

# **F-Secure**

## **Seurannan aloitus**

**3/2018**

**inde  
res.**

# Uusi strategia kiihdytysvaiheessa

Tietoturvamarkkinan painopisteen muutos uhkien torjunnasta uhkien havainnointiin on edellyttänyt F-Securelta merkittävää uudistumista. Yhtiö käynnisti muutokseen vastatakseen vuonna 2015 kasvaville yritystietoturvan markkinoille tähtäävän strategian, joka on nyt saavuttanut vaiheen, jossa kasvua voidaan laajentuneen tuote- ja palvelutarjooman myötä kiihdyttää. Yhtiön on kuitenkin vielä yhtenäistettävä ratkaisutarjontaansa sekä kehitettävä myyntikanavaa suurempien yritysten segmenttiin, ennen kuin markkinan houkutteleva kasvupotentiaali täysin realisoituu.

## Tietoturvyhtiö muuntautumassa kyberturvan ratkaisutoimittajaksi

F-Securelle on kehittynyt sen historian myötä vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvauhkien torjunnassa. Yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteisiin painottuva liiketoimintamalli on hyvin vakaalla pohjalla sekä luonteeltaan hyvin jatkuva ja skaalautuva, mikä antaa yhtiölle hyvän perustan investoida kyberturvamarkkinan kasvualueille. Markkinan muutos uhkien torjunnasta uhkien havainnointiin ja reagointiin asettaa F-Securen kaltaiselle vakiintuneelle ja kuluttajaliiketoimintaan historiallisesti keskittyneelle toimijalle myös haasteita ja muutospaineen. Asiakkaiden kysyntä on siirtymässä pistemäisistä teknologiaratkaisuista kohti kyberturvan hankkimista kokonaisvaltaisena prosessina. F-Securen pitää muutokseen vastatakseen yhä kehittää ja yhtenäistää sen tuote- ja palvelutarjontaa, siirtää painopistettä keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin sekä kehittää organisaatiotaan.

## Arvonluonti tapahtuu yritystietoturvan kasvulla

F-Secure näkee nykyisessä markkinatilanteessa parhaan arvonluontipotentiaalain voimakkaassa liikevaihdon kasvussa yritystietoturvan markkinoilla. F-Securen yritystietoturvan nykyiset tuotteet ja palvelut (43 % liikevaihdosta) ovat käsityksemme mukaan hyvin kilpailukykyisiä ja hiljattain laajentunut tarjooma luo ristiinmyyntimahdollisuuksia, mutta yhtiön on vielä investoitava tuoteportfolion vahvistamiseen sekä myyntikanavaan. Kuluttajatietyturvassa (57 % liikevaihdosta) yhtiö tavoittelee vakaata kasvua ja vahvaa kannattavuutta. F-Secure investoi strategiassaan merkittävästi yrityspooleen tavoitellen yli 15 %:n vuosikasvua pitäen samalla konsernitason kannattavuuden positiivisena kuluttajaliiketoiminnan avulla.

## Toimialan kasvunäkymät erinomaiset, mutta alalla myös ylikuumenemisen merkkejä

Kyberturvyhtiöt ratkaisevat yhtä digitalisoituvan yhteiskunnan suurinta ongelmaa, minkä takia markkinan kysyntäfundamentit ovat isossa kuvassa erinomaisia. Globaali kyberturvallisuuden markkina on kooltaan noin 89 mrd. dollaria ja kasvaa noin 8 % vuosittain. F-Securen liiketoiminta painottuu yleistä markkinaa hitaammin kasvaville vakiintuneille tuotealueille, ja yhtiön panostukset kasvualueille ovat vielä alkuvaiheessa. Sijoituskohteena kyberturvasectori on sen kasvunäkymistä huolimatta muuttumassa haastavaksi. Näemme riskin, että sektorin nykyiset osittain hyvin korkeat arvostustasot eivät ole kestäviä, kun kilpailupaine lisääntyy alaan viime vuosina kohdistuneen investointiaallon jälkeen.

## F-Secure optimoi omistaja-arvoa kasvun ja kannattavuuden välillä

Kasvavia yritysten kyberturvallisuuden markkinoita jaetaan nyt ja omistaja-arvo luodaan kasvun ja kannattavuuden oikealla tasapainolla. Aloitamme seurannan varovaisen positiivisella näkemyksellä osakkeen arvostuksen heijastellessa jo kohtalaisia kasvuodotuksia (EV/Liikevaihto 2018e 2,6x). Edellytämme yhtiöltä näyttöjä uusien tuotteiden tuomasta voimistuvasta kasvusta yritystietoturvassa, ennen kuin voimme ottaa rohkeamman näkemyksen osakkeesta.

## Analytytikot

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



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



## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

Edellinen: -

**3,90 EUR**

Edellinen: -



**Osakekurssi: 3,65 EUR**

**Potentiaali: 6,8 %**

## Avainluvut

	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	158,3	169,7	182,0	196,6
kasvu-%	7,2 %	7,2 %	7,2 %	8,0 %
Liikevoitto (EBIT)	19,2	11,1	10,0	15,2
EBIT-%	12,1 %	6,5 %	5,5 %	7,7 %
Tulos ennen veroja	20,8	11,9	10,7	15,9
EPS (EUR)	0,10	0,07	0,05	0,08
Osinko (EUR)	0,12	0,04	0,04	0,05
P/E (oik.)	34,6	57,0	71,5	48,1
P/B	7,2	8,8	8,0	7,4
EV/S	2,8	3,1	2,6	2,4
EV/EBITDA	18,4	29,9	28,9	21,5
EV/EBIT	23,5	46,8	47,5	30,8
Osinkotuotto-%	3,4 %	1,0 %	1,1 %	1,4 %

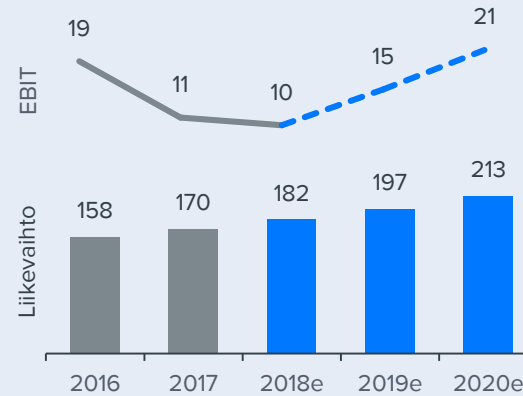
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

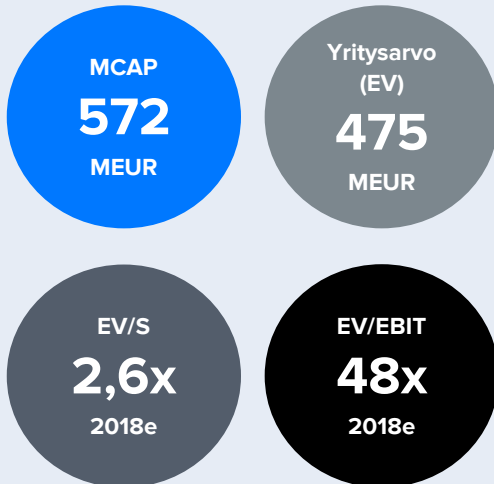
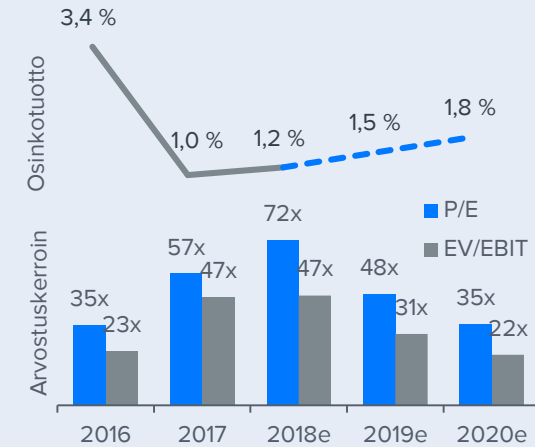


Lähde: Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Arvostus ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Voimakas kasvu yritystietoturvassa
- Yritystietoturvan markkinan kysyntänäkymät vahvat
- F-Securella hyvät edellytykset investoida kasvuun
- Kuluttajatietoturva tuo vakaata kassavirtaa
- Skaalautuva ja luonteeltaan jatkuva liiketoimintamalli



### Riskitekijät

- Transformaatioprosessi kuluttajatietoturvasta kyberturvayhtiöksi kesken
- Kuluttajatietoturvan kireä kilpailu ja markkinan nopea muutos
- Onnistuminen yritystietoturvan kasvuinvestoinneissa
- Kyberturvamarkkina potentiaalisesti nyt yli-investoitu



### Arvostus

- Sektorin arvostustasot korkeita, kertoimissa ei juuri venymisen varaa
- F-Securen tietoiset kasvupanostukset rasittavat tulosta
- Kasvunopeus tärkein arvoajuri osakkeelle
- Näemme lievää nousuvaraa strategian edetessä suunnitellusti

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</b>	<b>s. 5-13</b>
<b>Sijoitusprofiili</b>	<b>s. 14-17</b>
<b>Toimiala</b>	<b>s. 18-23</b>
<b>Kilpailu</b>	<b>s. 24-27</b>
<b>Strategia</b>	<b>s. 28-31</b>
<b>Historiallinen kehitys</b>	<b>s. 32-35</b>
<b>Ennusteet ja arvonmääritys</b>	<b>s. 36-40</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 41-45</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 46</b>

# F-Secure lyhyesti

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

**1988**

PERUSTAMISVUOSI

**1999**

LISTAUTUMINEN

**169,7 MEUR** (+7,2 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

**+16,4 %** 2015-2017

Yritystietoturvan liikevaihdon keskimääräinen kasvu

**11,1 MEUR** (6,5 % lv:sta)

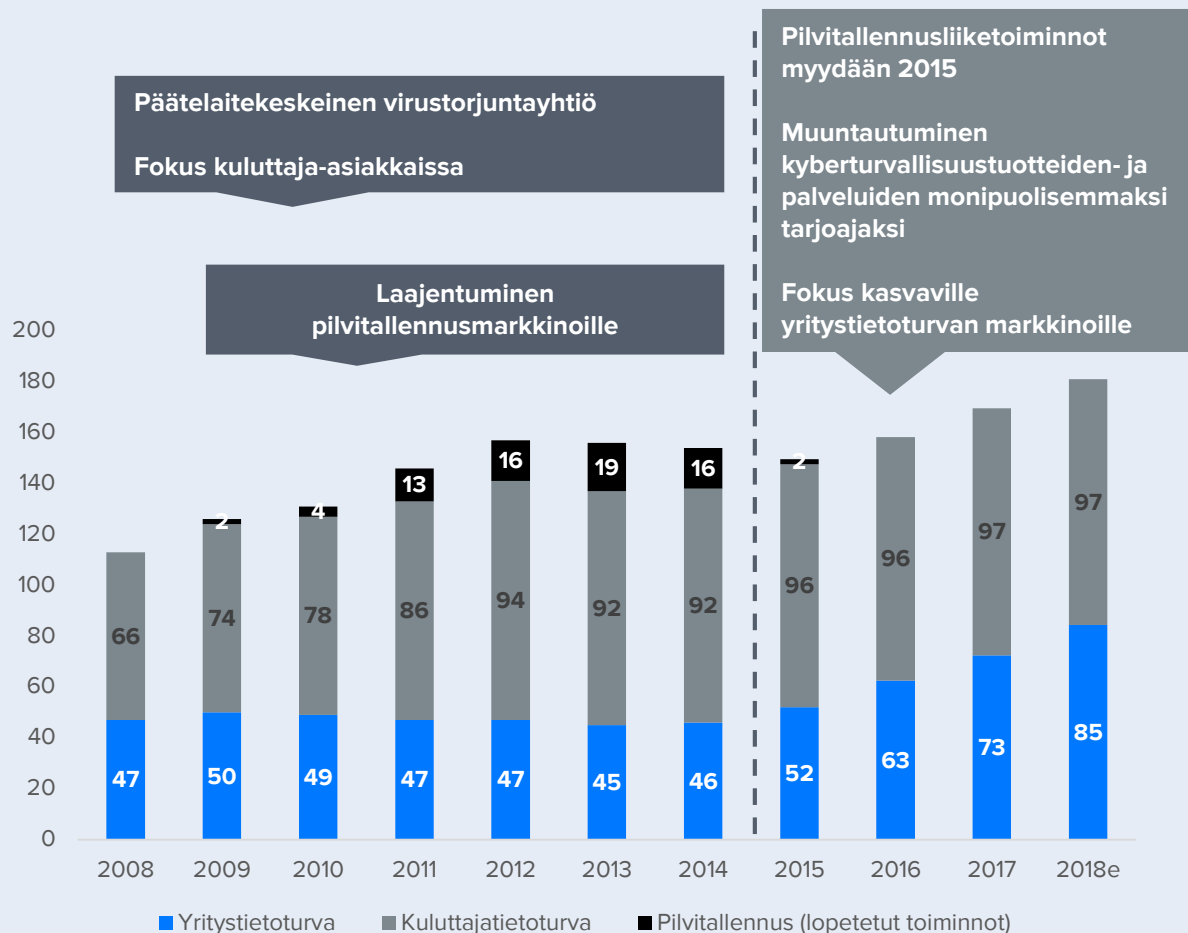
LIKEVOITTO 2017

**1104**

Henkilöstö 2017  
lopussa

**57% / 43%**

Kuluttaja / yritystietoturvan  
osuus liikevaihdosta 2017



# 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 virustorjuntaohjelmistot 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 käynnissä paradigmanmuutos, jossa oletus kaikkien hyökkäysten torjumisesta on tullut mahdottomaksi. Teknologian kehityksen myötä myös haittaohjelmista ja tietomurroista on tullut huomattavasti älykkäämpiä ja jatkuvasti muuttuvia, minkä takia on käytännössä mahdotonta torjua kaikki nykyaikaiset hyökkäykset ennakkoon tietoturvaohjelmistolla. Markkina on siten siirtymässä hyökkäysten torjunnasta yhä vahvemmin 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. Kuluttajatietoturvassa 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.

Markkinan murroksen edellyttämä muutosprosessi on F-Securella edelleen 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 tälle alueelle vastaavia panostuksia 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 pilvitalennusliiketoimintaan. Laajentuminen pilvitalennusliiketoimintaan ja tämän liiketoiminnan myynti vuonna 2015 loi kuitenkin selkeästi omistaja-arvoa ja antoi yhtiölle pääomia investoida kasvuun yritystietoturvan puolella.



## Markkinan muutos

### Ennen

- ✓ Massavirukset
- ✓ Ennaltaehkäisy
- ✓ Tietoturva on teknologiaa
- ✓ Pistemäiset ratkaisut

### Nyt

- ✓ Älykkäät, kohdenetut hyökkäykset
- ✓ Hyökkäysten havainnointi
- ✓ Tietoturva on prosessi
- ✓ Kompleksit kokonaisuudet



## F-Securen muutos

- Painopiste kuluttajatietoturvasta yrityksiin
- Uusia tuotealueita (havainnointi)
- Tuotteiden ja palveluiden yhdentyminen
- 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. Yhtiöllä on perustana vakaa ja terve antivirustuotteiden liiketoiminta, jonka päälle se rakentaa nykyistä kasvustrategiaa.

Vuonna 2017 yhtiön liikevaihto oli 170 MEUR ja liikevoitto 11 MEUR. Yritystietoturvan osuus yhtiön liikevaihdosta oli 43 % ja kuluttajatietoturvan 57 %. Yrityspuolella yhtiön kasvu on voimakasta ja kuluttajapuolella vakaata. Liikevaihto on luonteeltaan hyvin jatkuvaa ja perustuu eripituisiin vuosilisensseihin ja kasvavassa määrin SaaS-kuukausimaksuihin. Maantieteellisesti yhtiön painopiste on Euroopassa. Pohjoismaiden osuus yhtiön liikevaihdosta oli 37 % ja muun Euroopan osuus 41 % vuonna 2017. Loppuosa liikevaihdosta tuli Pohjois-Amerikasta (10 %) ja muualta maailmasta (12 %). Yhtiö työllisti 1104 henkilöä vuoden 2017 lopussa, joista 636 työskenteli myynnissä ja markkinoinnissa, 360 tuotekehityksessä ja 108 hallinnollisissa tehtävissä.

Yhtiön strateginen painopiste kasvun suhteen on yritystietoturvassa, missä markkina kasvaa nopeasti. Kuluttajatietoturva on yhtiölle kuitenkin tärkeä tukijalka, jossa yhtiö tavoittelee markkinan mukaista maltillista kasvua ja hyvää kannattavuutta ja kassavirtaa, jolla osaltaan voidaan rahoittaa yritystietoturvan kasvuinvestoinnit. Kuluttaja- ja yritysliiketoimintojen synergiat tulevat erityisesti jaetuista teknologioista.

### Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

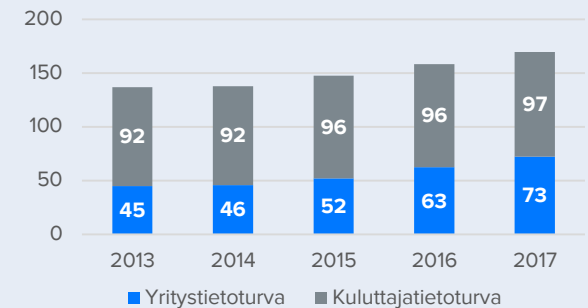
F-Secure panostaa tällä hetkellä voimakkaasti

yritystietoturvan liikevaihdon kasvattamiseen ja yhtiö on lisännyt viime vuosina reilusti resurssejaan myynnin ja markkinoinnin osalta. Myynnin ja markkinoinnin tehtävissä (sisältäen konsultit) työskenteli 636 henkilöä vuoden 2017 lopussa, mikä vastaa 58 % yhtiön työntekijöistä. Myynnin ja markkinoinnin kustannukset olivat 105 MEUR vuonna 2017 eli noin 62 % liikevaihdosta.

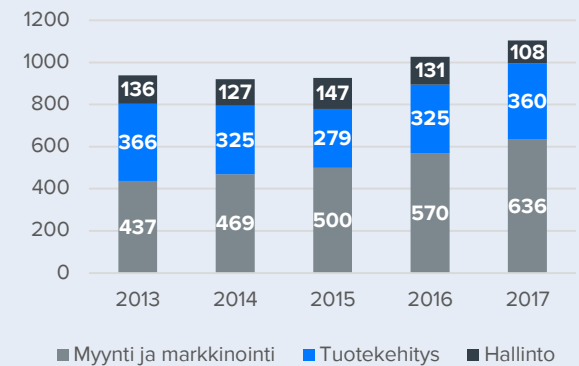
Yritystietoturvan tuotteita F-Secure myy kattavan jälleenmyyjäverkostonsa kautta, johon kuuluu globaalisti yli 6000 IT-palvelukumppania. Yhtiön oman myyntiorganisaation tehtävänä on tukea ja palvella tuotteiden jälleenmyyjä sekä kehittää ja kasvattaa tätä verkostoa yritystietoturvaluotteiden kasvun kiihdyttämiseksi. 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 siirtämässä fokustaan uusien yritystietoturvan tuotteiden myötä keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin, mikä vaatii vielä nykyisen jälleenmyyjäkanavan kehittämistä. Kyberturvakonsultointia yhtiö tarjoaa pääosin suoramyyntinä oman myyntiorganisaation kautta.

