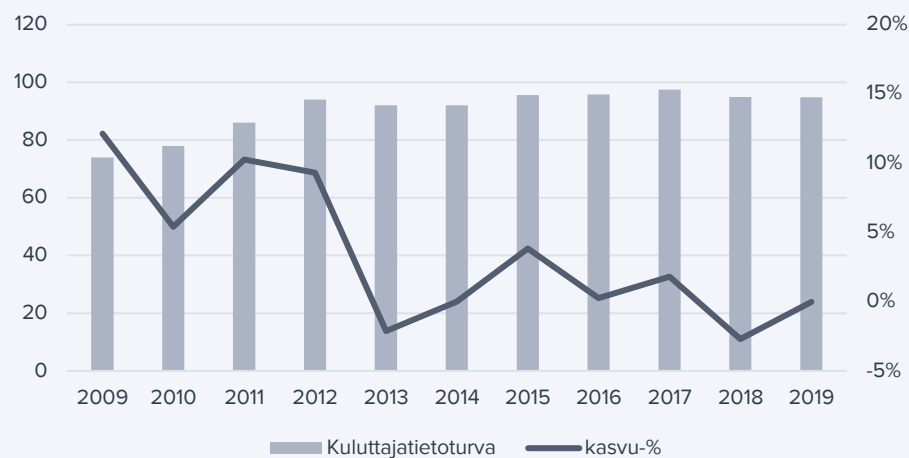
Osakekohtainen tulos ja osinko



Yritystietoturvan liikevaihto ja kasvu-%



Kuluttajatietoturvan liikevaihto ja kasvu-%



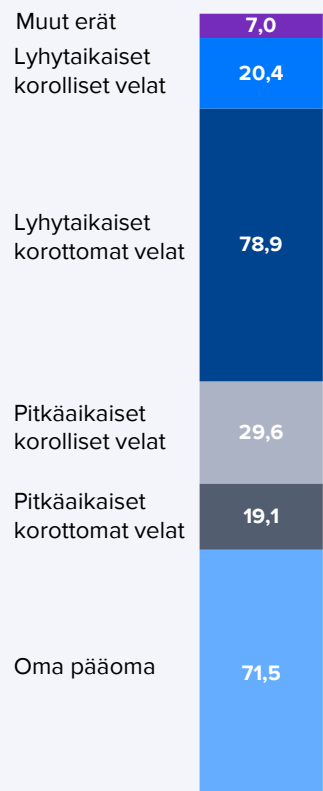
Taloudellinen tilanne

Tase Q2'20 (MEUR)

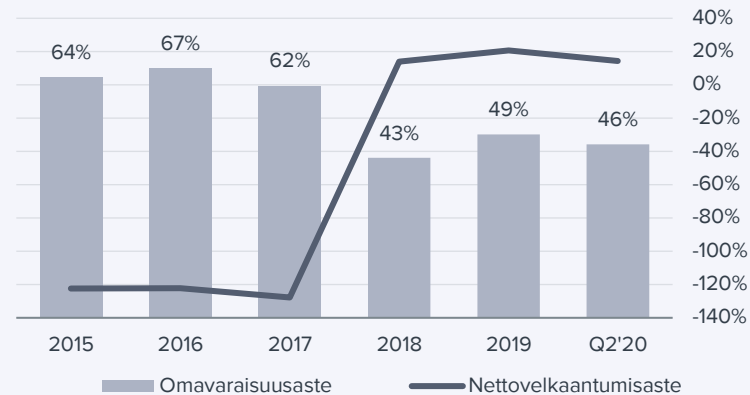
Vastaavaa



Vastattavaa



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

Ennusteet

Ennusteiden lähtökohdat

Ennusteemme odottaa F-Securen investoivan lähivuosina kuluttajatietoturvan kassavirtoja yritystietoturvan liikevaihdon kasvattamiseksi. Erityisesti MDR- ja EDR-ratkaisuissa kasvupotentiaalia on huomattavasti ja F-Secure on investoinut näille alueille viime vuosina merkittävästi. Tehtyihin panostuksiin nähden näiden liiketoimintojen kokoluokka on vielä pieni, ja tulevina vuosina kasvun pitäisi alkaa heijastua myös asteittain kannattavuuteen, kun suurimmat investoinnit ovat jo takanapäin.

Konsultoinnissa kysyntänäköymä on koronan yli katsottuna edelleen hyvä, ja arvioimme F-Securen palaavan siellä takaisin kasvupolulle ensi vuodesta alkaen. Konsultoinnin lähivuosien kannattavuus on pitkälti kiinni kysynnän elpymisen vauhdin lisäksi siitä, miten F-Secure onnistuu kasvamaan pienemmällä markkinoillaan saavuttaakseen riittävän skaalan.

Yritystietoturvasa vielä merkittävä osa liikevaihdosta (arvioimme mukaan vajaa puolet) tulee hitaasti kasvavista päätelaitteiden suojaustuotteista (EPP). Siten uusien tuotteiden ja palveluiden täytyy kasvaa vahvasti, jotta se heijastuu voimalla myös yritystietoturvan kokonaiskasvuun.

Kuluttajatietoturvasa kasvunäkymä on isossa kuvassa vakaa, ja odotamme sen jatkavan maltillisessa (2-3 %) kasvussa lähivuosina. Olemme nostaneet kuluttajatietoturvan lähivuosien kasvuennusteita aiemmasta 1%:sta, sillä käsityksemme mukaan operaattorikanava näyttää

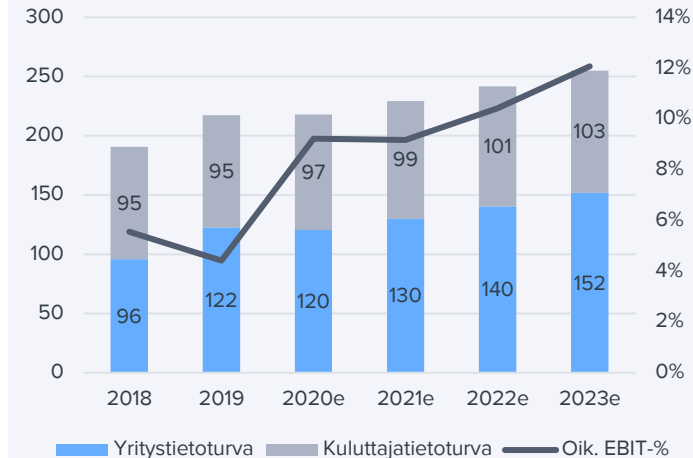
tällä hetkellä pieniä piristymisen merkkejä. F-Secure on onnistunut solmimaan uusia operaattorikumppanuuksia ja myös olemassa olevan operaattorikanavan myynti kehittyi pykälää suotuisammin. Lisäksi Sense sekä uusi ID Protection -tuote tarjoavat pitkällä aikavälillä mielenkiintoisen kasvuoption.