Kuluttajatietoturvassa merkittävä osa liikevaihdosta syntyy globaalisti yli 200 operaattoria kattavan verkoston kautta, mikä on yksi yhtiön 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 yhä enemmän yhtiön omassa verkkokaupassa.

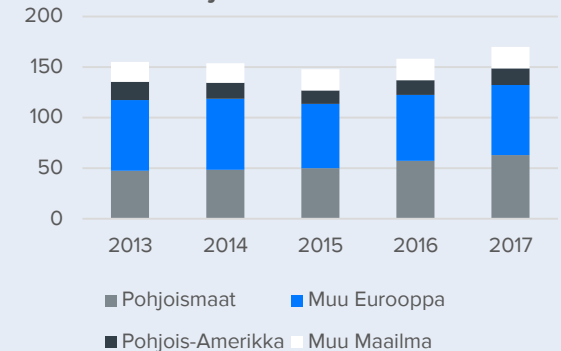
### Liikevaihdon jakauma



### Henkilöstön lukumäärä ja jakauma



### Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti



## Kumppanit



IT-palvelukumppanit



Operaattorit



Vähittäismyyjät

## Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja markkinointi



F-Secure Labs - tutkimuskeskus



## Resurssit

Pitkän linjan tietoturvaosaaminen



Kyberturvateknologia- ja ohjelmistot



Laaja jälleenmyyjäverkosto



Vahva brändi, etenkin Euroopassa



## Liiketoimintaidea

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

Vahva virustorjunta-osaaminen

Uudet tuotteet uhkien havainnointiin

**F-Secure**

Kyky toimittaa kokonaisvaltaisia tuote- ja palvelukokonaisuuksia

Korkean lisäarvon palvelut täydentävät tuotteita

## Asiakas-segmentit



Suuret yhtiöt ja julkisyhteisöt



Pienet ja keskiuuret yhtiöt



Kuluttajat

## Go-to-market

**Yritystietoturva**

Jälleenmyyjät: +6000 kumppania

**Kuluttajatietoturva**

Jälleenmyyjät: +200 operaattoria Vähittäismyyjät

Oma verkkokauppa

## Tuotteet



**Protection Service for Business, Business Suite**

Tietoturvaratkaisut yritysten päätelaitteiden suojaamiseen



**Rapid detection service**

Kyberhyökkäysten havainnointi ja reagointi hallintoa palveluna



**Endpoint detection & response (2018)**

Päätelaitteiden automatisoitu hälytysjärjestelmä



**F-Secure Radar**

Haavoittuvuuksien hallinta



**Kyberturvakonsultointi**

Fokus haastavimmissa kyberturva-asiakkaissa



**F-Secure Cloud Protection for Salesforce**

Pilvalustojen turvaaminen



**F-Secure Safe, Key, Freedom ja Sense**

Tietoturvaratkaisut kuluttajille

## Kustannus-rakenne

1104 hlö (2017 lopussa)

-160,6 m€ (2017)



Materiaalit ja palvelut (3,9 %)\*



Myynti ja markkinointi (61,9 %)\*



Tutkimus ja tuotekehitys (20,4 %)\*



Hallinto (8,4 %)\*

Lähde: Inderes

\* %-liikevaihdosta

## Tulovirrat

43 % (2017)



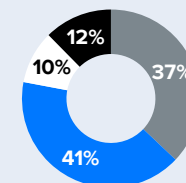
Yritystietoturva

57 % (2017)



Kuluttajatietoturva

**Liikevaihto 170 m€  
EBIT 11,1 m€ (2017)**



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



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

## Tuotekehitys

F-Securen henkilöstöstä 360 työskenteli tuotekehityksen parissa vuonna 2017 ja tuotekehityksenot (35 MEUR) vastasivat noin 20 % liikevaihdosta. Yhtiö panostaa tuotekehityksensä erityisesti yritystietoturvan nykyisten tuotteiden ominaisuuksien kehittämiseen sekä uusien tuotteiden markkinoille tuomiseen. Pääfokus on tietoturvahkien havainnointi- ja reagointituotteiden kehittämisessä. Tärkeä kehittämiskohde on myös tuoteportfolion parempi yhteensovittaminen, jotta yrityksille pystytään tarjoamaan kokonaisvaltaisempia tietoturvaratkaisuja. Kuluttajietoturvasa päätelaitteiden suojaustuotteisiin tuotekehitys-investoinneissa ei ole nousupaineita, mutta yhtiö investoi kuluttajapuolella myös tietyille uusille tuotealueille (kuten Sense-tietoturvareitit).

F-Securen ydinteknologiat etenkin haittaohjelmien tunnistamisessa ovat pohjimiltaan 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 merkittäviä skaalaetuja ja verkostovaikutuksia tuotekehitykseen. Yhtiön tuotteet keräävät päivittäin valtavan määrän dataa asiakkaiden verkkoliikenteestä, jota prosessoidaan tekoälyn ja koneoppimisen avulla haittaohjelmien ja tietoturvahkien 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. Verrattaessa F-Securea normaaleihin ”lineaarilla liiketoimintamallilla” ohjelmistotuotteita myyviin ohjelmistoyhtiöihin on tämä merkittävä erottava tekijä liiketoimintamallissa. Tämä koskee erityisesti päätelaitteiden suojaustuotteita, missä skaalaedut ovat merkittäviä. Havainnointituotteissa yhtiön tuotteet räätälöityvät asiakkaan verkkoympäristöön koneoppimisen avulla ajan myötä jatkuvasti tiiviimmin, mikä myös luo vahvan sirteen asiakkaaseen. Nämä tekijät tuovat yhtiön liiketoimintamalliin tärkeää kilpailuetua.

## Yritystietoturva

F-Securen yritystietoturvan liiketoiminta koostuu tuoteliiiketoiminnasta, hallinnoituista palveluista, joissa tuote ja palvelu yhdistyvät sekä puhtaasta palveluliiketoiminnasta. Tuoteliiiketoiminta skaalautuu erinomaisesti monistettavuuden ansiosta. Myös hallinnoitut palvelut skaalautuvat hyvin ja F-Securen tuotteet on suunniteltu tässä kategoriassa niin, että yhtiön jälleenmyyjä- tai integraattorikumppani (IT-palvelutoimittaja) vastaa pääasiassa palvelukomponentin toimittamisesta ja F-Secure tarjoaa ainoastaan tiettyjä erityisosaamista vaativia palveluosuuksia. Konsulttiliiketoiminnassa yhtiö keskittyy pääasiallisesti korkeimman osaamistason palveluiden toimittamiseen, missä konsulttien hintatasot voivat olla erittäin korkeita verrattuna perinteiseen IT-palvelutoimintaan. Siirtymä ”kyberturvasta teknologiana” kohti ”kyberturvaa prosessina” tulee lisäksi jatkossa hämärtämään tuotteiden ja palveluiden rajaa F-Securella.

## Tuotteet

F-Secure tarjoaa yritystietoturvan tuotteitaan

kattavan jälleenmyyjäverkostonsa kautta, johon kuuluu globaalisti yli 6000 IT-palvelukumppania. F-Securen yritystietoturvan tuotevalikoimaan kuuluvat:

- Pilvipohjaiset sekä paikallisesti hallitut päätelaitteiden suojaustuotteet (Protection Service for Business ja Business Suite)
- Hallinnoitu ratkaisu tietomurtojen havaitsemiseksi ja niihin reagoimiseksi (Rapid Detection Service, RDS)
- Tänä vuonna julkaistava automatisoitu tietomurtojen havainnointi- ja reagointityökalu (Endpoint Detection and Response, EDR).
- Haavoittuvuuksien hallintaratkaisu (F-Secure Radar)
- Ratkaisu pilvialustojen turvaamiseen (F-Secure Cloud Protection for Salesforce)

## Protection Service for Business ja Business Suite

Valtaosa F-Securen yritystietoturvan liikevaihdosta tulee tällä hetkellä päätelaitteiden suojaustuotteiden 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 kokonaisvolymista on määräaikaista lisenssejä, joiden uusimisasteet ovat yhtiölle keskeinen mittari. Käsityksemme mukaan uusimisasteet ovat olleet jatkuvasti hyvällä tasolla. Markkinalla on kuitenkin voimistuva siirtymä kohti jatkuviin kuukausilisensseihin pohjautuvia toimituksia.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Asiakaskohderymänä näillä tuotteilla ovat pienet ja keskisuuret yritykset ja F-Securen päätelaitteiden tietoturvatuotteita käyttäkin jo yli 100 000 yritystä globaalisti. Vuosisopimusten kokoluokat vaihtelevat sadoista euroista joihinkin kymmeniin tuhansiin asiakkaan kokoluokasta riippuen.

Päätelaitteiden suojaustuotteissa kilpailu on kovaa ja kilpailukenttä melko etabloitunut. F-Securen kilpailijoita ovat lukuisat antivirus-ohjelmistoja 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, jolloin jälleenmyyjäkanavan hallinta ja kehittäminen nousee tärkeään rooliin kilpailussa. Myös tietoturvaohjelmistoja testaavien tutkimuslaitosten vertailut vaikuttavat merkittävästi asiakkaiden ostopäätöksiin tässä tuoteryhmässä. 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.

## Rapid Detection Service (RDS)

RDS on vuonna 2016 markkinoille tuotu F-Securen ensimmäinen tuote vastaamaan tietoturvamarkkinoilla tapahtuvaan ”paradigma-muutokseen”, missä pelkästä haittaohjelmien ja tietomurtojen ennakoivasta torjunnasta ollaan siirtymässä suojauksesta läpipäässeiden

tietoturvahkien nopeaan havainnointiin ja niihin reagoimiseen. RDS on luonteeltaan hallinnoitu palvelu, missä teknologialla on iso rooli. 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 läpi päässeitä tietoturvahkia. Lisäksi asiakkaan verkkoon voidaan asentaa ”ansoja” (honey pot), joiden avulla huomataan, jos jokin ulkopuolinen taho yrittää tunkeutua asiakkaan järjestelmiin. F-Securen datakeskus valvoo asiakkaiden tietoympäristöjä 24/7 ja havaitessaan mahdollisen uhkan ilmoittaa siitä palvelukumppanilleen, jonka tehtäväksi jää reagointi asiakkaan tietoturvahälytykseen. RDS:n sensorit keräävät päivittäin valtavan määrän dataa ja asiakkaan tietoliikenteen kokonaiskuva terävyityy selkeämmäksi ajan kuluessa. Tuotteesta tulee koneoppimisen myötä asiakkaan ympäristöön koko ajan paremmin räätälöity ja näin asiakkaan kynnys vaihtaa kilpailevaan tuotteeseen nousee ajan myötä.

RDS soveltuu yrityksille, joiden tietoturvan vaatimustaso on korkea ja kohderymänä ovatkin yli 1000 henkilön yritykset. Sopimusten kokoluokat ovat sadan tuhannen euron tasolla ja suurimmissa asiakkuuksissa selvästi korkeampia. RDS on yhtiön liiketoiminnassa painoarvoltaan vielä pieni sen ollessa melko uusi tuote, mutta sopimusten suurten kokoluokkien ansiosta sen merkitys yritystietoturvan kasvuun vuonna 2017 oli jo merkittävä. F-Securen odotukset tuotteen osalta ovat korkealla ja yhtiö panostaa merkittävästi sen jatkuvaan kehittämiseen ja myyntiin. F-Secure on onnistunut jo hankkimaan RDS:n piiriin asiakkaita mm. pankki-, media-,

energia ja IT-alalta. Suurimpana haasteena näkemyksemme mukaan on se, että RDS:n kohderymä on suurempien yritysten kokoluokassa, missä F-Securella ei ole vielä vahvaa kumppani- ja jakeluverkostoa.

F-Securen kilpailijat tässä tuotekategoriassa tulevat pääosin USA:sta ja pääkilpailijoihin lukeutuvat Darktrace, CrowdStrike, Carbon Black ja FireEye. F-Securen mukaan se erottuu kilpailijoista edukseen antiviruspuolelta tulevan vahvan teknologisen kyvykkyyden avulla, jonka ansiosta RDS:n kyberhyökkäysten havainnointikyky on erittäin hyvällä tasolla. Lisäksi Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoitaan vastaan siitä, että geopoliittiset tekijät saattavat painaa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa.

## Endpoint Detection and Response (EDR)

F-Secure julkaisee tänä vuonna automatisoidun päätelaitteiden tietomurtojen havainnointi- ja reagointityökalun (Endpoint Detection & Response, EDR). Tuote perustuu pitkälti samaan teknologiaan kuin RDS, mutta se ei sisällä palvelukomponenttia ja skaalautuu automatisoinnin kautta myös pienempien yritysten kokoluokkaan. EDR toimii lisäkyvykkyytenä yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden päällä ja markkinoilla tämä tuotealue on yhdentymässä päätelaitteiden suojaustuotteiden kanssa. F-Secure on suunnitellut oman EDR-tuotteensa niin, että se toimii yhteensopivana myös kilpailijoiden päätelaitteiden suojaustuotteiden kanssa. Tämä erottaa F-Securea kilpailussa ja helpottaa osaltaan tuotteen myyntiä myös niille tahoille, joilla ei ole käytössä F-Securen päätelaitteiden suojausohjelmistoa.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

EDR:n toimintaperiaate on hyvin samanlainen kuin RDS:n, mutta tuotteen havaitessa poikkeaman yrityksen verkossa, tieto menee automaattisesti yrityksen IT-vastaavalle, kun RDS:ssä havainnoinnissa on apuna F-Securen oma asiantuntijakerros. Tuote myös antaa IT-vastaavalle toimintaohjeita tietoturvaan reagoimiseksi. Tuote sopii kaikenkokoisille yrityksille, mutta pääkohderyhmä tulee olemaan pienet ja keskiuuret yritykset, joiden kyberturvabudjetti on liian pieni RDS:n hankkimiseen.

F-Securen EDR on RDS:n ohella keskiössä yhtiön yritystietoturvan kasvustrategiassa. Onnistuessaan tuotteella on merkittävää kasvupotentiaalia, sillä tuotteen markkina on kehitykseltään vielä alkuvaiheessa ja esimerkiksi markkinatutkimusyhtiö Gartner on arvioinut havainnointikyvykkyydet omaavien päätelaitteiden lukumäärän moninkertaistuvan tulevina vuosina ja EDR-markkinan kasvavan 45 %:n vuosivauhtia lähivuodet. F-Secure panostaa nyt merkittävästi tuotteen valmiiksi saattamiseen päästäkseen käsiksi tähän nopeasti kasvavaan markkinasegmenttiin. Myös tässä tuotekategoriassa F-Secure kohtaa kilpailua laajalta rintamalta, sillä lähes kaikilta päätelaitteiden suojaustuotteita tarjoavilta kilpailijoilta löytyy myös EDR-kyvykkyydet, jonka lisäksi kehittyvä ja nopeasti kasvava markkina houkuttelee paikalle jatkuvasti uusia toimijoita. Heikkoutena näemme, että yhtiö tulee EDR-kilpailuun vasta tänä vuonna pienellä takamatkalla kilpailijoihin nähden.

## F-Secure Radar

Haavoittuvuuksien hallintaratkaisu Radarin avulla pystytään selvittämään yritysten tietoturvassa olevia heikkoja kohtia. Tuote

skannaa yrityksen verkkoa ja laitteiden tietoja haavoittuvuustietokantaa vastaan ja ilmoittaa löytäessään haavoittuvuuksia (esim. päivittämättömät ohjelmistoversiot, joissa haavoittuvuuksia). Radar siirtyi F-Securelle vuoden 2015 nSense-yritysoston myötä ja tuotteen myynti on kasvanut hyvin. Isossa kuvassa F-Secure kohtaa haavoittuvuuksien hallinnassa pelkästään tähän segmenttiin keskittyneitä suuria kilpailijoita (Rapid7, Tenable), eikä yhtiön pääfokuksessa ole lähteä kilpailemaan suoraan näitä vastaan. F-Secure näkeekin Radarin potentiaalin olevan sen toiminnallisuuksien integroinnissa yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteisiin sekä RDS:ään ja EDR:ään. Tällöin yhtiö voisi saada merkittävää kilpailuetua muita antiviruslähtöisiä kilpailijoita vastaan, joilta ei löydy kyvykkyyksiä haavoittuvuuksien hallinnan puolelta. Tämä tuoteintegraatio vaatii yhtiöltä vielä tuotekehityspanostuksia ja toistaiseksi Radarin painoarvo liiketoiminnassa on vielä pienehkö.

## F-Secure Cloud Protection for Salesforce

F-Secure on kehittänyt Salesforcen alustaan tietoturvakyvykkyydet linkkien ja liitteiden tarkistukseen haittaohjelmien varalta. Kehitys on vielä suhteellisen alkuvaiheessa ja tuotteen painoarvo kokonaisuudessa on tässä vaiheessa melko pieni. F-Securella on myös muita tutkimushankkeita käynnissä pilvialustojen turvaamista varten, mutta tuotekehityksen pääfokus on havainnointikyvykkyyksien ja niihin liittyvien tuotteiden kehittämisessä.

## Konsultointipalvelut

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

kyberturvakonsultointia. F-Secure keskittyy konsultoinnissa pääosin kaikista vaativimpiin asiakkuuksiin ja tietoturvaongelmiin ja yhtiö pyrkii hankkimaan palkkalistoilleen maailman arvostetuimpia kyberturvakonsultteja, joiden asiantuntemuksesta suuryritykset ovat valmiita maksamaan korkeita palkkioita. F-Securen konsultointiliiketoiminnan fokus on kaikista vaativimmissa tietoturvaongelmissa, eikä strategisena tavoitteena ole laajentua palveluliiketoiminnassa kilpailemaan tavallisten IT-palveluyhtiöiden kanssa, vaikka yhtiön palvelutarjooma osittain risteää näiden kanssa. Kyberturvapalveluiden laajempia kokonaisuuksia markkinoilla tarjoavat konsulttiyhtiöt (kuten KPMG), IT-generalistit (kuten CGI) ja erikoistuneet toimijat (kuten Nixu).

Kysyntä konsultointipalveluille on vahvaa ja kasvua rajoittaa jatkuvasti osaajien saatavuus. F-Securella on jo satoja suuryrityksiä asiakkaita konsultointipalveluiden piirissä. Yhtiö ei ole kertonut liiketoiminnan kokoluokkaa, mutta vuonna 2015 ostetun nSensen liikevaihto oli noin 7 MEUR ja henkilöstö noin 70 (vuonna 2014). Liiketoiminta on ollut kaupan jälkeen voimakkaassa kasvussa ja sitä on täydennetty kahdella pienellä yrityskaupalla (Inverse Path, 2017 ja Digital Assurance, 2017), joten sen voidaan olettaa työllistävän nyt yli 100 henkilöä ja olevan liikevaihdoltaan reilusti yli 10 MEUR:n luokassa.

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

F-Securen kyberturvakonsultointi tarjoaa synergioita myös tuoteliiketoiminnan kanssa. F-Securen konsultit pääsevät auttamaan yrityksiä kaikista vaativimpien ja täysin uusien kyberturvahyökkäysten ja -uhkien torjunnassa ja tätä tietotaitoa voidaan hyödyntää tuotekehityksessä uusia tietoturvatuotteita kehitettäessä. 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 kohti kokonaisvaltaisempaa kyberturvayhtiötä.

F-Securen kyberturvakonsultointi on vielä enimmäkseen projektivetoista liiketoimintaa, mutta yhtiö pyrkii jatkuvasti solmimaan jatkuvia konsultointisopimuksia asiakkaidensa kanssa.

## Yritystietoturvan kokonaisratkaisut

F-Securen tuotetarjoama on tänä päivänä laajempi kuin koskaan. Yhtiön siirtyessä pienistä yrityksistä suurempiin yhtiöihin tulee myös yhtiön tuoteportfoliolle uusia vaatimuksia, sillä IT-päätäjät ostavat mieluummin helposti ymmärrettäviä selkeitä kokonaisratkaisuja kuin useita erillisiä irtotuotteita. F-Securella on vielä tekemistä tuote- ja palvelutarjoomansa integroinnissa yhtenäisemmäksi, jotta yhtiö kykenee paremmin myymään kokonaisratkaisuja (esim. RDS+Radarr+konsultointi). Jo nykyinen uudistunut tuotetarjoama tarjoaa merkittäviä lisämyynnin mahdollisuuksia nykyisille asiakkaille.

## Kuluttajatietoturva

### Tuotteet

F-Secure tarjoaa kuluttajien tietoturvatuotteita yli 200 operaattorin verkoston kautta.

Kuluttajatuotteita myydään myös useiden verkossa toimivien ja muiden jälleenmyyjäkumppanien kautta sekä yhtiön omassa verkkokaupassa. Yhtiön tuotteita käyttävät miljoonat kuluttaja-asiakkaat ympäri maailman. Yhtiön tämänhetkisen tuotevalikoiman tärkeimmät tuotteet ovat:

- Päätelaitteiden suojaustuote F-Secure Safe
- Yksityisyyden suojaustuote F-Secure Freedom
- Salasanojen hallintatuote F-Secure Key
- Kodin kaikki älylaitteet suojaava tietoturvareititin F-Secure Sense

Suurin osa kuluttajatietoturvan liikevaihdosta tulee päätelaitteiden suojaustuotteiden myynnistä (Safe). Freedom:n ja Key:n myynti oli viime vuonna kasvussa, mutta arviomme mukaan niiden vaikutus kuluttajatietoturvan liikevaihtoon on vielä vähäinen verrattuna Safe:en. Yhä useammat asiakkaat vaihtavat kuitenkin tilaustaan uusiessaan yhdistelmäratkaisu Total:iin, joka sisältää sekä Safe:n että Freedom:n. Tämä tuotteiden paketointi on kuluttajatietoturvalle keskeinen myynnin kasvuajuri.

Kesäkuussa 2017 markkinoille tullut Sense ei vaikuttanut merkittävästi yhtiön kuluttajatietoturvan liikevaihtoon vielä viime vuonna, mutta yhtiö näkee kasvavaa kiinnostusta tuotteelle älylaitteiden jatkuvasti yleistyessä kodeissa. Odotukset tuotteen osalta ovat kuitenkin vielä varovaisia, koska markkina tuotteelle on hyvin alkuvaiheessa. Yksi potentiaalinen reitti Sensen laajempaan kaupalliseen levikkiin olisi Sensen tarjoaminen ohjelmistona, joka voidaan asentaa kolmansien osapuolten reitittimiin.

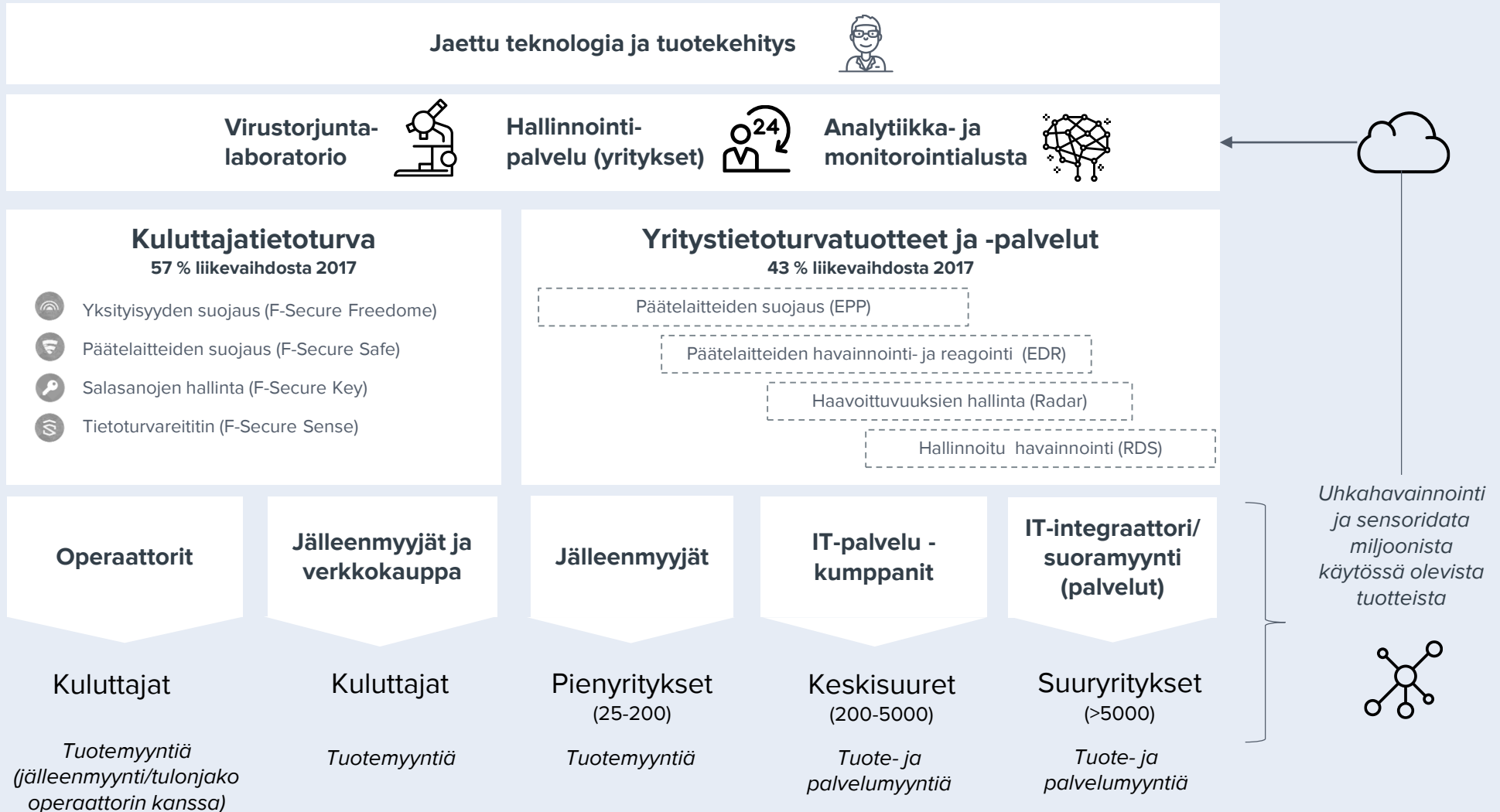
## Operaattorikanava

F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja sen operaattoriverkosto on ylivoimaisesti laajin muihin tietoturvyhtiöihin verrattuna. Kuluttajatietoturvasa operaattorit myyvät F-Securen tuotteita osana omia jatkuvia tietoturvapakettejaan. F-Secure saa operaattorikanavan kautta laajan jakelun ja volyymin tuotteilleen ja 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 asiakastyytyvääsyyttä. Mielestämme F-Securen tuotteen 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 yhtiö myy tuotteitaan 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



# Sijoitusprofiili 1/2

## Haastavasti hahmotettava kehitysvaihe

F-Secure on sijoittajalle vaikea hahmottaa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa, sillä osakkeessa yhdistyy vakaa kassavirtaliiketoiminta (kuluttajat) sekä vahvasti investointivaiheessa oleva kassavirtanegatiivinen liiketoiminta (yritykset), eikä yhtiö raportoiv segmenttijakoa näiden toimintojen kannattavuuksista. Näistä ensimmäistä hinnoitellaan osakemarkkinoilla käytännössä tulospohjaisilla arvostuskertoimilla ja liikevoittoprosentilla. Jälkimmäistä hinnoitellaan liikevaihtokertoimella ja liikevaihdon kasvuprosentilla. 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. Osaketta ei voida suoraan hinnoitella yksittäisellä menetelmällä tai arvostuskertoimella, vaan arvonmuodostusta on katsottava osana suurempaa kokonaisuutta. 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 ja se nähdään keskeisenä arvoajurina, sillä kyberturvamarkkinan nähdään olevan voimakkaan kasvun kynnyksellä ja toimijoille on tärkeää paaluttaa nyt markkinaa.

Huomautamme, että F-Securen toimialan arvostuskertoimet ovat jo äärimmäisen korkealle venytettyjä. Sektorin arvostustasojen noususta ei kannata odottaa enää arvoajuria, vaan se

muodostaa enemmänkin riskitekijän osakkeelle.

## Vahvuudet

- **Vahva osaaminen ja tuotteet virustorjunta-teknologioissa.** F-Securella on palkitut tietoturvatuotteet, vahva brändi tietyillä markkina-alueilla sekä pitkä kokemus haittaohjelmien tunnistamisesta.
- **Vakaa ja etabloitunut asema virustorjunnassa** antaa yhtiölle hyvät resurssit laajentaa F-Securen ydinosaamista ja teknologiaa uusiin segmentteihin sekä myydä uusia ratkaisuja nykyiseen asiakaskuntaan.
- **Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli** mahdollistaa erinomaisen kannattavuuden yhtiön nykyisen investointivaiheen onnistumisen jälkeen.
- **Kuuma ja kasvava markkina.** Nopeasti kasvava yritystietoturvan markkina ja tietyt tuotealueet sen sisällä tarjoavat voimakkaita kasvumahdollisuuksia.
- **Vahva tase ja hyvä kassavirta** antavat liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä mahdollistavat yritysostot tilaisuuden tullen, kun taas monet pienemmät toimijat sektorilla ovat ulkoisen rahoituksen varassa. F-Securen kassa ja myytävissä olevat rahoitusvarat olivat 90 MEUR vuoden 2017 lopussa, eikä yhtiöllä ole korollista velkaa.

## Heikkoudet

- **Toimialan paradigman muutos** tietoturvahkien ennaltaehkäisevästä torjunnasta suojauksen läpi päässeiden uhkien nopeaan havainnointiin ja reagointiin on pakottanut myös F-Securen aloittamaan

muutoksen antivirustuotteisiin keskittyneestä yhtiöstä kokonaisvaltaisemmaksi kyberturvayhtiöksi.

- **Transformaatio kyberturvayhtiöksi on vielä kesken.** Muutos vaatii yhtiöltä vielä tuoteportfolion kehittämistä ja yhtenäistämistä sekä myyntipanostuksia, mitkä rasittavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. F-Securea ei myöskään brändinä mielletä vielä vahvasti yritystietoturvaratkaisujen taloksi.
- **Muutosprosessi olisi voitu käynnistää aiemmin.** Nykyisen markkinatilanteen valossa voidaan argumentoida, että yhtiön olisi kannattanut käynnistää strategian voimakas fokus yrityspuolelle jo aiemmin 2010-luvulla, jotta yhtiöllä olisi selkeämpi etumatka kilpailussa. F-Secure tulee nyt joillekin tuotealueille (kuten EDR) kilpailijoita myöhemmin. Toisaalta pilvitalennusliiketoiminnan myynti vuonna 2015 antoi yhtiölle resurssit yrityspuolen investointien käynnistämiseen.
- **Myyntikanava yritystietoturvassa** keskisuurten ja suurten yritysten markkinaan on vielä rakennusvaiheessa.

## Mahdollisuudet

- **Onnistunut kasvu yritystietoturvassa** luo omistaja-arvoa, sillä havainnointituotteiden markkinat ovat vasta kehittymässä ja markkinaosuuksia jaetaan nyt. RDS ja tuleva EDR-tuote ovat lähivuosien kasvun ajureita. Radar tarjoaa potentiaalisesti merkittävää kilpailuetua integroituna tarjoomaan.

# Sijoitusprofiili 2/2

- **Tuotetarjooman uudistamisessa ja yhtenäistämisen onnistuminen** mahdollistaisi yhtiön siirtymän arvoketjussa entistä paremmin kohti suurempia asiakkaita ja kiihdyttäisi yritystietoturvan kasvua. Yhtenäisempi tuoteportfolio toisi yhtiölle myös kilpailuetua.
- **Uudet tuotealueet** kuten kuluttajapuolen Sense-tietoturvarieitin voivat tarjota yhtiölle merkittävää skaalautuvaa kasvupotentiaalia.
- **Epäorgaaninen kasvu yritysostojen kautta** voisi luoda onnistuessaan omistaja-arvoa. F-Securella on näyttöjä onnistuneista ja arvoa luoneista yritysjärjestelyistä historiassaan ja yhtiö kartoittaa jatkuvasti potentiaalisia ostokohteita. Toimialan arvostustasot ovat tällä hetkellä korkeita, eikä sopivia ostokohteita ole helppoa löytää oikeaan hintaan.

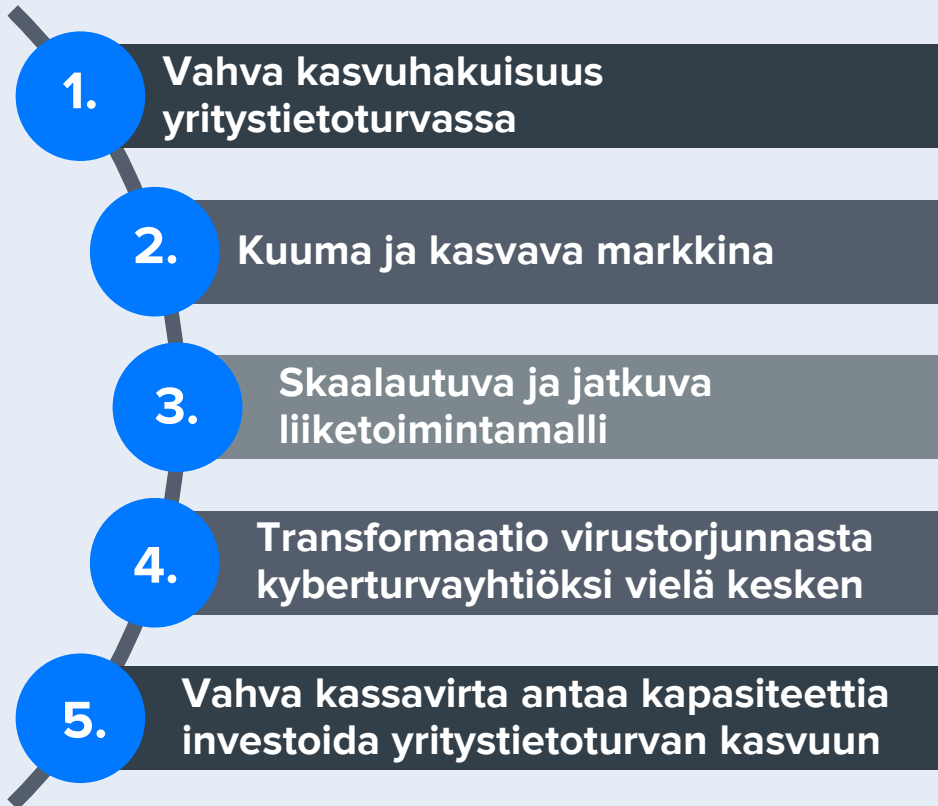
## Riskit

- **Toimiala on potentiaalisesti yli-investoitu,** mikä voi johtaa merkittävään kilpailun lisääntymiseen lähivuosina. Pääomasijoittajat ovat investoineet viime vuosina useita miljardeja satoihin uusiin kyberturvayhtiöihin ja sektorin yrityskauppa-aktiiviteetti käy kuumana. Uusien toimijoiden kultaryntäys voi johtaa kilpailun kiristymiseen ja voimakkaasti kasvavasta markkinasta huolimatta markkinalla ei riitä leipää jaettavaksi kaikille.
- **Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen** vaikuttaisi todennäköisesti negatiivisesti myös F-Securen osakkeelle markkinoilla hyväksytyyn arvostustasoon. Varoitamme, että toimialan arvostuskertoimet

ovat paikoin erittäin korkealle venytettyjä.

- **Kuluttajatietoturvan kilpailu-uhka ja liikevaihdon heikko kasvu:** Ilmaiset antivirus-ohjelmistot ovat yksi syy kuluttajatietoturvan markkinan hitaaseen kasvuun. Microsoft kehittää jatkuvasti ilmaisen Windows Defenderin ominaisuuksia ja tämä voi keskipitkällä aikavälillä vaikuttaa kuluttajien ostopäätöksiin kuluttajatietoturvassa. Näistä jo vuosia pinnalla olleista uhkakuvista huolimatta kuluttajatietoturva vaikuttaa pysyvän hyvin elinvoimaisena liiketoimintana.