Vuoden 2020 ennuste

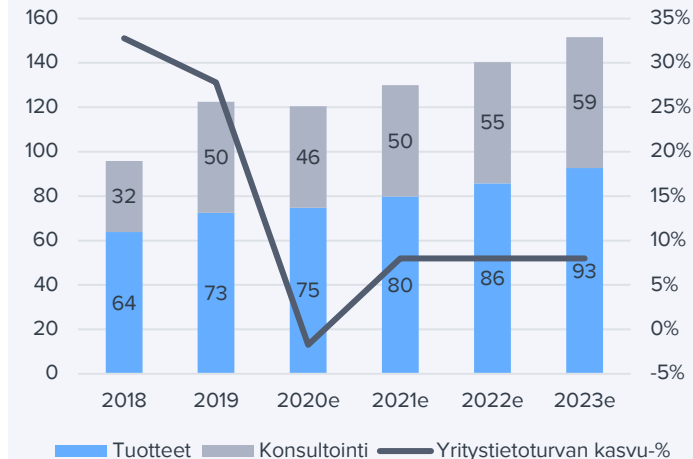
F-Secure ei odotetusti antanut vielä Q2-raportissa uusia näkymiä koko vuodelle, sillä näkyvyys loppuvuoteen on etenkin konsultoinnin osalta edelleen heikko. Alkuvuoden perusteella koronan vaikutukset konsultointia lukuun ottamatta ovat kuitenkin olleet melko lieviä ja F-Securen vakaa ohjelmistoliiketoiminta tuo turvaa epävarmuuden keskellä. Q2:lla F-Securen kannattavuus (oik. EBIT-% 13 %) oli poikkeuksellisen korkea, kun kannattavuutta tuki tiukan kulukurin lisäksi koronan vuoksi pienentyneet myynnin ja markkinoinnin kulut sekä matkakulut. Yhtiön mukaan toimintojen normalisoituessa kulutaso tulee jälleen nousemaan koronaa edeltäneelle tasolle, joten loppuvuodesta kannattavuutta oletettavasti uhrataan jälleen kasvun saavuttamiseksi. Koronatilanne näyttää kuitenkin jatkuvan ja siten matkakuluissa sekä myynnin kuluissa on edelleen luontaista painetta alaspäin, mikä tukee tänä vuonna kannattavuutta.

Odotamme yritystietoturvan liikevaihdon laskevan tänä vuonna -2 % 120 MEUR:oon konsultoinnin vetämänä (-9 %). Arvioimme koronan vaikuttavan loppuvuodesta edelleen konsultoinnin kasvuun (Q3: -10 %; Q4: -8 %), mutta liikevaihdon laskun kulmakertoimen loivenevan. Tuoteliiketoiminnan odotamme jatkavan 3%:n kasvussa loppuvuoden ajan.

Liikevaihto ja kannattavuus



Yritystietoturvan liikevaihto ja kasvu-%



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

Kuluttajatietoturvan ennustamme jatkavan Q2:lla nähdyllä 3 %:n kasvu-uralla myös loppuvuoden. Kokonaisuutena odotamme F-Securen liikevaihdon pysyvän suunnilleen edellisvuoden tasolla 218 MEUR:ssa.

Oikaistun käyttökatteen ennustamme kasvavan tänä vuonna 32,8 MEUR:oon. Oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteessamme 20,1 MEUR:oon, mikä vastaa 9,2 %:n liikevoittomarginaalia. Ennustamme kulutason nousevan Q2:n poikkeuksellisen alhaiselta tasolta ja käyttökate-%:n olevan 15-13 % Q3:lla ja Q4:llä. Näkyvyys lyhyen aikavälin tuloskehityksen suhteen on edelleen heikko ja riippuu pitkälti siitä, miten voimakkaasti korona iskee vielä tänä vuonna konsultointiin ja MDR-ratkaisujen uusmyyntiin. Toisaalta Q2:lla nähty kustannusrakenteen jousto alaspäin tarjoaa suojaa negatiivisten yllätysten varalle.

Lähi vuosien ennusteet

Ensi vuodesta alkaen odotamme F-Securen palaavan kasvupolulle MDR/EDR-ratkaisujen sekä konsultoinnin toimiessa kasvun ajurina samalla kun koronatilanne alkaa helpottua. Vuosina 2021-2023 odotamme F-Securen yltävän vuosittain 8 %:n liikevaihdon kasvuun yritystietoturassa. Ennusteellamme yritystietoturvan osuus (2023e: 152 MEUR) yhtiön liikevaihdosta nousee vuoteen 2023 mennessä 59 %:iin (2020e: 55 %). Kuluttajatietoturvan liikevaihdon odotamme pysyvän vakaassa 2 %:n kasvussa sen liikevaihdon ollessa 103 MEUR vuonna 2023.

Ennustamme kulurakenteen normalisoituessa F-Securen suhteellisen kannattavuuden pysyvän ensi vuonna vakaana vuoteen 2020 nähden ja oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 9,2 %.

Mielestämme yhtiöllä on kasvuvauhdin tasaantuessa edellytyksiä yltää selvästi nykytasoa korkeampaan kannattavuuteen ja yli 10 %:n liikevoittomarginaali pitäisi olla hyvin saavutettavissa tulevien vuosien aikana. Yhtiö kuitenkin edelleen tavoittelee kasvua yritystietoturassa ja kovasti kilpailulla markkinalla kasvaminen rasittaa väistämättä kannattavuutta.