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Yritystietoturvassa voimakas kasvu luo nyt omistaja-arvoa
- Vahvistuva kasvu ja kilpailuetu tuotetarjooman uudistumisen ja yhtenäistymisen myötä
- Markkinan kysyntänäkymät vahvat
- Kuluttajatietoturvassa vakaa ja kannattava liiketoiminta

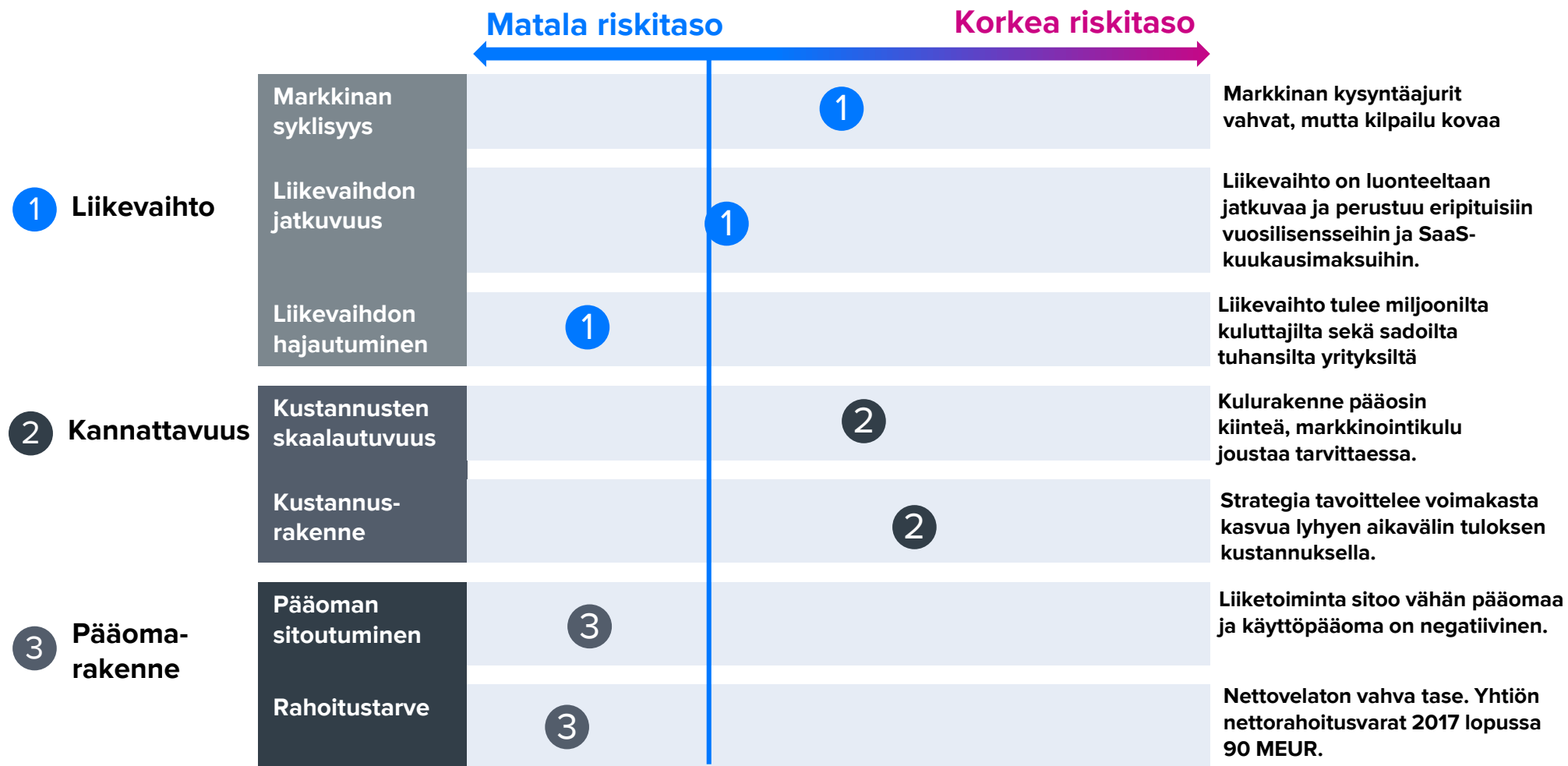
## Riskit

- Toimiala potentiaalisesti yli-investoitu, mikä voi johtaa kilpailun merkittävään lisääntymiseen lähivuosina
- Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti osakkeeseen
- Kuluttajatietoturvan kilpailu-uhka ja heikko kasvu



# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio F-Securen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Toimiala 1/4

## Markkinat

### Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyy nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat rajusti. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin arvion mukaan kyberturvallisuuden markkinan globaali koko oli 89,1 mrd. dollaria vuonna 2017 ja sen odotetaan kasvavan keskimäärin 7,9 % vuosittain 2016-2021. Kuluttajien tietoturvan osuus kokonaisuudesta on 4,6 mrd. dollaria ja sen odotetaan kasvavan 1,6 % vuosivauhtia. Valtaosan markkinasta muodostavat yritysten kyberturvapalvelut ja -tuotteet. Palveluiden osuus on reilu puolet kokonaismarkkinasta ja niiden odotetaan kasvavan 8,3 % vuodessa. Loput muodostuu

yritystietoturvan tuotteista, joiden markkina kasvaa 7,4 %:n vuosivauhtia.

### Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti pyramidimalliin kolmeen osaan hyökkäysten ja teknologioiden älykkyiden perusteella. Hyökkäysten ja teknologioiden älykkyys korreloi lähtökohtaisesti myös asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Hierarkian yläpäässä olevien organisaatioiden suojaustasoon eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille. Vastaavasti hierarkian ylätasolle kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa. Uuden teknologian kehitys keskittyy vaativimpiin ylätason 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 osaajien vaatimustasoa ja on siksi tärkeä. Markkinan suurin volyyymi on pyramidin keskimmäinen 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 tietoturva-uhkien laajentuessa, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvaratkaisujen markkinaa.

Isossa kuvassa markkinan kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla tietoturvakysymykset nousevat keskeiseen rooliin uusia digitaalisia liiketoimintoja suunniteltaessa sekä 2) IT-markkinan nousevat trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin. Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keskisuuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla. Tässä segmentissä olevien yritysten tietoturva budjetit pyörivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee tästä segmentistä houkuttelevan kyberturva-tuotteita ja -palveluita tarjoaville yhtiöille. F-Secure on laajentunut tähän segmenttiin viime vuosina yritystensä (konsultointipalvelut) sekä tuotetarjooman laajentamisen kautta (esim. RDS).

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 palomuureilla. F-Securen liikevaihdosta vielä suurin osa tulee päätelaitteiden suojaustuotteista.

Keskisuurten yritysten joukossa tarve pelkkää päätelaitteiden suojausta korkeammalle kyberturvalle on kasvussa, mutta yhtiöiden tietoturva budjetit (0,1-1,0 MEUR) ovat huomattavasti pienempiä kuin suuryrityssegmentissä, jolloin parhaiden teknologioiden tai hallinnoitujen/ulkoistettujen kyberturvapalveluiden ostaminen ei välttämättä ole mahdollista.

# Toimiala

## Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



## Markkinan ajurit



# Toimiala 2/4

Etenkin päätelaitteiden suojauksesta läpipäässeiden tietoturvaohjelmien nopea havainnointi korostuu nyt keskisuurten yritysten segmentissä. Tähän tarpeeseen F-Secure kehittää tänä vuonna julkaistavaa automatisoitua päätelaitteiden hälytysjärjestelmää (EDR), mikä tarjoaa lisä/ristiinyynnin mahdollisuuksia yhtiölle tähän osittain alipalveltuun segmenttiin. Keskisuurissa yhtiöissä IT-johtajat toivovat yhä kokonaisvaltaisempia kyberturvaratkaisuja pistemäisten tuoteratkaisujen sijaan, mikä asettaa F-Securelle vielä haasteita tuoteportfolionsa yhtenäistämässä vastaamaan tämän asiakassegmentin tarpeita.

## Markkinan alasegmentit F-Securelle

F-Securen potentiaalista markkinaa voidaan tarkastella tarkemmin yhtiön tuote- ja palveluvalikoiman kautta. Kuluttajien tietoturvaohjelmien markkina oli Gartnerin arvion mukaan kooltaan 4,6 mrd. dollaria vuonna 2017 ja sen odotetaan kasvavan keskimäärin 1,6 % vuodessa 2016-2021. Kuluttajietoturvan markkinan hidasta kasvua selittää jatkuvasti kehittyvien ilmaisten virustorjuntaratkaisujen (esim. Windows Defender) suosio, mutta kasvavia tuotealueita löytyy esimerkiksi yksityisyyden suojaamisen puolelta (VPN-ratkaisut) sekä kodin älylaitteiden suojaamiseen tarkoitettuista ratkaisuista.

Yritystietoturvassa suurin osa F-Securen liikevaihdosta tulee vielä päätelaitteiden suojaustuotteista, joiden markkinan koko oli 3,6 mrd. dollaria vuonna 2017 ja Gartner arvioi sen kasvavan 2,6 %:n vuosivauhtia 2015-2021.

F-Securen nopeimmin kasvavat markkinat yritystietoturvassa löytyvät kyberturvallisuuspalveluista, tietomurtojen havainnointi- ja reagointiratkaisuista sekä haavoittuvuuksien

hallintaratkaisuista. Yritysten ulkoistettujen kyberturvapalveluiden (sisältäen hallinnoitua tietoturvapalveluita) markkinan koko oli Gartnerin arvion mukaan 16,7 mrd. dollaria vuonna 2017 ja markkinan odotetaan kasvavan keskimäärin 11,4 % vuodessa 2015-2020. Haavoittuvuuksien hallintaratkaisujen markkinan kooksi IDC on arvioinut noin 1,0 mrd. dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 13 %:n vuosivauhtia 2015-2020. F-Secure laajeni näille markkinoille vuoden 2015 nSense-yrityskaupan sekä RDS-tuotteen lanseerauksen myötä ja on pystynyt kasvamaan näissä segmenteissä markkinaa nopeammin.

F-Securen tulevien vuosien kasvun kannalta mielenkiintoinen markkina on päätelaitteiden kyberhyökkäysten automatisoitujen havainnointi- ja reagointituotteiden (Endpoint detection and response, EDR) -segmentti, johon F-Secure on julkaisemassa oman tuotteen vuonna 2018. Markkina on elinkaarensa alussa ja Gartnerin arvion mukaan sen koko oli 0,4 mrd. dollaria vuonna 2016, mutta sen odotetaan kasvavan keskimäärin yli 45 %:n vuosivauhtia 2015-2020. EDR-segmentin määritelmää hämärtää se, että tämän voidaan katsoa olevan päätelaitteiden suojaustuotteiden markkinan kanssa yhdyntävä markkina-alue. Kasvua ajaa se, että yrityksiä vastaan tehtyjä tietomurtoja ei huomata usein kuukausiin ja tämä on siirtänyt fokusta pelkästä tietomurroilta suojautumisesta niiden nopeampaan havainnointiin ja reagointiin. Suurilla yhtiöillä on mahdollisuus ostaa havainnointikyvykkyudet hallinnoituna palveluna (kuten F-Securen RDS), mutta etenkin pienemmille yhtiöille puhdas tuoteratkaisu on ainoa kustannuksiltaan järkevä ratkaisu. Gartner arvioi, että automaattisilla havainnointi- ja reagointituotteilla varustettujen päätelaitteiden osuus kaikista päätelaitteista tulee kasvamaan vuoden 2017 10 %:sta 35 %:iin vuoteen 2020 mennessä.

## F-Securen markkinasegmenttien painoarvot, koko ja vuosikasvu-%

<b>Kuluttajien tietoturva</b> → Merkittävä tuotealue	<b>\$4,6 mrd.</b> 1,6 %
<b>Yritysten päätelaitteiden suojaaminen</b> → Merkittävä tuotealue	<b>\$3,6 mrd.</b> 2,6 %
<b>Automatisoitu hyökkäysten havainnointi ja reagointi (EDR)</b> → Uusi tuotealue	<b>\$0,4 mrd.</b> 45 %
<b>Haavoittuvuuksien hallinta</b> → Pieni tuotealue	<b>\$1,0 mrd.</b> 13 %
<b>Kyberturvapalvelut</b> → Tärkeä, kasvava alue	<b>\$16,0 mrd.</b> 10 %

# Toimiala 3/4

## Markkinan ajurit

Mielestämme kyberturvallisuusmarkkina on vielä hyvin epäkypsiä ja se tulee kehittymään voimakkaasti lähivuosina, minkä vuoksi nykyiset markkinaennusteet ovat parhaimmillaankin vain suuntaa antavia. Markkinan kasvu tulee todennäköisesti olemaan tasaisen vahvaa ja kiihtymään digitalisaatioinvestointien vetämänä. Lisäksi jatkuvat uutiset vakavista tietomurroista (riskilähtöinen ostaminen) sekä regulaation tuoma paine (pakotettu ostaminen) tulevat vauhdittamaan markkinan kasvua. Ylätasolla markkinan kasvua ajaa käytännössä siis kaksi voimaa: regulaatio ja 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) yleistyminen. Tämä tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin yritykset vielä toimivat pääosin 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 muuntautumassa 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 tietoturvatuotteille, vaikka PC-vetoinen virustorjuntamynti on haastava markkinana. Kuluttajätietoturvassa kyse on siis enemmänkin markkinan luonteen muutoksesta kuin siitä, että markkina hiipuisi PC-virustorjunnan mukana. Esimerkiksi Windowsin oma tietoturva kannibalisoit 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. Gartnerin arvion mukaan kuluttajien verkkoon kytkettyjen laitteiden lukumäärä kasvaa vuoden 2017 5,2 miljardista laitteesta 12,8 miljardiin vuoteen 2020 mennessä.

## EU:n tietosuoja-asetus

Vuoden 2016 keväällä hyväksytty ja vuoden 2018 toukokuussa voimaan astuva EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) on lisännyt huomattavasti kysyntää kyberturvapalveluille, mikä tukee myös F-Securen konsultointiliiketoimintaa. Asetus asettaa henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita. EU:n tietosuoja-asetuksen kautta organisaatioille tulee 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 uusi asetus vakavasti. Samaan aikaan sanktioiden rahallinen määrittely antaa osaltaan kyberrikollisille hintalapun, millä kiristää yrityksiä onnistuneen tietomurto-operaation jäljiltä. GDPR tukee osaltaan myös F-Securen tuoteliiketoimintaa, sillä asetuksen myötä yritysten on rakennettava parempia kyvykkyyksiä havaita toteutuneita tietomurtoja.

# Toimiala 4/4

## Toimialan konsolidaatio jatkuu

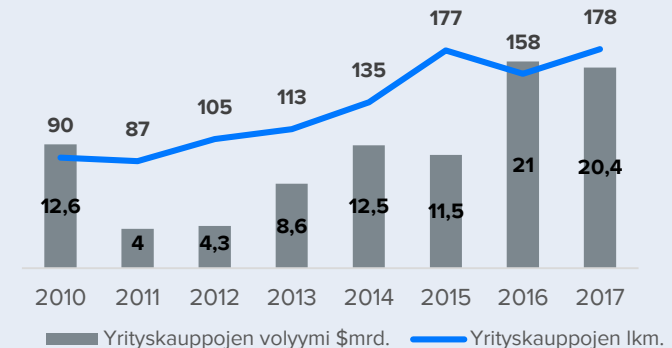
Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkuttelleet sektorille viime vuosina paljon investointeja, mikä näkyy pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Toimiala on hyvin fragmentoitunut ja konsolidaatiokehitys tulee väistämättä jatkumaan, sillä markkinan kasvusta huolimatta kaikille nykyisille toimijoille ei ole tilaa markkinalla, mikäli se alkaa kypsyä tulevaisuudessa. Näemme riskinä, että toimiala on tällä hetkellä yli-investoitu, mikä voi tulevaisuudessa näkyä toimialan kilpailutilanteen kiristymisenä entisestään sekä sektorin kannattavuudessa, kun uusia toimijoita tulee kilpailuun mukaan uusilla ratkaisuilla, jotka pyrkivät ratkomaan kyberturvallisuuden ongelmia aina kilpailijoita tehokkaammin ja/tai edullisemmin. Monet sektorin toimijoista ovat 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, mikä osaltaan vaikeuttaa F-Securen edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Yrityskauppojen liikevaihtokertoimet ovat pahimmillaan nousseet palveluyhtiöissä 5x ja tuoteyhtiöissä 10x tasolle, joita voidaan pitää erittäin korkeina tasoina. Palveluyhtiöiden osalta osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaan tai ne voivat toimia vaihtoehtoina rekrytoinneille. Tällöin kohteena ovat usein pienet erikoistuneet toimijat. Tuoteyhtiöiden yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfoliotaan täydentäviä

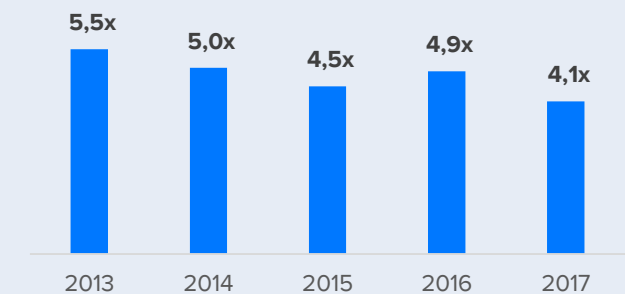
teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturvasta tulee yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdentämään tarjoomiaan. Uskomme F-Securen olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa ostajan roolissa, mutta tällä hetkellä sektorin korkeat arvostustasot jarruttavat osaltaan 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 varaa venyä, vaan seuraavaksi arvonaluonnin on tultava sektorin yhtiöiden kasvusta ja kannattavuudesta.

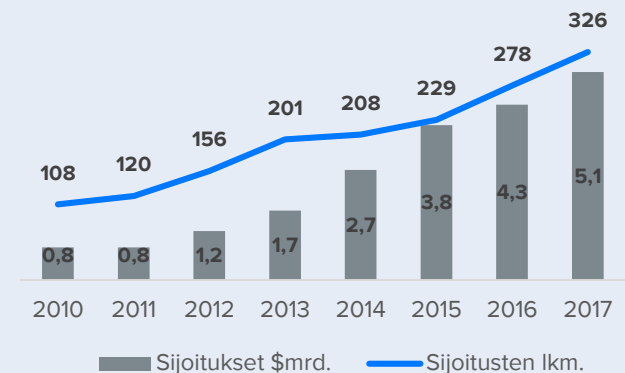
## Kyberturva-alan yrityskaupat



## Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin



## Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin

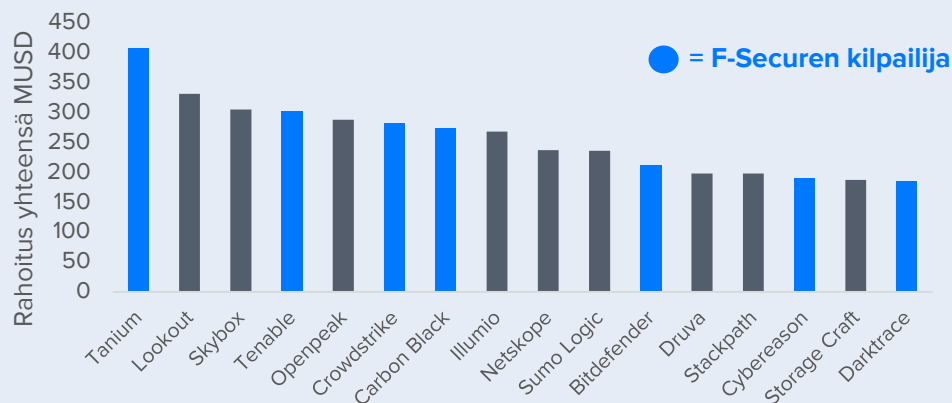


# Toimialan yrityskaupat ja sijoitukset

## Sektorin yrityskauppoja

Pvm.	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	
12/2017	Thales	Gemalto	5 541	1,8x	11,9x	18,6x	
11/2017	Warburg Pingus	Cyren	119	3,8x			
11/2017	Thoma Bravo Fund	Barracuda Networks	1 405	3,8x	43,1x	87,2x	
7/2017	Open Text Corporation	Guidance Software	245	2,1x	20,6x	27,4x	
3/2017	Crossrider	CyberGhost	10	4,5x			
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	21,0x	84,1x	
11/2016	Symantec	Lifelock	2 362	3,6x	24,0x	26,1x	
9/2016	TPG	McAfee	4 200	2,5x			
7/2016	Avast	AVG	1 463	3,4x	11,7x	19,0x	
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	37,6x	43,9x	
Lähde: Capital IQ, Momentum Partners			<b>Mediaani</b>	<b>489</b>	<b>3,7x</b>	<b>21,0x</b>	<b>27,4x</b>

## Eniten rahoitusta keränneet listaamattomat kyberturvayhtiöt



## Kyberturva-ETF HACK:n kehitys



# Kilpailu 1/2

## Kasvava markkina houkuttelee paljon kilpailua

Kyberturvamarkkinan nopea kasvu ja sektorin korkea investointiaste ovat viime vuosina muokanneet kilpailukenttää voimakkaasti. Kilpailukenttä on 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.

Perinteiset ja pidempään markkinoilla olleet toimijat pyrkivät rakentamaan tarjoomistaan entistä kokonaisvaltaisempia vastatakseen kilpailuun ja tämä on kiihdyttänyt alan konsolidaatiota, kun isommat pelurit ostavat pienempiä tuote- ja palveluyhtiöitä vahvistaakseen omia tarjoomiaan.

Isossa kuvassa markkinalla toimivat myös globaalit IT-sektorin jättiläiset kuten IBM, Microsoft ja Cisco, joiden kyberturvallikevaihdot ovat miljardiluokassa.

## F-Securen pääkilpailijat

F-Secure kohtaa kilpailua laajalta rintamalta niin perinteisten virustorjuntayhtiöiden kuin uusien erikoistuneiden toimijoiden suunnalta.

Yritysten päätelaitteiden suojaustuotteissa yhtiö kilpailee kaikkien perinteisten virustorjuntayhtiöiden kanssa, joista pahin kilpailija Euroopassa on liikevaihdoltaan F-Securea reilut tuplasti isompi brittiläinen Sophos. Muita kilpailijoita ovat mm. amerikkalaiset McAfee ja Symantec, japanilainen Trend Micro, Itä-Euroopasta tulevat Kaspersky, Bitdefender ja Eset sekä espanjalainen Panda Security.

F-Securen hallinnoina palveluna tarjottavan kyberhyökkäysten havainnointiratkaisun (RDS) kilpailevia vaihtoehtoja tarjoavia toimijoita ovat mm. Darktrace, CrowdStrike, Carbon Black ja FireEye. Myös Microsoftilla ja Palo Alto Networksilla on tarjolla samantyylinen ratkaisu.

F-Securen tänä vuonna julkaisema RDS:n puhdas tuoteversio EDR kohtaa kilpailua osin samojen yhtiöiden suunnalta (Darktrace, FireEye), mutta myös useat perinteiset antivirustalot ovat julkaisseet oman EDR-tuotteensa virustorjuntaohjelmistojensa rinnalle.

F-Securen haavoittuvuuksien hallintaratkaisu Radar kohtaa kilpailua vahvasti tähän tuotealueeseen erikoistuneilta kilpailijoilta, jotka ovat liikevaihtoluokaltaan F-Securen kokoisia. Haavoittuvuuksien hallintaan erikoistuneita yhtiöitä ovat mm. Rapid7, Qualys ja Tenable.

Kyberturvakonsultoinnissa yhtiön kilpailijoita ovat kaikki kyberturvallisuuden palvelu- ja tuoteyhtiöt, joilta löytyy osaamista myös kaikista vaativimpien kyberturvaongelmien ratkaisemiseen, eikä yksittäisiä pääkilpailijoita erotu joukosta. Kyberturvapalveluiden laajempia kokonaisuuksia markkinoilla tarjoavat konsulttiyhtiöt (kuten KPMG), IT-generalistit (kuten CGI) ja erikoistuneet toimijat (kuten Nixu). F-Securen konsultointiliiketoiminnan laajentuessa se kilpailee yhä etenevissä määrin näiden toimijoiden kanssa.

Kuluttajien päätelaitteiden suojaustuotteissa F-Securen kilpailijat koostuvat pitkälti samoista yhtiöistä kuin yrityspuolella, sillä tuotteiden teknologiat ovat hyvin samankaltaisia sekä yritys- että kuluttajapuolella. Kuluttajapuolella päätelaitteiden suojaustuotteissa kilpailua kiristää se, että kuluttajille on tarjolla myös useita ilmaisia virustorjuntaohjelmistoja (esim. Avast,

Avira, Windows Defender) maksullisten lisäksi.

## Kilpailutekijät kyberturvamarkkinalla










































Tietoturvaluotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää tai havaita haittaohjelmia luonnollisesti korostuu kilpailutekijänä. Havainnointi- ja reagointikyvykkyydet 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 kilpailutekijänä markkinalla.

Jakelukanavien rooli kilpailussa on myös merkittävässä roolissa, sillä ilman toimivia jakelukanavia tuoteliiketoimintaan on vaikea saada volyymin 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.

Keskisuurten ja suurten yhtiöiden asiakassegmentissä tuotetarjooman yhtenäisyys korostuu kilpailutekijänä, sillä tämä asiakaskunta ostaa mieluummin kyberturvatarpeisiinsa kerralla laajan kokonaisratkaisun useiden pistemäisten tuoteratkaisujen sijaan. Asiakaskunnassa ymmärretään, että uhkilta ei voi suojautua shoppailemalla yksittäisiä teknologioita, vaan kokonaisuuksien hallinta korostuu.



# Kilpailukenttä

F-Securen osaamisalueet	Painoarvo F-Securen liiketoiminnassa ja strategiassa	Pääkilpailijat	Muita kilpailijoita
Päätelaitteiden suojaaminen (EPP)	✓✓✓	SOPHOS  TREND MICRO  McAfee Symantec.  KASPERSKY  panda Bitdefender	FireEye  SentinelOne  cybereason  TANIUM CYLANCE  ESET  CROWDSTRIKE Carbon Black.  GUIDANCE SOFTWARE  Microsoft
Automatisoitu hyökkäysten havainnointi ja reagointi (EDR)	✓✓ (2018)	 DARKTRACE  FireEye  CROWDSTRIKE Carbon Black.  TREND MICRO  Symantec.	 TANIUM  KASPERSKY  cybereason CYLANCE  McAfee  GUIDANCE SOFTWARE  panda  SentinelOne
Kyberhyökkäysten havainnointi ja reagointi hallinnoituna palveluna	✓✓	 DARKTRACE Carbon Black.  CROWDSTRIKE	 FireEye  SentinelOne <b>RAPID7</b>  cybereason  paloalto NETWORKS  Microsoft
Kyberturvapalvelut	✓✓	Ei yksittäisiä pääkilpailijoita	 FireEye <b>RAPID7</b>  NIXU cybersecurity.  CROWDSTRIKE  KASPERSKY  nccgroup  Symantec.  McAfee  SecureLink  CGI
Haavoittuvuuksien hallinta	✓	<b>RAPID7</b>  Qualys.  tenable	

# Kilpailu 2/2

## F-Securen kilpailuedut

F-Securen vahva brändi etenkin Pohjois-Euroopassa pohjautuu yhtiön pitkäaikaiseen ja vankkaan osaamiseen virustorjuntateknologioissa. Osoituksena tästä toimii yhtiön virustorjuntaohjelmistojen voittamat lukuisat palkinnot haिताohjelmien 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 auttavat osaltaan kiillottamaan yhtiön brändiä yrityspuolella, kun yhtiön maailmanluokan tietoturva-asiantuntijat ratkovat kaikista vaativimpia tietoturvaongelmia. Konsultointiliiketoiminta antaa yhtiölle myös kilpailuetua pelkkiä kyberturvatuotteita tarjoavia yhtiöitä vastaan ja auttaa yhtiöitä positioitumaan vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi.

Yhtiön laaja jälleenmyyjäkanava yritystietoturvassa sekä operaattorikanava kuluttajatietoturvassa tarjoavat osaltaan yhtiölle kilpailuetua etenkin pienten yritysten ja kuluttaja-asiakkaiden keskuudessa. Siirryttäessä suurempiin asiakkuuksiin yritystietoturvassa yhtiöllä on vielä kehittämistä kumppaniverkostossaan, jotta tehokas myyntikanava saadaan kunnolla auki tähän segmenttiin.

Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoitaan vastaan siitä, että geopoliittiset tekijät saattavat painaa joidenkin

asiakkaiden päätöksenteossa.

Käsityksemme mukaan F-Securella on virustorjunnan lisäksi teknologista kilpailuetua myös yrityspuolen uusissa ratkaisuisa, kuten RDS:ssä. Tämän kilpailuedun vahvuutta on kuitenkin vielä aikaista arvioida ja se tullaan näkemään tulevina vuosina yritystuotteiden kasvun kulmakertoimen jyrkkyydestä.

## Kilpailukentän kasvu ja kannattavuus

Seuraavalla sivulla on tarkasteltu listattujen kyberturvayhtiöiden historiallista (2011-2016) sekä odotettua (2017-2020) liikevaihdon kasvua ja kannattavuutta. Historiallista kasvua ja kannattavuutta tarkastellessa kentältä on havaittavissa kolmen tyyppisiä yhtiöitä.

Ensimmäinen ryhmä on yhtiöt, jotka ovat kasvaneet nopeasti kannattavuudesta välittämättä. Markkinoilla kuitenkin odotetaan, että nopea kasvu hieman tasaantuu ja alkaa näkyä tulevina vuosina yhtiöiden kannattavuudessa liiketoiminnan skaalautumisen myötä. Osalla yhtiöistä kannattavuuden odotetaan parantuvan vasta 2020 jälkeen. Näitä yhtiöitä ovat lukuisat yhdysvaltalaiset kilpailijat kuten FireEye ja Palo Alto.

Toisen ryhmän muodostavat yhtiöt, jotka ovat pystyneet kasvamaan historiallisesti nopeasti ja tekemään samaan aikaan hyvää kannattavuutta. Tämän ryhmän osalta kasvun odotetaan myös tasaantuvan tulevina vuosina ja kannattavuuksien kohoavan erinomaiselle tasolle.

Kolmantena ryhmänä on historiallisesti hitaasti kasvaneet yhtiöt, joiden kannattavuus on ollut

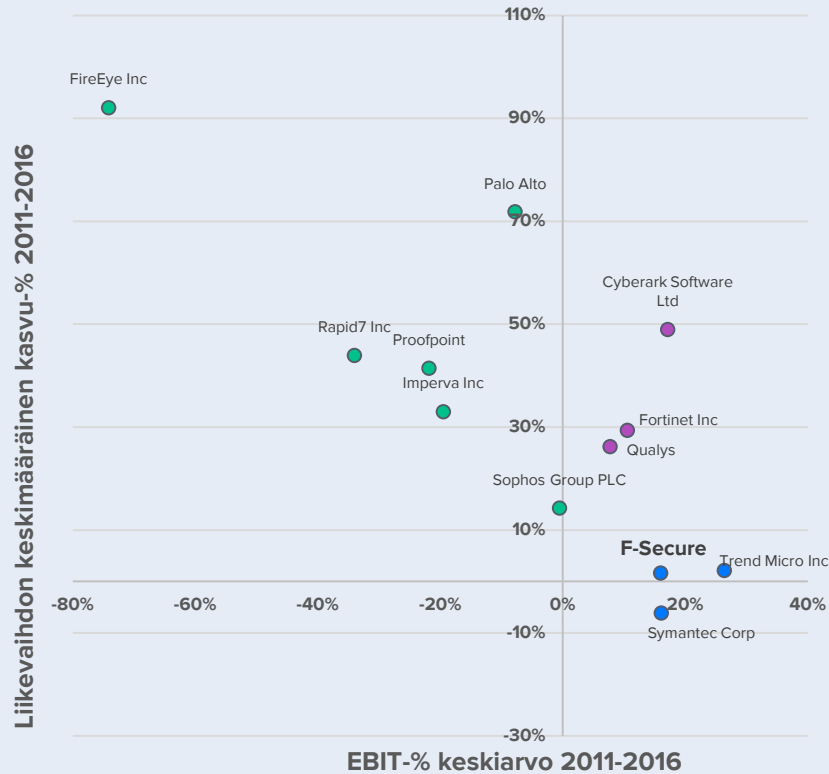
hyvällä tasolla. Tähän ryhmään lukeutuvat perinteiset virustorjuntayhtiöt Symantec, Trend Micro sekä F-Secure. Tämän ryhmän kasvun odotetaan jäävän alle 10 %:n vuosivauhtiin myös tulevina vuosina. Symantecin ja Trend Micron kannattavuuksien odotetaan pysyvän erittäin hyvällä tasolla, mutta F-Securen kannattavuutta rasittaa lähivuosina panostukset yritystietoturvan kasvuun. Sektorin selkein tähti on Check Point Software, jonka liikevoitto-% on yli 50 %:n tasolla (minkä takia se ei mahdu akseleiden sisälle). Tämä osoittaa, mihin kannattavuuteen sektorilla parhaillaan voidaan päästä.

Vaikka F-Securen yritystietoturvan odotetaan kasvavan tulevina vuosina yli 15 %:n vuosivauhtia, kuluttajatietoturvan (2017 57 % liikevaihdosta) odotetun hitaan kasvun myötä yhtiön kokonaiskasvu jää maltilliselle tasolle suhteessa nopeasti kasvaviin kyberturvayhtiöihin. Pääosin kilpailijoita hitaampi kasvu ja odotettu heikompi kannattavuus lähivuosina ovat mielestämme pääsyyt miksi F-Securea hinnoitellaan markkinoilla tällä hetkellä liikevaihtokertoimella selvästi alle verrokkien tason.

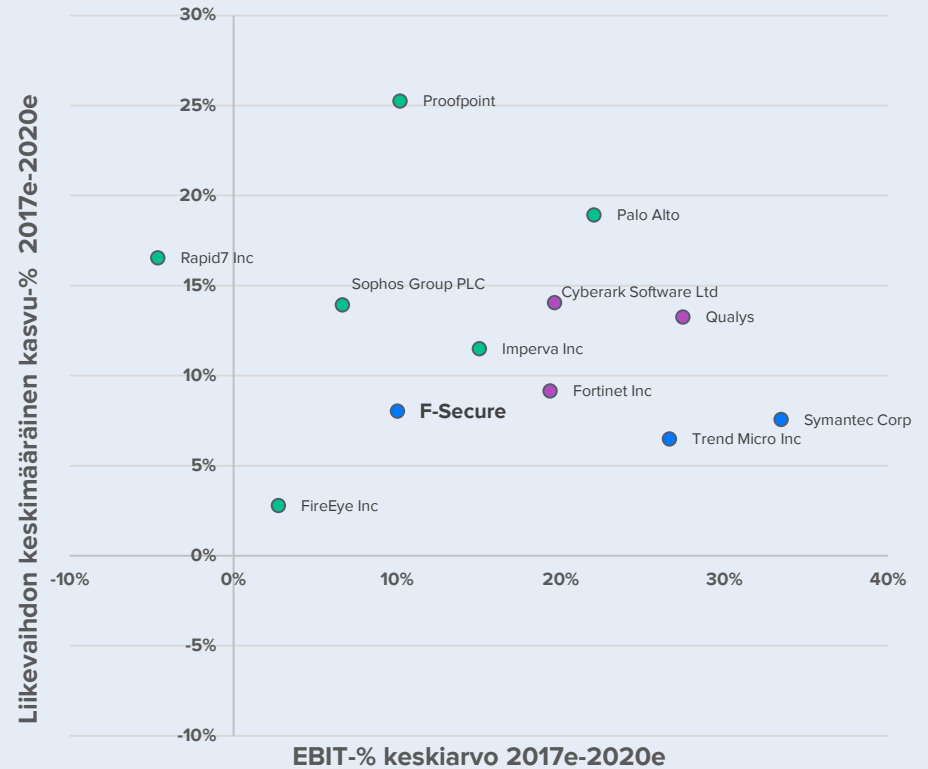
F-Securen yritystietoturva profiloituu erillisenä yksikkönä edellä mainituista ryhmistä ensimmäiseen, sillä sen odotetaan kasvavan nopeasti ja kannattavuuden paranevan vasta 2020 jälkeen kasvun tuoman skaalautumisen myötä. Kuluttajatietoturva taas profiloituu täysin kolmanteen ryhmään sen hitaan kasvun, mutta (oletettavasti) hyvän kannattavuuden vuoksi.

# Kilpailukentän kehitys

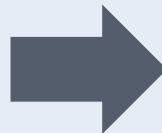
Listattujen kyberturvayhtiöiden kasvu ja kannattavuus 2011-2016



Listattujen kyberturvayhtiöiden odotettu kasvu ja kannattavuus 2017-2020



- Nopea kasvu, heikko kannattavuus
- Hidas kasvu, hyvä kannattavuus
- Nopea kasvu ja hyvä kannattavuus



- Kasvu jatkuu, mutta vauhti alkaa tasaantua. Kasvun tuoman skaalautuvuuden odotetaan alkavan näkyä yhtiöiden kannattavuuksissa.
- Hitaiden kasvajien kannattavuuden odotetaan olevan erinomaisella tasolla.
- F-Securen kokonaiskasvu jää alle 10 %:iin kuluttajietoturvian hitaan kasvun vuoksi. Yritystietoturvan kasvupanostukset rasittavat F-Securen kannattavuutta 2017-2020.
- Kasvun odotetaan jatkuvan, mutta tasaantuvan. Kannattavuuksien odotetaan paranevan entisestään.

# Strategia 1/3

## Strategiaprosessi

### Transformaatio kyberturvataloksi

Vuonna 2015 F-Secure aloitti uuden strategiansa mukaisesti muuntautumisen kuluttaja-liiketoimintaan keskittyneestä antivirussyhtiöstä 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 uuden toimitusjohtaja Samu Konttisen aikana muutosvauhtia on kiihdytetty ja yhtiön painopistettä on fokusoitu erityisesti tietomurtojen havainnointi- ja reagoitintarkkaisuun kehittämiseen, missä yhtiö näkee merkittävää kasvupotentiaalia. Kyberturvakonsultointia on myös vahvistettu kahdella pienemmällä yritysostolla vuonna 2017. Lisäksi F-Secure haluaa nousta arvoketjussa pienistä asiakkuuksista kohti suurempia organisaatioita, joille voidaan myydä laajempaa osaa yhtiön tuoteportfoliosta.