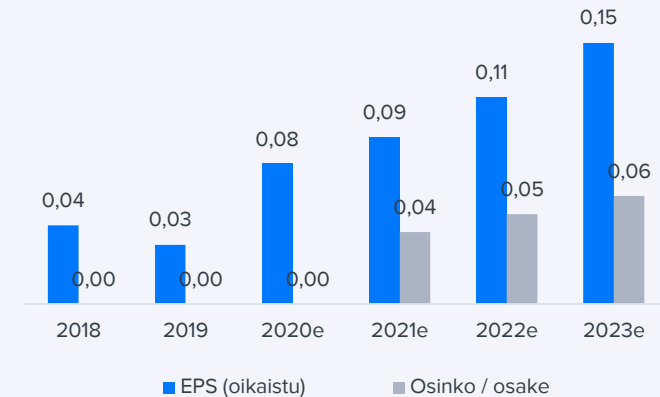
Ennustamme F-Securen skaalautuvan liiketoimintamallin alkavan näkyä asteittain yhtiön kannattavuudessa ensi vuoden jälkeen. Vuosina 2022-2023 ennustamme oikaistun liikevoitto-%:n olevan 10,4 % ja 12,1 %. Arviomme kannattavuuden parantuvan pääasiassa bruttomarginaalin nousun sekä myynnin ja markkinoinnin kulujen suhteellisen osuuden pienentyessä kasvun myötä.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2024-2028 yritystietoturvan kasvuvauhti laskee ennusteessamme asteittain 7 %:sta 4 %:iin. Kuluttajatietoturvan odotamme jatkavan 1 %:n kasvussa tällä aikavälillä. DCF-mallin liikevaihdon ikuisuuskasvun odotamme olevan 2,5 % vuodesta 2029 eteenpäin.

Ennustamme F-Securen oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 13 % vuonna 2024 ja nousevan tästä asteittain 16,5 %:iin vuoteen 2029 mennessä kasvuvauhdin tasaantuessa, mikä on myös oletuksemme terminaalijakson kannattavuudesta. Ennen nykyistä strategiakautta yhtiö teki vuosina 2010-2015 15,0-17,5 %:n oikaistua liikevoittoa, johon peilaten kannattavuusennuste vaikuttaa realistiselta.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	191	53,4	54,1	53,7	56,1	217	54,8	53,0	53,8	56,2	218	229	242	255
Yritystietoturva	95,9	29,4	30,1	30,3	32,7	122	30,4	28,2	29,7	32,1	120	130	140	152
Kuluttajatietoturva	94,9	24,0	24,0	23,4	23,4	94,8	24,4	24,8	24,1	24,1	97,4	99,4	101	103
Käyttökate ilman kertaeriä	13,8	5,0	4,8	6,8	6,6	23,2	7,2	10,2	8,0	7,4	32,8	33,9	37,2	42,3
Käyttökate	13,8	5,0	13,9	6,8	5,4	31,1	7,6	10,2	8,0	7,4	33,2	33,9	37,2	42,3
Poistot ja arvonalennukset	-9,3	-4,4	-10,7	-4,3	-4,7	-24,0	-4,0	-4,2	-4,2	-4,2	-16,6	-16,6	-15,7	-15,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,6	1,7	1,4	3,4	3,1	9,6	4,0	7,2	4,7	4,1	20,1	21,0	25,2	30,8
Liikevoitto	4,5	0,6	3,3	2,5	0,8	7,2	3,6	6,0	3,8	3,2	16,6	17,3	21,5	27,1
Nettorahoituskulut	-2,8	-1,5	0,1	-1,1	-0,4	-2,9	-1,3	-0,7	-0,5	-0,5	-3,0	-1,5	-1,0	-0,5
Tulos ennen veroja	1,7	-1,0	3,4	1,4	0,4	4,2	2,3	5,3	3,3	2,7	13,6	15,8	20,5	26,5
Verot	-0,9	-0,4	0,0	-0,6	0,1	-0,9	-0,2	-2,2	-0,8	-0,7	-3,9	-3,9	-5,1	-6,4
Nettotulos	0,8	-1,4	3,4	0,8	0,5	3,4	2,1	3,1	2,5	2,0	9,7	11,8	15,4	20,2
EPS (oikaistu)	0,04	0,00	0,01	0,01	0,01	0,03	0,02	0,03	0,02	0,02	0,08	0,09	0,11	0,15
EPS (raportoitu)	0,01	-0,01	0,02	0,01	0,00	0,02	0,01	0,02	0,02	0,01	0,06	0,07	0,10	0,13

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	12,4 %	23,8 %	24,8 %	6,3 %	4,5 %	14,0 %	2,6 %	-2,0 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	5,3 %	5,4 %	5,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-8,3 %	-22,4 %	24,1 %	-22,1 %	7,3 %	-9,4 %	130,4 %	425,9 %	38,8 %	33,4 %	109,4 %	4,8 %	19,6 %	22,3 %
Käyttökate-%	7,2 %	9,3 %	25,8 %	12,7 %	9,7 %	14,3 %	13,9 %	19,2 %	14,9 %	13,1 %	15,2 %	14,8 %	15,4 %	16,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,6 %	3,3 %	2,5 %	6,3 %	5,4 %	4,4 %	7,4 %	13,6 %	8,8 %	7,3 %	9,2 %	9,2 %	10,4 %	12,1 %
Nettotulos-%	0,4 %	-2,5 %	6,2 %	1,5 %	0,9 %	1,5 %	3,8 %	5,8 %	4,6 %	3,6 %	4,4 %	5,2 %	6,4 %	7,9 %

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	217	218	0 %	228	229	1 %	239	242	1 %
Käyttökate ilman kertaeriä	31,6	32,8	4 %	32,6	33,9	4 %	36,2	37,2	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,5	20,1	8 %	19,7	21,0	7 %	24,2	25,2	4 %
Liikevoitto	15,4	16,6	7 %	15,9	17,3	8 %	20,5	21,5	5 %
Tulos ennen veroja	12,4	13,6	9 %	14,4	15,8	9 %	19,5	20,5	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,07	0,08	10 %	0,09	0,09	7 %	0,11	0,11	4 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,04		0,04	0,05	25 %

Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

Arvonmääritys

Sijoitusnäkemys

Toistamme F-Securen vähennä-suosituksen, mutta tarkistamme tavoitehinnan 3,0 euroon (aik. 2,9 euroa). Koronan vaikutukset F-Securelle näyttävät alkuvuoden perusteella jäävän konsultointia lukuun ottamatta pieniksi vakaan ohjelmistoliiketoiminnan ja hyvän rahoitusaseman ansiosta. Isossa kuvassa nykyinen kriisi vahvistaa kyberturvamarkkinan entuudestaan vahvoja pitkän aikavälin fundamentteja ja arvioimme F-Securella olevan hyvät edellytykset palata takaisin kasvupolulle ensi vuodesta alkaen. Näemme kuitenkin kiristyvän kilpailun niin yhtiön vakiintuneilla tuotealueilla kuin tavoitelluilla kasvualueilla edelleen selkeänä uhkatekijänä. Kokonaisuudessaan yhtiön vakaa kasvunäkymä on mielestämme jo hinnoiteltu osakkeeseen, ja siten tuotto/riski-suhde ei ole tällä hetkellä riittävä. Arvostuksen nousu vaatisi kasvun kiihtymistä tai vielä selvästi nykytasoa parempaa kannattavuutta, jolloin osake alkaisi saada tukea tulokertoimista.

Arvostuskertoimet

Nykyisillä ennusteillamme F-Securen lähivuosien tulos pohjaiset arvostuskertoimet näyttävät korkeilta yritystietoturvan kasvupanostusten edelleen rasittaessa yhtiön tuloskuntoa. Ennusteillamme vuosien 2020e-2021e oikaistut P/E-kertoimet ovat 39x ja 33x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 24x ja 22x. Vuonna 2023, jolloin yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuus nostaa ennusteessamme kannattavuuden jo kohtuullisen hyvälle tasolle (oik. EBIT-% 12 %), P/E-kerroin on ennusteillamme 21x ja EV/EBIT 14x.

Näitäkään kertoimia ei voida pitää vielä erityisen edullisina ja toteutuakseen ne vaativat yhtiön strategian onnistumista melko hyvin, mihin luonnollisesti sisältyy riskejä. Pelkästään lähivuosien tulos pohjaisia kertoimia tarkastellessa F-Securen osake näyttää kalliilta.

Liikevaihtokertoimella F-Securen arvostus näyttää huomattavasti matalammalta verrattuna tulos pohjaisiin kertoiimiin. Ennusteillamme yhtiön 2020e-2021e EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 2,2x ja 2,0x. F-Securen eteenpäin katsova liikevaihtokerroin on vaihdellut 1,5x-3,7x välillä vuosina 2014-2020 mediaanin ollessa 2,3x tasolla.

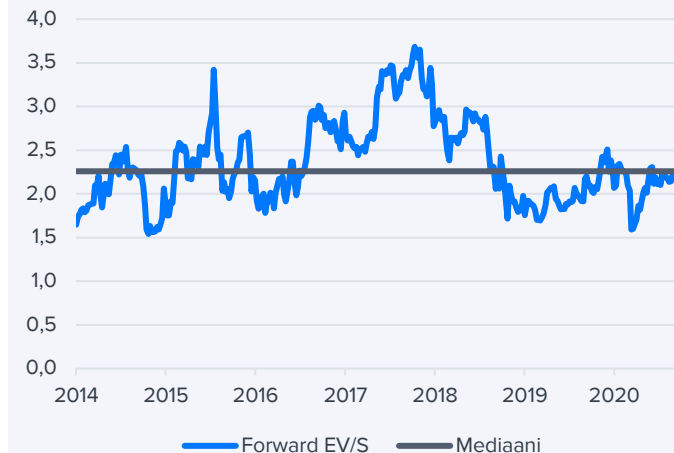
Liikevaihtopohjainen arvostus näyttää erityisen matalalta suhteessa kyberturvasektorin keskimääräisiin arvostustasoihin (kts. sivu 37). Matalaa liikevaihtopohjaista arvostusta selittää F-Securen ennusteillamme matalaksi jäävä kasvun (2020e +0 %) ja kannattavuuden (2020e: oik. EBIT-% 9 %) yhdistelmä. Myöskään ensi vuoden ennusteillamme (kasvu +5 %, oik. EBIT-% 9 %) tilanne ei olennaisesti parane. Mielestämme liikevaihtopohjaisen arvostuksen kestävä nousu vaatisi nykyistä parempaa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmää.

F-Securen osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia voidaan havainnollistaa oletamalla yhtiön yltävän jo vuonna 2022 kypsää vaihetta heijastelemaan 15-20 %:n oikaistuun EBIT-%:iin. Nykyisillä kasvuennusteillamme yhtiön P/E olisi tällöin noin 14x-18x. Nämä kertoimet näyttävät jo kohtuullisilta ja tämän perusteella F-Securen osakkeeseen ladatut kasvuodotukset ovat perusteltavissa.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,06	3,06	3,06
Osakemäärä, milj. kpl	158,1	158,1	158,1
Markkina-arvo	484	484	484
Yritysarvo (EV)	478	460	446
P/E (oik.)	39,3	33,0	26,7
P/E	50,0	40,9	31,5
P/Kassavirta	20,0	25,7	22,7
P/B	5,6	5,0	4,5
P/S	2,2	2,1	2,0
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,8
EV/EBITDA (oik.)	14,4	13,6	12,0
EV/EBIT (oik.)	23,8	21,9	17,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	53,5 %	51,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	1,6 %

Lähde: Inderes

F-Securen historiallinen liikevaihtopohjainen arvostus



Lähde: Inderes, Bloomberg

Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Vertailuryhmä

Olemme keränneet F-Securen vertailuryhmään listattuja kyberturvayhtiöitä, joista useat ovat suoraan F-Securen kilpailijoita tai kilpailevat ainakin osittain F-Securen kanssa tietyillä tuotealueilla. Vertailuryhmän yritykset ovat kokoluokaltaan pääosin huomattavasti F-Securea suurempia ja tämän pitää osaltaan näkyä F-Securen hinnoittelussa suhteessa sen vertailuryhmään. Yhtiöt ovat myös liiketoiminnan kehitysvaiheiltaan hyvin eri vaiheissa, mikä näkyy yhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofileissa ja hankaloittaa osaltaan yhtiöiden arvostustasojen vertailua. Yhteenveto vertailuryhmän kasvu- ja kannattavuusluvusta sekä arvostustasoista löytyy sivuilta 37-38.