Yhtiön transformaatio on edennyt tähän mennessä hyvin, mutta yhtiöllä on vielä töitä tehtävänä lähivuosina tuote- ja palvelutarjoomansa yhtenäistämässä sekä yritystuotteiden jälleenmyyjäkanavan kehittämisessä. Kiihdyttääkseen tätä muutosta yhtiö kertoi helmikuussa 2018 organisaatio-muutoksesta, jossa yritysten tietoturvatuotteet ja kyberturvakonsultointi siirtyvät kahdesta erillisestä liiketoimintayksiköstä yhteen funktionaaliseen organisaatioon, jolla haetaan tuotteiden ja palveluiden parempaa yhdentymistä kokonaisvaltaisiksi ratkaisuihin sekä vähennetään

organisaation kerroksia.

### Taloudelliset tavoitteet

F-Securen tavoitteena strategiakaudella 2018-2021 on kasvattaa yritystietoturvan liikevaihtoa yli 15 %:n vuosivauhtia. Yhtiö ei ole eritelty, onko tavoite orgaaniselle kasvulle vai sisältääkö se yritysostoja. Kasvupanostukset rasittavat yhtiön kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta kasvustrategian onnistuessa yhtiön kannattavuuden arvioidaan nousevan selvästi nykytasosta skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta. Mielestämme yhtiön pitäisi pystyä skaalautuvan tuoteliiketoiminnan ansiosta pitkällä aikavälillä vähintään 15-20 %:n liikevoitto-marginaaliin. Yhtiö on sanonut 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”. Teknologia-yhtiöiden ikuinen paradoksi on kuitenkin se, että tämä tuhoaisi liiketoiminnan pitkän aikavälin kilpailukyvyyn. Huomioiden toimialaan parhaillaan kohdistuva investointiaalto, on etabloituneiden kyberturvayhtiöiden todennäköisesti kasvatettava panoksiaan entisestään säilyttääkseen edes nykyiset asemansa. Yrityssegmentissä markkina kasvaa nyt nopeasti ja markkinaosuuksia jaetaan uusissa tuotealueissa, joten mielestämme kasvun tavoittelu on tässä vaiheessa F-Securen kannalta järkevää ja onnistuessaan omistaja-arvoa luovaa. Mielestämme yhtiöllä on realistiset mahdollisuudet onnistua tavoittelemassaan kasvuvauhdissa yritystietoturvassa tuotetarjooman laajentuessa, mitä tukee myös viime vuosien kasvun track-record (2016: +20 %, 2017: +16 %).

Kuluttajatietoturvassa F-Securen riskinotto on maltillisempaa ja pääfokus on kasvun sijaan kannattavuudessa kuluttajamarkkinan kasvunäkymien ollessa huomattavasti heikommat kuin yritystietoturvan puolella. Kuluttajatietoturva on kuitenkin F-Securen strategian toteuttamisen kannalta merkittävässä roolissa sen tuottaessa hyvää kassavirtaa, joka mahdollistaa investoinnit yrityspuolelle.

F-Securen osingonjakopolitiikkana on ollut jakaa noin puolet yhtiön vuotuisesta liikevoitosta omistajille. Vuosien 2014-2016 tuloksista yhtiö maksoi myös lisäosinkoa. Arvioimme yhtiön lähivuosien osingonjaon heijastelevan yhtiön osinkopolitiikkaa, jolloin osingon taso jää alhaiseksi kasvuinvestointien rasittaessa tulosta.

## Yritystietoturva

### Tuotestrategia

F-Securen strategia on kehittää tuotteita, jotka vastaavat teknisesti vaativimpienkin suuryritysten tarpeita. Tuotteiden myyntistrategia keskittyy kuitenkin keskisuurten yhtiöiden segmenttiin, joka yhtiön melko laajan määritelmän mukaan kattaa 200-5000 henkilön organisaatiot. Kaikista suurimmat globaalit organisaatiot eivät ole tuotteiden tavoitekohderyhmää. Yrityspuolen teknologioita ja osaamista pyritään myös skaalaamaan kuluttajapuolen tuotteisiin niiden kilpailukyvyyn parantamiseksi. Käsitksemme mukaan yhtiön kaikkien nykyisten päätuotteiden teknologiat ovat erittäin kilpailukykyisiä. Tuotestrategian lähivuosien haaste on tuotteiden integraatio keskenään, jotta yhtiö voisi tarjota keskisuurten asiakkaiden segmenttiin kokonaisvaltaisempia tuoteratkaisuja, jossa tuotteet toimivat tiiviisti yhteen ja niihin liittyy sopivia palveluosuuksia.

# Strategia 2/3

Yhtiön nykyinen uudistunut tuoteportfolio tarjoaa jo kuitenkin merkittäviä lisämyyntejä mahdollisuuksia yhtiön nykyiselle asiakaskunnalle.

Strategian keskiössä ovat yhtiön markkinoilla oleva hallinnoituna palveluna tarjottava kyberuhkien havainnointituote RDS ja tänä vuonna julkaistava havainnoinnin kevyempi, puhdas tuoteversio EDR. Yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteet tuovat vielä suurimman osan yritystietoturvan liikevaihdosta ja EDR:n tarjoaminen tälle käyttäjäkunnalle päätelaitteiden suojausta täydentävänä ratkaisuna tulee tarjoamaan merkittävän lisämyyntejä mahdollisuuden. Lisä/ristiinmyynti onkin yhtiön strategiassa yksi keskeisimpiä kasvuajureita. F-Secure tutkii myös haavoittuvuuksien hallintaratkaisua Radarin ominaisuuksien integrointia edellä mainittuihin tuotteisiin, mikä edesauttaisi tuoteportfolion yhdyntymistä ja tekisi tuotteista kilpailukykyisempiä. Käsitksemme mukaan F-Secure ei tavoittele kokonaan uusia tuotealueita, vaan pyrkii enemmänkin investoimaan oman tuotekehityksen tai yritysostojen kautta teknologioihin, joilla täydennettäisiin nykyisiä ratkaisualueita.

## Myynti ja kanavastrategia

F-Securen yritystietoturvan liikevaihdosta suurin osa tulee vielä päätelaitteiden suojaustuotteiden myynnistä pienille asiakasyrityksille. Yhtiön nykyinen yli 6000 palvelukumppanin verkosto on tässä merkittävä vahvuus. Siirryttäessä keskiuuriin ja suuriin yrityksiin, jälleenmyyjä-kanavassa korostuu enemmän kumppanien laatu kuin niiden määrä. Kumppanit ovat tällöin luonteeltaan enemmän IT-palveluyhtiöitä ja -integraattoreita, jotka tarjoavat palveluita tuotetoimitusten ohella. F-Securen haasteena onkin rakentaa myyntikanava suurempiin

integraattorikumppaneihin ja segmentoida nykyisestä partneriverkostosta ne kumppanit, jotka pystyvät myymään yhtiön tuotetarjontaa myös suuremmille yhtiöille. Kumppaniverkoston rakentaminen vie vuosia ja alkuvaiheessa F-Securen on vahvistettava myös omaa myyntiorganisaatiota tätä segmenttiä tuntevilla osaamisella.

F-Securen myyntikanavastrategian ytimessä on kehittää tuotteita, joiden päälle yhtiön jälleenmyyjäkumppanit voivat rakentaa asiakkaalle lisäarvoa tuottavia palveluita. Esimerkkinä palveluntarjoaja voi tarjota asiakkaalle kyberturvan valvomopalveluita, missä F-Securen RDS-tuote (tulevaisuudessa myös EDR) hoitaa kyberuhkien havainnoinnin, mutta palvelukumppani hoitaa uhiin reagoinnin. Mitä paremmin F-Secure pystyy tuotteidensa avulla tarjoamaan liiketoimintamahdollisuuksia sen kumppaneille, sitä paremmin sen kanavastrategia tulee onnistumaan. Tietoturvan ulkoistamisen yleistyessä jatkuvasti yrityksissä on jälleenmyyjien pystyttävä tarjoamaan lisäarvopalveluita tuotemyynnin yhteydessä pysyäkseen kilpailukykyisinä. F-Secure ei kuitenkaan halua astua omalla palveluliiketoiminnallaan kumppaneiden varpaille, vaan se keskittyy pääasiallisesti vain vaativimpiin palvelualueisiin.

F-Securen yritysstrategian haasteena myyntikanavan lisäksi on se, että yhtiön brändimielikuva on vahvasti virustorjunnassa ja kuluttajatuotteissa. Vaikka tässä on jo edetty parempaan suuntaan, on muutosprosessi pitkä.

## Markkina-alueet

F-Securen maantieteellinen fokus on keskittynyt vahvasti Eurooppaan, missä yhtiö näkee vielä reilusti tilaa kasvaa. Euroopassa yhtiö saa osittain geopolitiittista kilpailuetua, sillä osa

eurooppalaisista yrityksistä ei luota yhdysvaltalaisiin tietoturvyhtiöihin mahdollisissa poikkeustilanteissa. Yhtiön tunnettuus on myös erityisen vahva Pohjois-Euroopassa. Yrityspuolella liikevaihtoa tulee myös Japanista ja yhtiö näkeekin kasvumahdollisuuksia myös Aasian markkinoilla, mutta suurimmat kasvupanostukset tehdään Euroopan markkinoille. USA:n markkina tarjoaisi myös laajentumismahdollisuuksia, mutta kilpailu on siellä Eurooppaa verisempää ja yhdysvaltalaiset yhtiöt puolestaan suosivat osittain paikallisia tietoturvyhtiöitä, minkä takia markkina ei ole niin suotuisa F-Securen kannalta.

## Palveluliiketoiminnan rooli

F-Securen konsultointiliiketoiminnan fokus on kaikista vaativimmissa tietoturvaongelmissa, eikä strategisena tavoitteena ole laajentua palveluliiketoiminnassa kilpailemaan tavallisten IT-palveluyhtiöiden kanssa. Palveluliiketoiminnan strateginen tavoite on tukea tuoteliiketoiminnan kilpailukykyä pelkkiä tuote-yhtiöitä vastaan sekä rikastaa tuoteliiketoimintaa tuotekehityksen osalta.

Isossa kuvassa kyberturvallisuus on muuttumassa pelkistä tuotteista prosessiksi, joka kietoo yhteen tuotteita sekä asiantuntijaosaamista. Tämä hämärtää rajanvetoa tuote- ja palveluliiketoiminnan välillä. Tämän vuoksi myös F-Securen tavoitteena on kyetä paketoimaan tuotteita ja palveluita paremmin kokonaisuuksiksi, vaikka yhtiö pyrkii jättämään suurten volyymien osalta palvelukomponentin jälleenmyyjänsä hoidettavaksi. Yhtiö haluaa palveluliiketoiminnassa olla pääasiallisesti se toimija, joka hälytetään paikalle ainoastaan tilanteissa, joissa yhtiön palvelukumppanien osaaminen ei riitä asiakkaan tietoturvaongelmien ratkaisuihin.

# Strategia 3/3

## Yrityskaupat

Yrityskaupat kuuluvat F-Securen strategian työkaluvalikoimaan ja yhtiö on vauhdittanut viime vuosina muutostaan kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi yritysostoilla. Yhtiön tase on velaton ja sillä on kassaa ja myytävissä olevia rahoitusvaroja 90 MEUR, mikä tarjoaa hyvin kapasiteettia yritysostojen tekemiseen.

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 tuote-tarjoomaa täydentäviä yritysostoja. Vuonna 2015 F-Secure osti suomalais-tanskalaisen palveluyhtiön Sensen 18 MEUR:lla, mistä yhtiölle siirtyi tietoturvakonsulttien 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.

Kolmas vaihtoehto on jokin suurempi yritysjärjestely, jolla yhtiö tavoittelisi skaalaetuja tai saisi tuotteilleen jakelukanavaa keskiuurten ja suurten yhtiöiden asiakassegmenttiin ostettavan yrityksen kautta. F-Securen nykyiset nettorahoitusvarat (90 MEUR) eivät riitä suurien kauppojen tekemiseen, mutta yhtiö on valmis hankkimaan tarvittaessa sekä oman- että vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, jos sopiva ostokohde löytyisi. Suurempien järjestelyiden hidasteena on arviomme mukaan tällä hetkellä kyberturvasektorin korkeat arvostustasot.

## Kuluttajatietoturva

### Tuotestrategia

Kuluttajatietoturvassa suurin osa liikevaihdosta tulee päätelaitteiden suojaustuote Safen myynnistä ja yhtiö pyrkii tuomaan tuotteeseen jatkuvasti uusia ominaisuuksia pitääkseen sen kilpailukykyisenä. Tätä helpottaa osaltaan yritys- ja kuluttajatietoturvan tuotteiden yhtenevät teknologiat, jolloin yrityspuolelle kehitettyjä teknologioita voidaan tuoda myös rikastamaan kuluttajatuotteita. Keskihintoja tuetaan myös paketoimalla tuotteita kokonaisuuksiksi, jolloin myynnin PC-riippuvuus myös pienenee. VPN-tuote Freedomen rooli on myös kasvanut kuluttajatietoturvan myynnin kasvussa, sillä yhä useampi kuluttaja valitsee Safen ja Freedom sisältävän pakettiratkaisun. Tulevaisuudessa yhtiön tietoturvareititin Sensen rooli tuoteportfoliossa voi kasvaa merkittävästi, jos Sensestä pystytään rakentamaan skaalautuva ohjelmistopohjainen tuote. Odotukset Sensen osalta on kuitenkin syytä pitää vielä maltillisina, sillä markkina on hyvin varhaisessa vaiheessa.

### Myynti ja kanavastrategia

Kuluttajatietoturvan markkinadynamiikka on hyvin erilainen verrattuna yrityspuoleen. Markkinoilla on tarjolla paljon ilmaisia virustorjuntaohjelmistoja, joiden perusominaisuudet ovat useille kuluttajille riittäviä ja myös nämä ohjelmistot kehittyvät. Tämä osaltaan jarruttaa kuluttajamarkkinan kasvua ja tekee sen markkinasta vaikeammin ennustettavan kuin yrityspuolella.

Kuluttajatietoturvassa F-Securen pitkään rakentama operaattorikanava on yhtiölle strateginen voimavara, jonka kautta yhtiö saa tuotteilleen laajan jakeluverkoston globaalisti.

Yhtiö jatkaa panostuksia operaattorikanavan ylläpitämiseksi ja kehittämiseksi, mutta näkemyksemme mukaan kanavan merkittävä kasvattaminen alkaa olla haastavaa. Näemmekin enemmän riskinä tulevaisuudessa mahdolliset isojen operaattoriasiakkuuksien menetykset. Tästä esimerkkinä F-Secure menetti Q4'17 aikana operaattoriasiakkaan Etelä-Amerikassa, mikä näkyi välittömästi 3 %:n laskuna kuluttajatietoturvan liikevaihdossa.

Kuluttajatietoturvan suoramyynä on ollut viime vuosina kasvussa ja sen merkitys korostuu jatkossa. Tuotteita myydään yhtiön omassa ja muiden jälleenmyyjien verkkokaupoissa sekä perinteisen jälleenmyyjäkanavan kautta. Keskeinen menestystekijä on myös tilausten uusimisasteet, joiden yhtiö on kommentoinut olevan erinomaisella tasolla.

### Kasvu ja kannattavuus

F-Securen kuluttajaliiketoiminta tuottaa yhtiölle tällä hetkellä vahvaa kassavirtaa, mutta liiketoiminnan kasvunäkymät ovat markkinan odotetun kasvun (+1,6 % vuosittain) selvästi heikkomat kuin yrityspuolella. F-Securen strategiassa onkin investoida kuluttajatietoturvaan siten, että yhtiö säilyttää vahvan markkina-aseman, mutta yhtiö ei tavoittele merkittävää riskinottoa kuluttajapuolelle tehtävillä investoinneilla. Vakaa kasvu ja kassavirta mahdollistavat osaltaan yhtiön kasvuinvestoinnit yritystietoturvan puolella, joten kuluttajaliiketoiminta on tärkeässä roolissa yhtiön strategiassa. Kuluttajatietoturvan liikevaihdon kääntymisen laskuun tai kannattavuuden heikkenemisen vaikeuttaisi merkittävästi yhtiön strategian toteuttamista, joten yhtiöllä on suuret intressit pitää kuluttajapuolen liiketoiminta elinvoimaisena.

# 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 reagointituotteisiin
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja kasvattaminen

## Kasvun kiihdyttäminen

- Siirtymä keskisuurten yritysten asiakassegmenttiin
- Tuoteportfolion parempi integrointi
- >15 %:n kasvu yritystietoturvassa 2018-2021
- Mahdollisesti kasvua kiihdyttäviä yrityskauppoja
- Kuluttajätietoturvassa tavoitteena vakaa kasvu ja hyvä kannattavuus

– 2015

2015-2017

2018 –

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Yritystietoturvan vahvistaminen onnistuneilla yrityskaupoilla palveluliiketoiminnassa
- Yritystietoturvan tuoteportfolion vahvistaminen (RDS, EDR, Radar)
- Yritystietoturva nostettu selkeälle kasvururalle
- Kuluttajaliiketoiminnan kilpailukyky pidetty vahvana

### Lähitulevaisuus 1-2v

- EDR-tuotteen onnistunut ylösajo
- Oman myyntiorganisaation vahvistaminen, jotta jälleenmyyjäkanavaa voidaan kehittää suurempien yritysten tarpeisiin
- Irtonaisen tuote- ja palvelutarjooman yhtenäistäminen vastaamaan vielä paremmin suurempien asiakkaiden tarpeita
- Organisaation ja kulttuurin muokkaaminen vastaamaan kasvustrategiaa
- Brändimielikuvan vahvistaminen virustorjuntayhtiöstä kyberturvayhtiöksi

### Seuraavat 5 vuotta

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

# Historiallinen kehitys 1/2

## Kasvu- ja tuloskehitys 2008-2014

F-Secure on laatu-yhtiö ja yhtiön vakaa track-record erittäin pitkältä ajalta osaltaan tukee osakkeelle hyväksyttävää arvostustasoa sekä antaa luottamusta yhtiön menestykseen myös jatkossa.

Vuosina 2008-2012 yhtiön liikevaihto kasvoi 113 MEUR:sta 157 MEUR:oon keskimääräisen kasvuprosentin oltua 8,6 % vuodessa. Liikevaihdon kasvua ajoi kuluttajatietoturvan kasvu 66 MEUR:sta 94 MEUR:oon uusien tuotejulkaisujen myötä sekä yhtiön siirtymä pilvitallennusliiketoimintaan vuonna 2009 Steek-yritystietoturvan kautta. Pilvitallennuksen liikevaihto kasvoi vuoden 2009 2 MEUR:sta 16 MEUR:oon vuonna 2012. Vuosina 2013-2014 F-Securen liikevaihto laski noin prosentilla vuodessa, kun kuluttajatietoturvan sekä pilvitallennusliiketoiminnan kasvu pysähtyi. Yritystietoturvan liikevaihto pysyi vakaana koko tarkastelujakson 2008-2014 ajan vaihdellen 45-50 MEUR:n välillä.