F-Securen EV/EBIT-kertoimet ovat tänä ja ensi vuonna 12-21 % alle vertailuryhmän tason. Vastaavat P/E-kertoimet ovat tänä vuonna 2 % yli ja ensi vuonna 14 % alle verrokkien absoluuttisesti korkeiden tulokertoimien. Verrokkiryhmän mediaani P/E-kerroin on ensi vuodelle 38x ja vastaava EV/EBIT-kerroin 28x.

Liikevaihtokertoimella F-Secure on arvostettu lähivuosina merkittäväällä noin 70 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihin. F-Securen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jää kuitenkin selvästi vertailuryhmän keskimääräistä tasoa heikommaksi, mikä heijastuu mielestämme perustellusti matalampana arvostuksena. F-Securen liiketoiminnasta vielä iso osa muodostuu kuluttajaliiketoiminnasta sekä hitaammin kasvavista EPP-tuotteista, minkä takia yhtiötä ei voida profiloida samaan lokeroon sektorin kuumimpien yhtiöiden kanssa. Huomautamme, että verrokkien

liikevaihtopohjainen arvostustaso on absoluuttisesti erittäin korkea (2020e-2021e 7,3x-6,5x) ja näemme riskinä, että markkina ei välttämättä hyväksy yhtiölle tulevaisuudessa näin korkeita kertoimia.

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo F-Securelle on 510 MEUR, eli 3,2 euroa osakkeelta. DCF-mallin valossa ennustamamme hyvä ja vakaa kasvunäkymä on tällä hetkellä pitkälti hinnoiteltu F-Securen osakkeeseen.

Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 16,5 % ja kasvun 2,5 %. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,5 %:iin. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 62 % velattomasta arvosta, mikä osaltaan kertoo suuren osan F-Securen arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevista kassavirroista lisäten epävarmuutta.

Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

Osien summa

Havainnollistamme viereisellä osien summa -menetelmällä F-Securen arvonmuodostusta. Menetelmä vaatii tiettyjä oletuksia, mutta se toimii yhtenä näkökulmana arvonmääritykseen kuluttaja- ja yritysliiketoimintojen eri kehitysvaiheiden takia. Laskelma pohjautuu vuoden 2020 ennusteisiin.

Yritystietoturva koostuu kolmesta profiililtaan ja kehitysvaiheeltaan erilaisesta liiketoiminnasta: EPP-tuotteet (hidas kasvu, hyvä kannattavuus), konsultointi (hyvä kasvu, kohtalainen kannattavuus) ja MDR/EDR-tuotteet (vahva kasvu, tappiolla). Kokonaisuutena yritystietoturva arviomme mukaan kasvaa lähivuosina, mutta kasvupanostukset erityisesti MDR- ja EDR-tuotteisiin painavat sen kannattavuutta. Onnistuessaan kasvu luo pitkällä aikavälillä omistaja-arvoa ja siten yritystietoturvaa tulee hinnoitella tällä hetkellä liikevaihtopohjaisesti. Yritystietoturvan tuote/palvelualueita tulee kuitenkin hinnoitella hyvin erilaisin arvostuskertoimin johtuen erilaisista kasvu-, skaalautumis- ja kannattavuusprofiileista.

Kuluttajatietoturvaa hinnoitlemme tulos pohjaisesti sen hitaan kasvun, mutta hyvän kannattavuuden vuoksi. F-Secure ei erittele liiketoimintojen kannattavuuksia, joten joudumme tekemään sen osalta oletuksia. Oletamme kuluttajatietoturvan EBIT-%:n olevan 22-28 %:n välillä, mikä heijastelee kypsän vaiheen liiketoiminnalle hyvää kannattavuutta. Arviomme kuluttajatietoturvan kannattavuudesta on noussut laajan raportin yhteydessä, mikä kuitenkin osaltaan heijastuu yritystietoturvan aiempia odotuksiamme heikompana kannattavuutena.

Kuluttajatietoturvalle hyväksyttävän EV/EBIT-kertoimen asetamme 9x-11x haarukkaan, mikä heijastelee kohtuullista arvostusta vakaata tulosta tekevälle liiketoiminnalle. Kuluttajatietoturvan arvoksi

muodostuu neutraalissa skenaariossa 244 MEUR haarukan ollessa 193-300 MEUR.

Yritystietoturvassa F-Secure avaa konsultoinnin ja tuotteiden osuuden liikevaihdosta, minkä pohjalta olemme arvioineet eri tuotealueiden painoarvon liiketoiminnassa. Päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) liikevaihdon oletamme olevan tänä vuonna noin 56 MEUR ja sovellamme tuotealueelle 1,4x-2,2x EV/S-kerrointa. Konsultoinnin liikevaihdoksi ennustamme 46 MEUR ja hyväksyttävän liikevaihtokertoimen olemme asettaneet 1,0x-1,8x haarukkaan. Strategisesti tärkeiden MDR/EDR-tuotteiden liikevaihdon oletamme olevan noin 19 MEUR. Tuotteiden erittäin vahvojen kasvunäkymien puitteissa hinnoitlemme niitä 4x-6x liikevaihtokertoimella. Neutraalin skenaarion kerroin (5x) heijastelee noin 30 %:n alennusta suhteessa F-Securen verrokkiryhmään. Edellä mainittuja ennusteita ja liikevaihtokertoimia soveltamalla yritystietoturvan arvo neutraalissa skenaariossa on 258 MEUR haarukan ollessa 199-318 MEUR. Lisäämällä liiketoimintojen arvojen päälle F-Securen ennustetun nettokassan (2020e 6 MEUR) muodostuu F-Securen osakekannan arvoksi neutraalissa skenaariossa 508 MEUR tai 3,2 euroa osakkeelta. Pessimistisen ja optimistisen skenaarion haarukka on 2,5-3,9 euroa.

Osien summa -laskelma ei indikoi osakkeeseen olennaista nousuvaraa neutraalin skenaarion perusteella. Riskinä osien summassa on kyberturvayhtiöiden korkeat arvostustasot, jotka ovat nousseet alkuvuoden koronakuopasta lähelle uusia huippuja. Hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku heijastuisi negatiivisesti etenkin F-Securen yritystietoturvan arvostukseen MDR/EDR-tuotteiden osalta, joille hyväksymme korkeat kertoimet. Myöskään konsultoinnin 1,4x liikevaihtokerrointa ei voi pitää erityisen matalana, kun huomioidaan koronan sille aiheuttama epävarmuus lyhyellä aikavälillä.

Kuluttajatietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Oletettu EBIT-%	22 %	25 %	28 %
EBIT 2020e	21	24	27
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	9,0x	10,0x	11,0x
Yritysarvo	193	244	300

Yritystietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2020e	120	120	120
EPP liikevaihtoarvio	56	56	56
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,4x	1,8x	2,2x
EPP arvo	78	100	123
Konsultointi liikevaihtoarvio	46	46	46
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,0x	1,4x	1,8x
Konsultointi arvo	46	64	82
MDR ja EDR liikevaihtoarvio	19	19	19
x hinnoittelukerroin (EV/S)	4,0x	5,0x	6,0x
MDR ja EDR arvo	75	94	113
Yritystietoturvan arvo yhteensä	199	258	318

Osien summa	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Kuluttajatietoturva	193	244	300
Yritystietoturva	199	258	318
Yritysarvo	392	501	618
- Nettovelat 2020 lopussa	-6	-6	-6
Osakekannan arvo	398	508	624
<i>Osakekohtainen arvo</i>	2,5	3,2	3,9

F-Securen ja verrokkiryhmän kasvu ja kannattavuus

Yritys	Yritysarvo	EV/S		Liikevaihdon kasvu (CAGR)		EBIT-% (keskiarvo)		Kasvu + EBIT-%	
		2020e	2021e	2017-19	2020e-22e	2017-19	2020e-22e	2017-19	2020e-22e
CrowdStrike Holdings	24852	62,6	35,7	118 %	65 %	-112 %	-4 %	5 %	61 %
Avast	6479	8,6	8,1	37 %	5 %	33 %	52 %	69 %	57 %
SolarWinds	6492	7,5	6,8	26 %	10 %	13 %	45 %	39 %	55 %
Check Point Software	12571	7,2	7,0	5 %	3 %	47 %	48 %	52 %	51 %
Qualys	2910	9,5	8,5	18 %	12 %	20 %	36 %	37 %	48 %
NortonLifeLock	12441	5,9	5,9	-12 %	1 %	11 %	44 %	-1 %	46 %
Fortinet	14906	6,9	6,0	19 %	16 %	12 %	26 %	31 %	42 %
Palo Alto Networks	19303	6,7	5,6	28 %	18 %	-5 %	18 %	23 %	36 %
Cyberark Software	2910	7,4	6,3	26 %	13 %	12 %	19 %	38 %	32 %
Mimecast	2337	6,5	5,6	34 %	19 %	-2 %	13 %	32 %	32 %
Proofpoint	4884	5,5	4,8	33 %	17 %	-12 %	14 %	21 %	31 %
Wallix Group SA	61	2,9	1,9	30 %	39 %	-25 %	-8 %	5 %	30 %
Trend Micro Inc	5846	4,2	4,0	8 %	5 %	23 %	23 %	31 %	28 %
Ping Identity*	2064	9,9	8,4	19 %	14 %	8 %	13 %	27 %	27 %
Cloudflare Inc	9520	27,6	21,0	50 %	34 %	-30 %	-7 %	21 %	26 %
Tenable Holdings Inc	3088	8,4	7,1	42 %	20 %	-24 %	4 %	17 %	24 %
Rapid7 Inc	2694	7,9	6,6	28 %	20 %	-20 %	3 %	8 %	23 %
Splunk Inc	24385	12,2	12,4	39 %	17 %	-21 %	6 %	18 %	23 %
SailPoint Technologies	2770	9,5	8,5	30 %	15 %	2 %	4 %	32 %	19 %
Varonis Systems Inc	2909	12,6	10,5	15 %	17 %	-16 %	-1 %	0 %	16 %
NCC Group PLC	593	2,2	2,1	6 %	5 %	8 %	11 %	15 %	16 %
FireEye Inc	2416	3,1	2,9	8 %	6 %	-25 %	8 %	-17 %	14 %
F-Secure	478	2,2	2,0	11 %	4 %	5 %	10 %	16 %	14 %
Nixu	70	1,3	1,2	34 %	9 %	-1 %	2 %	32 %	11 %
SecureWorks	680	1,5	1,4	15 %	4 %	-12 %	2 %	3 %	6 %
Tufin Software*	187	2,3	2,0	26 %	10 %	-11 %	-20 %	16 %	-11 %
Keskiarvo	6456	9,3	7,4	27 %	15 %	-5 %	14 %	22 %	29 %
Mediaani	2910	7,1	6,1	26 %	13 %	-2 %	11 %	21 %	28 %