F-Securen tuotteisiin pohjautuva liiketoimintamalli on mahdollistanut skaalautuvuuden ja sitä kautta hyvän kannattavuuden. Yhtiön oikaistu liikevoitto-% vaihteli 15,0-21,6 %:n välillä vuosina 2008-2014.

## Kasvu- ja tuloskehitys 2015-2017

Vuonna 2015 F-Secure muutti uuden strategiansa myötä liiketoimintansa painopisteen vahvemmin tietoturvaratkaisuihin ja myi pilvitallennusliiketoiminnot Synchronoss Technologiesille 52 MEUR:n hinnalla (F-Secure maksoi liiketoiminnasta 30 MEUR vuonna 2009).

F-Secure alkoi panostaa merkittävästi nopeasti kasvaville yritystietoturvan markkinoille

rekrytoimalla kyberturvakonsultteja sekä myyntihenkilöstöä ja osti tanskalaisen kyberturvan palvelu- ja tuote-yhtiö nSensen. Lisäksi yhtiö teki kaksi pienempää yritysostoa vuonna 2017. Kasvupanostukset ovat tuottaneet tulosta ja yritystietoturvan liikevaihto on kasvanut vuoden 2014 46 MEUR:sta 72,5 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä keskimääräisen vuotuisen kasvuprosentin ollessa 16,4 %. Kuluttajatietoturvassa yhtiö on kasvanut tällä aikavälillä maltillisesti markkinan mukaisesti noin 1,8 % vuodessa ja kuluttajatietoturvan liikevaihto oli vuonna 2017 97,1 MEUR.

Yhtiö kiihdytti strategian mukaisia kasvupanostuksiaan vuonna 2017, mikä näkyy yhtiön kannattavuudessa. Liikevoittomarginaali laski 6,5 %:iin vuonna 2017, kun se oli vuosina 2015-2016 12,2-13,6 %. Panostukset kasvuun jatkuivat myös vuonna 2018, mikä painaa kannattavuutta edelleen. F-Secure aktivoi tuotekehitysmenojaan hyvin konservatiivisesti taseeseen, minkä takia kasvuinvestoinnit tehdään pääosin suoraan tuloksesta.

## Kulurakenne

F-Securen bruttokate on vaihdellut vuosien 2012-2017 aikana 95,1-96,4 %:n välillä. Materiaalit ja palvelut -erä koostuu tällä hetkellä pääosin myynnin rojaltimaksuista sekä tietyistä pilvipalveluiden hosting-kuluista. F-Secure tulee muuttamaan raportointiaan Q1'18-raportin yhteydessä siten, että tietyt tällä hetkellä kiinteiksi kuluiksi kirjattavia eräiä tullaan jatkossa kirjaamaan bruttokatetta pienentävinä muuttuvina kuluina. Liikevoitto-tasolla raportointimuutoksella ei ole vaikutuksia, sillä kustannuksia siirtyy ainoastaan kuluerästä toiseen heijastellen paremmin kyseisten kulujen

luonnetta.

Yhtiö raportoi kiinteän kulurakenteensa kolmessa erässä: 1) Myynti ja markkinointi, 2) Tuotekehitys ja 3) Hallinto. Näistä suurin on myynti ja markkinointi, joka vastasi 61,9 % liikevaihdosta vuonna 2017. Arviomme mukaan noin puolet tästä kuluerästä koostuu henkilöstön palkoista ja loput markkinointikuluista, jälleenmyyjäverkostolle maksettavista myyntikomissioista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Vuosien 2012-2017 välillä myynnin ja markkinoinnin kustannusten osuus liikevaihdosta on vaihdellut 45,1-61,9 %:n välillä ja absoluuttisesti 71-105 MEUR:ssa, mistä nähdään yhtiön nykyisten kasvupanostusten laajuus. Myynnin ja markkinoinnin kuluerä joustaa parhaiten alaspäin, jos F-Secure päättää optimoida kannattavuuttaan kasvun sijaan.

Tuotekehitys on F-Securen toiseksi suurin kuluerä ja se oli 34,6 MEUR eli 20,4 % liikevaihdosta vuonna 2017. Tuotekehityskulujen osuus liikevaihdosta on vaihdellut 17,9-31,4 %:n välillä ja absoluuttisesti 27-49 MEUR:ssa vuosina 2012-2017. Tuotekehityskuluista valtaosa on henkilöstökuluja. F-Secure aktivoi kehitysmenoja taseeseen melko maltillisesti aktivoitujen menojen oltua 3,9 MEUR vuonna 2017 (2016: 3,2 MEUR). Kokonaisuudessaan aktivoitujen kehitysmenoja taseessa on noin 10 MEUR, mistä poistot ovat reilu 3 MEUR vuositasolla.

Hallinnon kulut olivat vuonna 2017 14,3 MEUR tai 8,4 % liikevaihdosta. Myös hallinnon kuluista valtaosa on henkilöstökuluja. Hallinnon kulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta tulee arviomme mukaan hieman laskemaan tulevaisuudessa liikevaihdon kasvun mukana, vaikka kuluerä absoluuttisesti kasvaa.



# Historiallinen kehitys 2/2

Yhtiön nettorahoituskulut ovat olleet historiallisesti hieman plussan puolella, sillä yhtiöllä ei ole korollista velkaa ja yhtiön rahoitusvarat on sijoitettuna lyhytaikaisiin korkoihin. F-Securen veroaste on vaihdellut vuosien saatossa johtuen pääosin siitä, että yhtiöllä on liiketoimintaa myös lähdeveroa perivissä maissa. Käsitksemme mukaan yhtiön normalisoitu veroaste on noin 25 %:n tasolla tällä hetkellä.

## Rahavirta

F-Securen liiketoiminta tuottaa hyvää kassavirtaa ja yhtiön liiketoiminnan rahavirta on ollut vuosien 2013-2017 välillä 22-29 MEUR vuodessa. Rahavirtaa tukee asiakkailta saadut ennakkomaksut, sillä useissa tapauksissa monivuotisten sopimusten maksut saadaan ennakkoon heti sopimuskauden alussa. Saadut ennakot ovat kasvaneet viime vuosina yritystietoturvan kasvun mukana yli 10 %:n vuosivauhtia. Saatujen ennakkojen ansiosta F-Securen käyttöpääoma on selvästi negatiivinen, eikä liiketoiminnan kasvu sido yhtiön taseesta pääomaa. Saatujen ennakkojen kasvuvauhti tulee todennäköisesti hiipumaan hieman tulevaisuudessa asiakaskunnan suosiossa yhä enemmän kuukausilaskutukseen perustuvia sopimuksia monivuotisten määräaikaisten lisenssisopimusten sijaan.

## Tase ja rahoitusasema

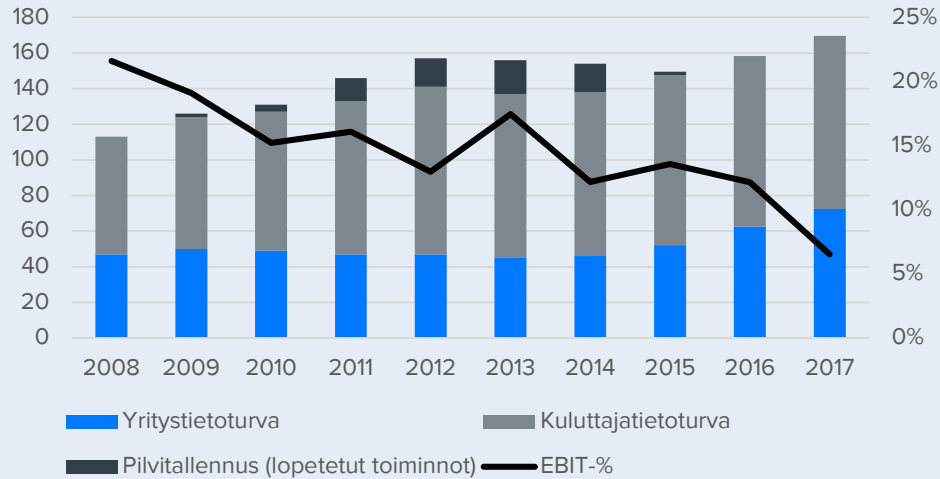
F-Securen tase on vahvassa kunnossa nettovelkaantumisasteen oltua noin -130 % ja omavaraisuusasteen noin 61 % vuoden 2017 lopussa. Taseen loppusumma oli 174,5 MEUR vuoden 2017 lopussa. Taseen varat koostuvat pääosin kassasta ja myytävissä olevista

rahoitusvaroista (yht. 90 MEUR) sekä saamisista (50 MEUR). Liikearvoa yrityskaupoista on kertynyt taseeseen 10 MEUR:n edestä ja muita aineettomia hyödykkeitä (aktivoidut kehitysmenot + muut aineettomat hyödykkeet) on 15 MEUR:lla.

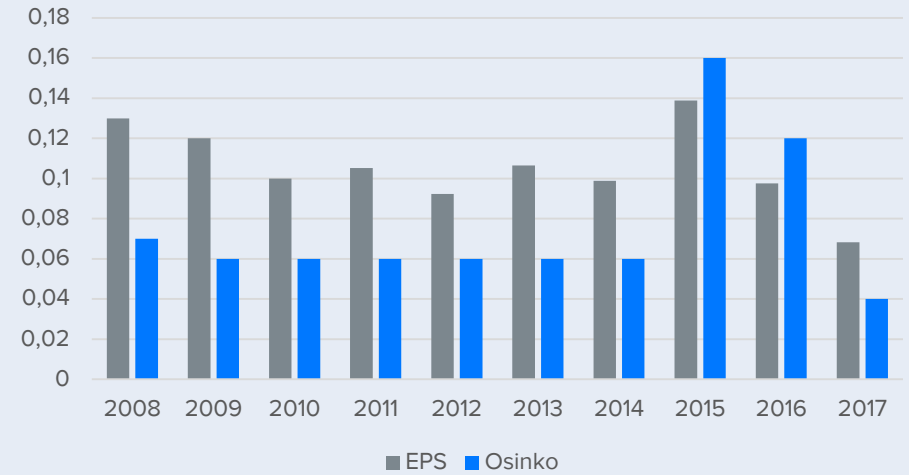
Taseen vastattavaa puoli koostuu enimmäkseen omasta pääomasta (69,5 MEUR) sekä pitkäaikaisista (17,5 MEUR) ja lyhytaikaisista (84 MEUR) korottomista veloista. Korottomista veloista 61 MEUR muodostivat saadut ennakot. Kokonaisuutena F-Securen vahva tase antaa yhtiölle hyvin liikkumavaraa toteuttaa kasvustrategiaansa.

# Historiallinen kehitys

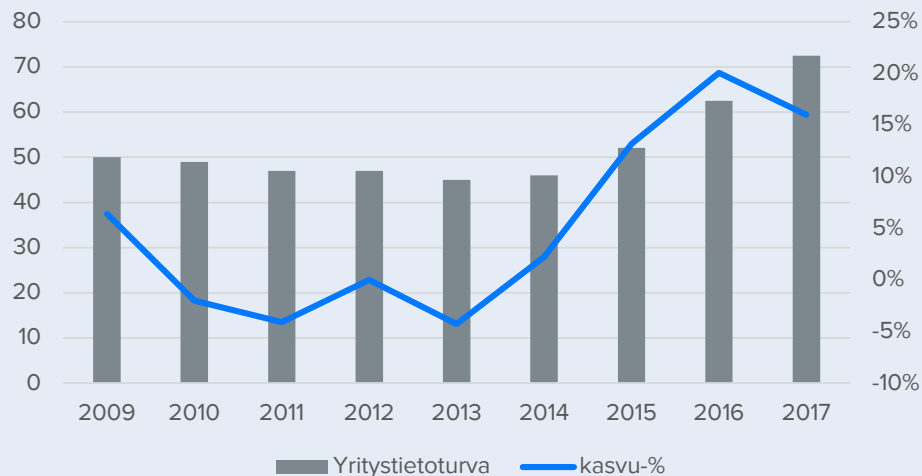
## Liikevaihto ja kannattavuus



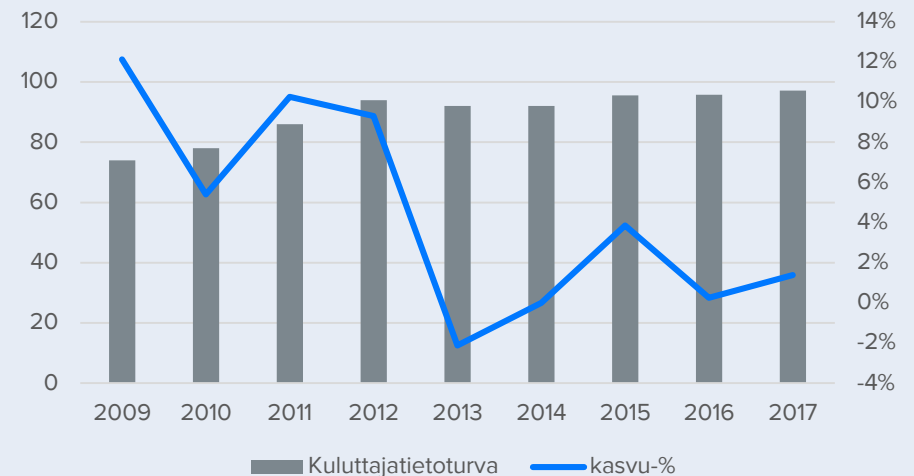
## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Yritystietoturvan liikevaihto ja kasvu-%

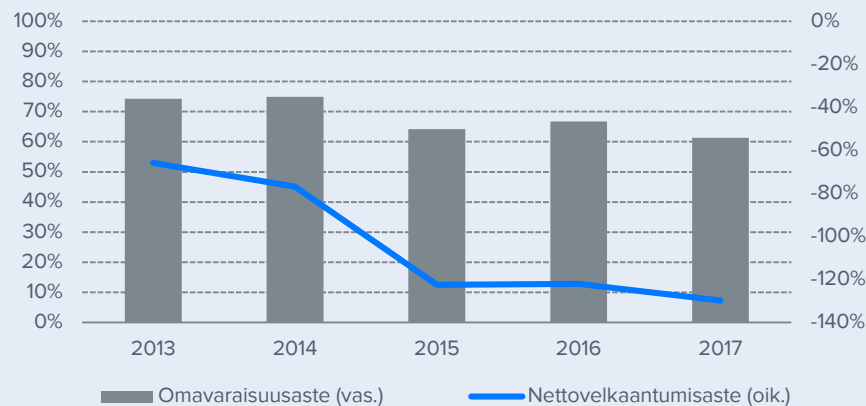


## Kuluttajietoturvan liikevaihto ja kasvu-%

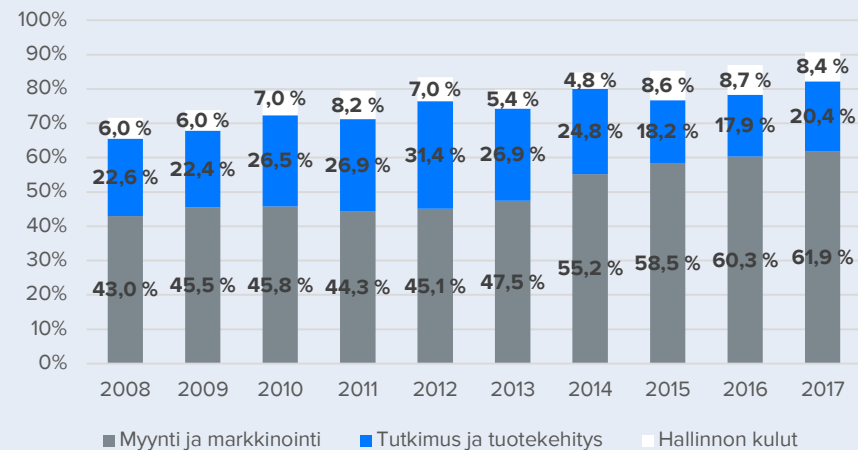


# Taloudellinen tilanne

Taseen avainlukujen kehitys



Kulurakenne %-liikevaihdosta

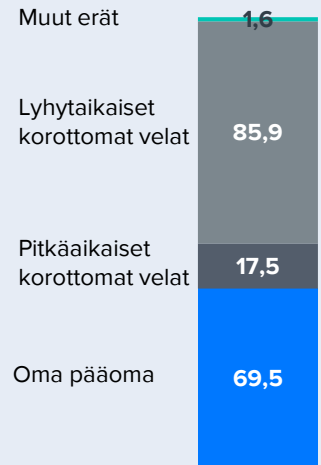


Tase 2017 (MEUR)

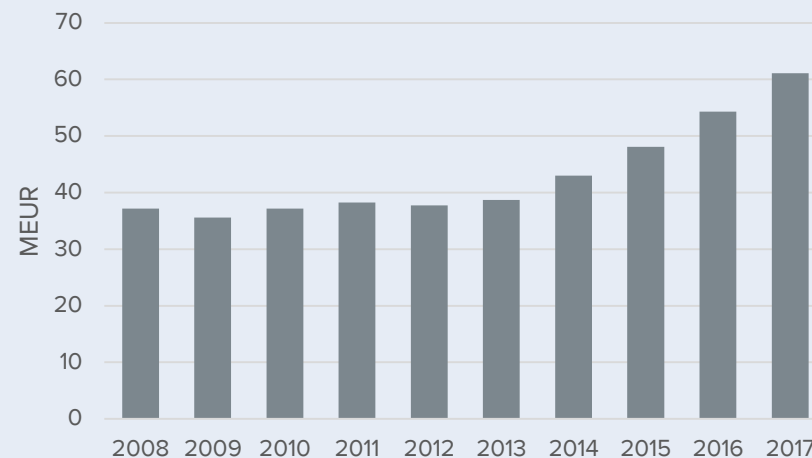
Vastaavaa



Vastattavaa



Saadut ennakot taseessa



# Ennusteet ja arvonmääritys 1/3

## Ennusteet

### Ennusteiden lähtökohdat

F-Securen strategiakauden 2018-2021 taloudelliset tavoitteet toimivat pohjana ennusteillemme, sillä pidämme yhtiön omien tavoitteiden saavuttamista realistisena skenaariona. Yritystietoturvasa yli 15 %:n vuosittaisen kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii yhtiön kyberturvallisuuspalveluiden vahvan kysynnän jatkumista, RDS-tuotteen menestystä sekä onnistunutta EDR-tuotteen ylösajoa. EDR-tuote tarjoaa houkuttelevan lisämyyntimahdollisuuden F-Securen päätelaitteiden suojaustuotteiden asiakassegmenttiin. Tuoteportfolion yhtenäistäminen ja jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ovat myös avainroolissa, jotta yhtiö pääsee paremmin kiinni keskiuurten yritysten markkinasegmenttiin tarjoamaan kokonaisvaltaisempia tuote/palveluratkaisuja.