Lähde: Thomson Reuters, Inderes, *Historiallinen l:n kasvu 2018-19

Verrokkiryhmän arvostus

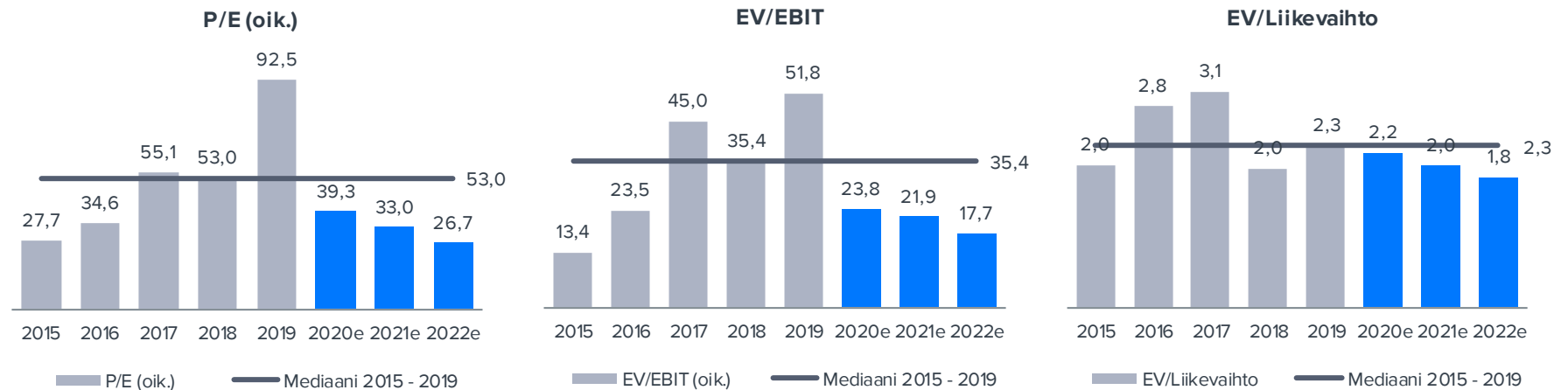
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
FireEye Inc	12,5	2395	2416	44,3	36,1	28,6	24,2	3,1	2,9	50,4	42,6
NortonLifeLock Inc	20,6	10340	12441	17,8	12,1	17,1	11,8	5,9	5,9	25,1	15,4
Trend Micro Inc	6460,0	7337	5846	18,4	16,9	12,8	12,3	4,2	4,0	30,6	26,9
Rapid7 Inc	61,1	2649	2694				110,8	7,9	6,6		
Fortinet Inc	117,8	16203	14906	26,9	23,4	24,0	20,8	6,9	6,0	38,6	34,2
Cyberark Software Ltd	99,4	3272	2910	42,3	32,0	38,6	29,2	7,4	6,3	54,0	44,0
Palo Alto Networks Inc	242,6	19867	19303	39,0	31,5	32,8	27,1	6,7	5,6	50,6	43,2
Check Point Software Technologies	116,9	13924	12571	14,7	14,5	14,4	14,3	7,2	7,0	17,7	17,1
Qualys Inc	96,1	3205	2910	26,2	23,7	21,9	19,4	9,5	8,5	36,4	34,2
Proofpoint Inc	103,3	5060	4884	44,7	34,8	35,1	28,0	5,5	4,8	61,6	50,7
NCC Group PLC	179,4	551	593	19,8	19,5	13,8	13,5	2,2	2,1	26,6	24,2
Nixu Oyj	8,8	63	65		43,3	43,3	18,5	1,2	1,1		73,0
Crowdstrike	138,1	25756	24852					62,6	35,7		
Avast PLC	520,0	5791	6479	16,8	15,4	15,2	14,3	8,6	8,1	19,6	18,7
Tenable Holdings Inc	38,3	3294	3088				138,5	8,4	7,1		
SolarWinds Corp	19,4	5152	6492	16,8	15,2	16,1	14,6	7,5	6,8	20,6	18,9
SecureWorks Corp	12,0	835	680		42,4	72,1	29,7	1,5	1,4		56,5
Splunk Inc	177,7	24222	24385	87,0		79,7		12,2	12,4	94,3	
Mimecast Ltd	45,1	2427	2337	61,8	41,5	36,9	27,8	6,5	5,6	95,3	61,8
SailPoint Technologies Holdings Inc	37,6	2899	2770			163,5	163,8	9,5	8,5		
Tufin Software Technologies Ltd	8,8	268	187					2,3	2,0		
Cloudflare Inc	39,0	10121	9520					27,6	21,0		
Ping Identity Holding Corp	30,5	2088	2064	105,1	63,9	90,3	55,4	9,9	8,4	122,8	72,6
Varonis Systems Inc	112,0	3003	2909					12,6	10,5		
F-Secure (Inderes)	3,06	484	478	23,8	21,9	14,4	13,6	2,2	2,0	39,3	33,0
Keskisarvo				38,8	29,1	42,0	40,7	9,9	7,8	49,6	39,6
Mediaani				26,9	27,6	30,7	24,2	7,3	6,5	38,6	38,4
Erotus-% vrt. mediaani				-12 %	-21 %	-53 %	-44 %	-70 %	-69 %	2 %	-14 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,47	3,48	3,89	2,32	3,05	3,06	3,06	3,06	3,06
Osakemäärä, milj. kpl	155,8	156,0	156,7	157,5	157,8	158,1	158,1	158,1	158,1
Markkina-arvo	392	544	610	365	480	484	484	484	484
Yritysarvo (EV)	298	451	519	375	496	478	460	446	429
P/E (oik.)	27,7	34,6	55,1	53,0	92,5	39,3	33,0	26,7	21,1
P/E	32,0	34,6	55,1	>100	>100	50,0	40,9	31,5	24,0
P/Kassavirta	8,3	40,1	43,3	neg.	neg.	20,0	25,7	22,7	19,4
P/B	5,1	7,2	8,6	5,5	6,3	5,6	5,0	4,5	4,1
P/S	2,7	3,4	3,6	1,9	2,2	2,2	2,1	2,0	1,9
EV/Liikevaihto	2,0	2,8	3,1	2,0	2,3	2,2	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	11,5	18,4	29,1	27,1	15,9	14,4	13,6	12,0	10,1
EV/EBIT (oik.)	13,4	23,5	45,0	35,4	51,8	23,8	21,9	17,7	13,9
Osinko/tulos (%)	158,2 %	119,5 %	56,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	53,5 %	51,5 %	47,0 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	3,4 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,6 %	2,0 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

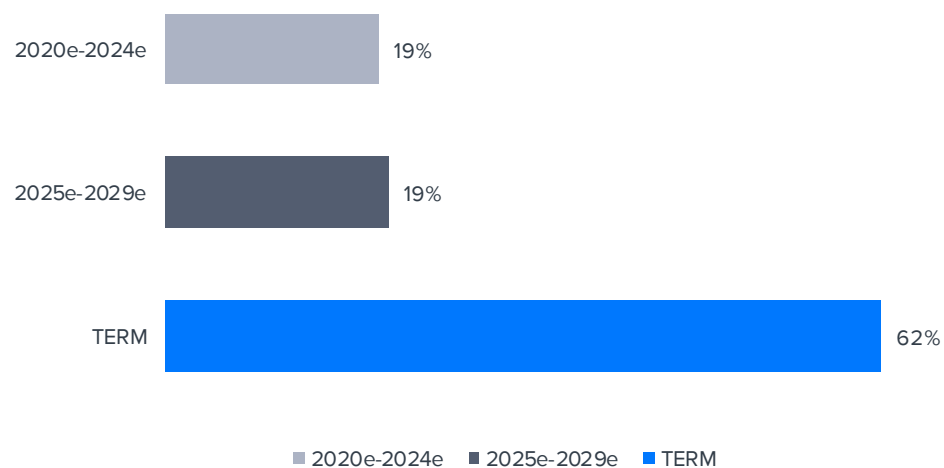
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	7,2	16,6	17,3	21,5	27,1	31,5	39,8	43,7	47,8	50,8	52,1	
+ Kokonaispoistot	24,0	16,6	16,6	15,7	15,2	15,7	13,3	12,2	12,5	12,0	12,3	
- Maksetut verot	-1,6	-3,9	-3,9	-5,1	-6,4	-7,5	-9,2	-10,1	-11,0	-11,7	-12,0	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,9	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	3,0	-0,2	1,5	1,9	1,7	1,5	1,4	1,5	1,3	1,2	1,0	
Operatiivinen kassavirta	32,0	28,2	31,1	33,8	37,5	41,1	45,3	47,4	50,6	52,3	53,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-12,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-30,4	-4,4	-12,7	-12,8	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-10,8	24,2	18,8	21,3	24,9	28,5	32,8	34,8	37,6	39,3	40,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-10,8	24,2	18,8	21,3	24,9	28,5	32,8	34,8	37,6	39,3	40,3	693
Diskontattu vapaa kassavirta		23,7	16,9	17,7	19,1	20,2	21,3	20,9	20,8	20,1	19,0	326
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		526	502	485	467	448	428	407	386	365	345	326
Velaton arvo DCF		526										
- Korolliset velat		-41,3										
+ Rahavarat		25,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		510										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



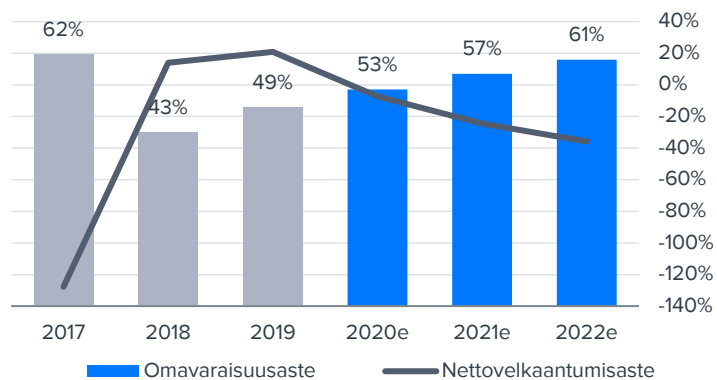
Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	115	148	135	132	129
Liikearvo	90,7	88,4	79,3	79,3	79,3
Aineettomat hyödykkeet	15,0	40,7	36,8	33,2	29,5
Käyttöomaisuus	5,2	15,6	15,7	15,6	16,4
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	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	4,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Vaihtuvat vastaavat	89,4	85,2	102	117	127
Vaihto-omaisuus	0,6	0,1	0,5	0,6	0,2
Muut lyhytaikaiset varat	4,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Myyntisaamiset	56,7	57,3	58,8	61,9	65,3
Likvidit varat	27,8	25,5	40,3	51,9	59,2
Taseen loppusumma	228	229	234	245	252

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	66,3	76,2	85,8	97,7	107
Osakepääoma	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Kertyneet voittovarot	63,1	67,2	76,8	88,7	97,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Muu oma pääoma	1,5	6,2	6,2	6,2	6,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	70,0	54,4	51,4	47,8	42,2
Laskennalliset verovelat	4,1	2,5	2,5	2,5	2,5
Varaukset	1,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Lainat rahoituslaitoksilta	31,0	29,5	26,0	22,0	16,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	33,7	19,5	19,9	20,3	20,7
Lyhytaikaiset velat	91,7	98,8	96,7	99,3	103
Lainat rahoituslaitoksilta	6,1	11,9	8,0	6,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	84,9	85,4	87,1	91,7	96,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Taseen loppusumma	228	229	234	245	252

Taseen avainlukujen kehitys



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 esittäjensä näkemysiksi. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan 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 analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitseminen 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 sijoittajaviestinnän 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.

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.3.2018	Lisää	3,90 €	3,65 €
7.5.2018	Lisää	3,90 €	3,68 €
20.6.2018	Lisää	4,20 €	3,85 €
9.8.2018	Lisää	4,00 €	3,62 €
19.10.2018	Vähennä	2,70 €	2,88 €
5.11.2018	Lisää	2,90 €	2,65 €
14.2.2019	Lisää	2,90 €	2,51 €
9.5.2019	Lisää	2,90 €	2,60 €
22.7.2019	Lisää	2,90 €	2,55 €
31.10.2019	Lisää	3,00 €	2,85 €
13.12.2019	Vähennä	3,00 €	3,13 €
13.2.2020	Vähennä	3,10 €	3,25 €
7.4.2020	Vähennä	2,60 €	2,54 €
4.5.2020	Vähennä	2,60 €	2,75 €
17.7.2020	Vähennä	2,90 €	3,08 €
23.9.2020	Vähennä	3,00 €	3,06 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**