Kuluttajatietoturvasa odotamme yhtiön kasvuvauhdin strategiakaudella jäävän hieman markkinakasvusta (1,6 %), yhtiön keskittyessä täällä enemmän hyvään kannattavuuteen, jolla tukea yrityspuolen kasvua. Yhtiön tietoturvarieitin Sense tarjoaa onnistuessaan pitkällä aikavälillä mielenkiintoisen kasvoption kuluttajatietoturvasa, mutta tässä vaiheessa sille ei voi antaa suurta painoarvoa, sillä markkinan kypsyttä tuotteelle on vielä vaikea arvioida.

### Lyhyen aikavälin ennusteet

F-Secure ohjeistaa vuonna 2018 yritystietoturvan liikevaihdon kasvavan yli 15 % ja

kuluttajatietoturvan liikevaihdon pysyvän vakaana vuoteen 2017 verrattuna. Liikevoiton yhtiö odottaa olevan 8-12 MEUR. Vuoden 2018 ennusteemme on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa ja odotamme yritystietoturvan liikevaihdon kasvavan 17 % 85 MEUR:oon ja kuluttajatietoturvan liikevaihdon pysyvän vakaana 97 MEUR:ssa. Liikevoiton odotamme olevan ohjeistushaarukan keskikohdassa 10 MEUR:ssa (EBIT-% 5,5 %). Osakekohtainen tulos laskee 0,05 euroon (2017: 0,07 euroa) ja osingon odotamme pysyvän 0,04 eurossa.

Vuonna 2019 odotamme yritystietoturvan jatkavan 16 %:n kasvussa liikevaihdon noustessa 99 MEUR:oon. Kuluttajatietoturvan liikevaihdon odotamme kasvavan 1 %:n 98 MEUR:oon. Ennustamme kasvupanostusten jatkuvan voimakkaina, mutta liikevaihdon kasvun myötä kannattavuus hieman paranee ja liikevoitto nousee 15 MEUR:oon (EBIT-% 7,7 %)

### Strategiakauden loppupuolen ennusteet

Vuoden 2019 jälkeen odotamme F-Securen yltävän 16 %:n liikevaihdon kasvuun yritystietoturvasa strategiakauden loppuun 2021 asti, jolloin liikevaihto on noussut 133 MEUR:oon. Kuluttajatietoturvan liikevaihdon odotamme pysyvän vakaassa 1 %:n kasvussa sen liikevaihdon ollessa 100 MEUR vuonna 2021. Ennustamme F-Securen skaalautuvan liiketoimintamallin alkavan näkyä yhtiön kannattavuudessa strategiakauden lopussa 2020-2021. Ennusteessamme liikevoitto-% nousee 9,8 %:iin vuonna 2020 ja 15,9 %:iin vuonna 2021, kun etenkin myynnin ja markkinoinnin kulut skaalautuvat kasvun myötä. Osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme

0,18 euroon vuonna 2021.

### Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2021 jälkeen yritystietoturvan kasvuvauhti alkaa tasaantua ennusteessamme asteittain 10 %:sta 3 %:iin vuosien 2022-2026 aikana. Kuluttajatietoturvan odotamme jatkavan 1 %:n kasvussa tällä aikavälillä. DCF-kassavirtalaskelmassa tarvittavan F-Securen liikevaihdon ikuisuuskasvun odotamme olevan 2 % vuodesta 2027 eteenpäin.

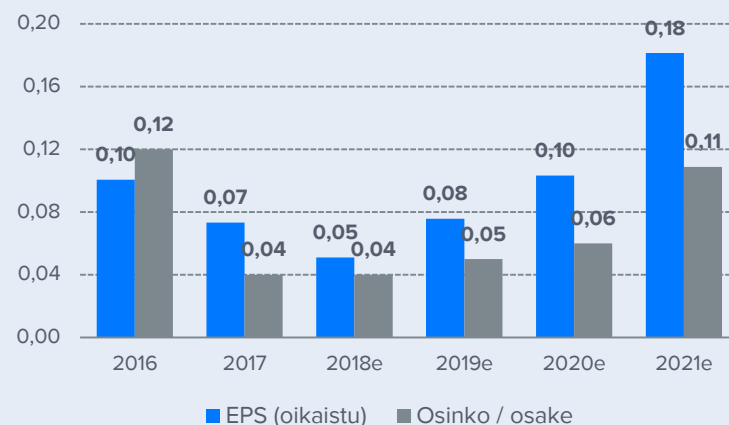
Ennustamme F-Securen liikevoittomarginaalin asettuvan 2022 eteenpäin noin 16-18 %:n tasolle heijastellen hyvää kannattavuutta yhtiön kasvustrategian onnistumisen jälkeen. Ennen nykyistä strategiakautta yhtiö teki vuosina 2010-2015 15,0-17,5 %:n oikaistua liikevoittoa, johon peilaten kannattavuusennuste vaikuttaa realistiselta. Vuosina 2008-2009 yhtiö ylsi yli 19 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta tässä vaiheessa haluamme yhtiöltä ensin näyttöjä strategian onnistuneesta toteutuksesta ja sen myötä mahdollisesta nykyistä ennustettamme paremmasta kannattavuuspotentiaalista.

# Ennusteet

Lyhennetty tuloslaskelma	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	158,3	169,7	182,0	196,6	213,3	232,6
Käyttökate (EBITDA)	24,5	17,4	16,5	21,7	27,7	44,3
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	19,2	11,1	10,0	15,2	20,8	37,1
Oik. liikevoitto-%	12,1 %	6,5 %	5,5 %	7,7 %	9,8 %	15,9 %
Liikevoitto (EBIT)	19,2	11,1	10,0	15,2	20,8	37,1
Tulos ennen veroja	20,8	11,9	10,7	15,9	21,6	37,9
Nettotulos	15,7	10,7	8,0	11,9	16,2	28,5
Osakekohtainen tulos	0,10	0,07	0,05	0,08	0,10	0,18
Vapaa kassavirta	16,8	19,0	12,2	14,3	18,6	29,7

Avainluvut	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	7,2 %	7,2 %	7,2 %	8,0 %	8,5 %	9,0 %
Käyttökate-%	15,5 %	10,3 %	9,0 %	11,0 %	13,0 %	19,0 %
Liikevoitto-%	12,1 %	6,5 %	5,5 %	7,7 %	9,8 %	15,9 %
ROE-%	20,5 %	14,7 %	11,4 %	16,1 %	20,0 %	30,0 %
ROI-%	25,9 %	16,0 %	15,2 %	21,4 %	26,7 %	40,0 %
Omavaraisuusaste	66,7 %	61,3 %	61,4 %	62,5 %	64,0 %	66,8 %
Nettovelkaantumisaste	-122,1 %	-129,8 %	-135,6 %	-136,8 %	-136,7 %	-131,8 %

## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Liikevaihto ja kannattavuus



# Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Aloitamme seurantamme varovaisen positiivisella näkemyksellä osakkeesta. F-Secure on laadukas yhtiö, jonka markkinoilla on houkuttelevat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja -fundamentit. Yhtiöllä on mielestämme uskottava ja hyvä strategia, joka selkeästi painottaa omistaja-arvon luontia ja etenee hallituin riskein. Yhtiöllä on myös alustavia näyttöjä strategian toimivuudesta.

Mielenkiintoisen mausteen osakkeelle tuo yritysjärjestelyiden mahdollisuus, sillä yhtiö selkeästi kartoittaa nyt aktiivisesti yritysostokohteita ja kohteeksi voi päätyä suurempikin toimija.

Houkuttelevan ja kuumen markkinan kääntöpuolena on, että nykyisellä arvostustasolla F-Securen osake hinnoittelee jo sisään paljon kasvuodotuksia, eikä nykyinen arvostustaso tarjoa olennaista nousuvaraa tai jätä sijaa pettymyksille kasvunopeudessa. Edellyttämme yhtiöltä näyttöjä kasvun voimistumisesta ja uusien tuotteiden menestyksestä yritystietoturvan puolella, ennen kuin voimme ottaa osakkeesta rohkeamman näkemyksen.

### Arvostuskertoimet

Nykyisillä ennusteillamme F-Securen tulos pohjaiset arvostuskertoimet pysyvät korkealla tasolla koko nykyisen strategiakauden ajan kasvupanostusten rasittaessa yhtiön tuloskuntoa. Osakkeen arvostus antaa hyvin erilaisen kuvan riippuen siitä, katsotaanko yhtiötä liikevaihto- vai tulos pohjaisten kertoimien näkökulmasta. Arvostusta ei voida tukea yksinään kumpaankaan näkökulmaan, sillä yhtiö

tulee jatkuvasti tasapainoilemaan kasvun- ja kannattavuuden välillä riippuen kumpi sen näkemyksen mukaan luo enemmän omistaja-arvoa.

F-Securen 2018 ja 2019 P/E-kertoimet ovat 72x ja 48x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 48x ja 31x. Vuonna 2021, jolloin yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuus nostaa ennusteessamme kannattavuuden lähellä yhtiön historiallisia tasoja (EBIT-% 15,9 %), P/E-kerroin on ennusteillamme 20x ja EV/EBIT 12x. Näitäkään kertoimia ei voida pitää vielä edullisina ja toteutuakseen ne vaativat yhtiön strategian kohtalaista onnistumista, mihin luonnollisesti sisältyy riskejä. Tulos pohjaisia kertoimia tarkastellessa F-Securen osakkeessa ei ole merkittävää nousuvaraa, sillä yhtiön strategian onnistuessa ja tulos kasvun toteutuessa mahdollinen kurssinousu hautautuu normalisoituvien arvostuskertoimien alle.

EV/Liikevaihto-kertoimella F-Securen arvostus näyttää maltillisemmalta verrattuna tulos pohjaisiin kertoimiin. Ennusteillamme yhtiön EV/Liikevaihtokertoimet ovat 2,6x ja 2,4x vuosille 2018 ja 2019. F-Securen liikevaihtokerroin on vaihdellut 1,6x-3,1x välillä vuosina 2013-2017 mediaanin ollessa 2,0x tasolla. Kertoimia voidaan pitää hyvin edullisina osakemarkkinan nykyisessä kontekstissa, jossa useita IT-sektorin palveluyhtiöitä hinnoitellaan 2x tasolla olevilla liikevaihtokertoimilla.

### Osien summa

Havainnollistamme osien summa -menetelmällä F-Securen arvomuodostusta. Menetelmä vaatii tiettyjä oletuksia, mutta se toimii yhtenä näkökulmana arvonmääritykseen yhtiön kuluttaja- ja yritysliiketoimintojen eri kehitysvaiheiden takia. Kuluttajätietoturvaa tulee mielestämme

hinnoitella markkinoilla tulos pohjaisesti sen hitaan kasvun, mutta hyvän kannattavuuden vuoksi. Yritystietoturva kasvaa nopeasti, mutta kasvupanostukset painavat sen kannattavuuden negatiiviseksi. Kasvu luo kuitenkin pitkällä aikavälillä omistaja-arvoa ja yritystietoturvaa tulee siten hinnoitella tällä hetkellä liikevaihtopohjaisesti. Kuvaamamme osakemarkkinan hinnoittelulogiikka on nähtävissä selkeästi yhtiön vertailuryhmän osakkeista.

F-Secure ei erittele liiketoimintojen kannattavuuksia, joten joudumme tekemään sen osalta oletuksia. Oletamme kuluttajätietoturvan liikevoitto-%:n olevan 18-22 % välillä, mikä heijastelee kypsän vaiheen liiketoiminnalle kohtalaista kannattavuutta. Kuluttajätietoturvalle hyväksyttävän EV/EBIT-kertoimen asetamme 10-12x haarukkaan, mikä heijastelee vertailuryhmässä olevien saman profiilin yhtiöiden kertoimia (Symantec, Trend Micro). kuluttajätietoturvan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa oletetulla 20 %:n kannattavuudella ja 11x EV/EBIT-kertoimella 213 MEUR haarukan ollessa 175-256 MEUR.

Yritystietoturvaa hinnoittelemme liikevaihtokertoimen kautta kuluvan vuoden liikevaihtoennusteesta laskettuna. Hyväksyttävän EV/Liikevaihto -kertoimen asetamme 3,2x-4,0x haarukkaan. Tämä edustaa noin 10-30 %:n alennusta suhteessa F-Securen verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimeen (4,5x), mitä perustelemme verrokkeja pienemmällä koolla sekä sillä, että F-Securen yritys puoli sisältää myös palveluliiketoimintaa. Yritystietoturvan arvo neutraalissa skenaariossa 3,6x liikevaihtokertoimella (20 %:n alennus) on 306 MEUR haarukan ollessa 272-340 MEUR.

# Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

Lisäämällä liiketoimintojen arvoihin F-Securen vuoden 2017 nettokassan (90 MEUR) muodostuu F-Securen osakekannan arvoksi neutraalissa skenaariossa 610 MEUR tai 3,89 euroa osakkeelta. Pessimistisen ja optimistisen skenaarion haarukat ovat 537-686 MEUR tai 3,43-4,38 euroa osakkeelta. Menetelmä havainnollistaa, kuinka nykyisessä strategiassa yhtiön arvo ja arvonluonti perustuvat erityisesti yritystietoturvaan ja sen kasvunopeuteen. F-Securen osakkeen arvoa tulee ajamaan tulevina vuosina yritystietoturvan kasvu ja yhtiön pystyessä toteuttamaan kasvutavoitteensa, voisi yhtiön hyväksyttävä arvostustaso nousta lähemmäs optimistista skenaariotamme. Riskinä osien summa -laskelmassa on tällä hetkellä kyberturvayhtiöiden korkeat arvostustasot ja yhtiölle hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku heijastuisi negatiivisesti etenkin F-Securen yritystietoturvan arvostukseen.

## 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 yrityksiä ja tämän pitää osaltaan näkyä F-Securen hinnoittelussa suhteessa sen vertailuryhmään. Yhtiöt ovat myös liiketoiminnan kehitysvaiheiltaan hyvin eri vaiheissa, mikä näkyy yhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofiileissa ja hankaloittaa osaltaan yhtiöiden arvostustasojen vertailua ja peilaamista F-Securen arvostustasoon.

F-Securen EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat tänä

vuonna 75-93 % ja ensi vuonna reilu 50 % yli vertailuryhmän jo osaltaan korkean mediaanitason yläpuolella. Liikevaihtokertoimella F-Secure on arvostettu lähivuosina noin 40 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihin. Verrokkien liikevaihtopohjainen arvostustaso on korkea (2018-2019 4,5x-4,0x) ja näemme riskinä, että markkina ei välttämättä hyväksy yhtiöille tulevaisuudessa näin korkeita kertoimia, vaan kertoimien tulee normalisoitua liikevaihtojen kasvun myötä.

F-Securen tulospohjainen yliarvostus ja liikevaihtopohjainen aliarvostus kuvastavat hyvin yhtiön nykyistä kehitysvaihetta, missä yritystietoturvan kasvupanostukset rasittavat tulosta, mutta kuluttajietoturvan hitaan kasvun vuoksi yhtiön kokonaiskasvu jää useiden nopeasti kasvavien verrokkien vauhdista, jolloin alhaisempi liikevaihtokerroin on osaltaan perusteltu. Piententäkseen liikevaihtopohjaista aliarvostusta F-Securen tulee onnistua yritystietoturvan kasvustrategiassaan sekä pystyä todistamaan, että kasvun myötä yhtiön skaalautuva liiketoimintamalli parantaa yhtiön kannattavuustasoa merkittävästi nykyiseltä tasolta. F-Securen liiketoiminnan painopiste on vielä vahvasti kuluttajaliiketoiminnassa sekä hitaammin kasvavilla päätelaitteiden suojauksen tuotealueilla, minkä takia yhtiötä ei voida profiloida samaan lokeroon sektorin kuumimpien yhtiöiden (kuten Palo Alto) kanssa.

## DCF-malli

DCF-mallimme velaton arvo (EV) F-Securelle on 488 MEUR ja oman pääoman arvo 578 MEUR, eli 3,69 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 16,1 % ja kasvun

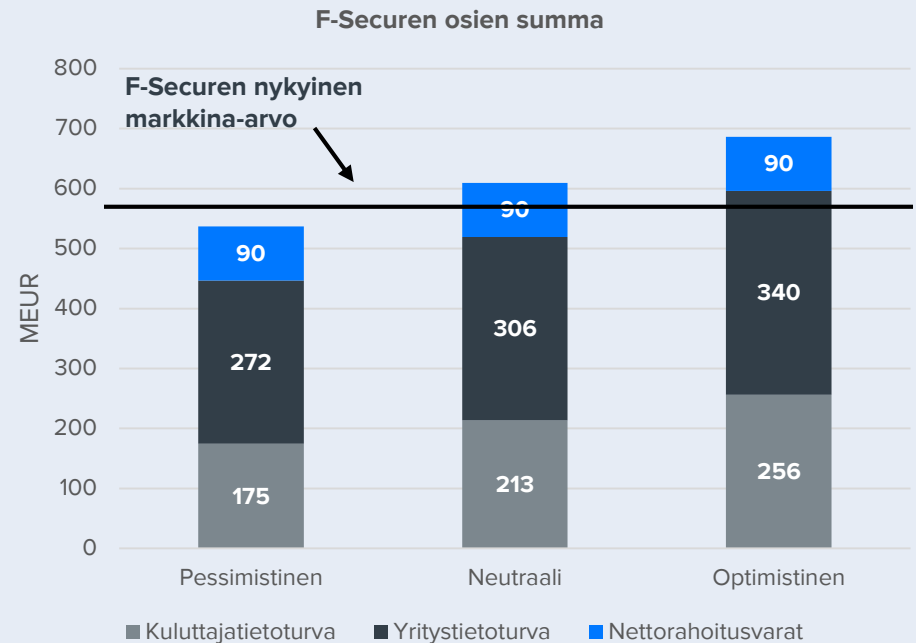
2 %. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,2 %:iin. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 62 % velattomasta arvosta, mikä osaltaan kertoo suuren osan F-Securen arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevista kassavirroista lisäten epävarmuutta.

# Osien summa -laskelma

Kuluttajatietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Oletettu EBIT-%	18 %	20 %	22 %
EBIT 2018e	17	19	21
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	10,0x	11,0x	12,0x
<b>Yritysarvo</b>	<b>175</b>	<b>213</b>	<b>256</b>

Yritystietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2018e	85	85	85
x hinnoittelukerroin (EV/S)	3,2x	3,6x	4,0x
<b>Yritysarvo</b>	<b>272</b>	<b>306</b>	<b>340</b>

Osien summa	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Kuluttajatietoturva	175	213	256
Yritystietoturva	272	306	340
<b>Yritysarvo</b>	<b>447</b>	<b>519</b>	<b>596</b>
- Nettovelat 2017 lopussa	-90	-90	-90
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>537</b>	<b>610</b>	<b>686</b>
Osakekohtainen arvo	3,43	3,89	4,38

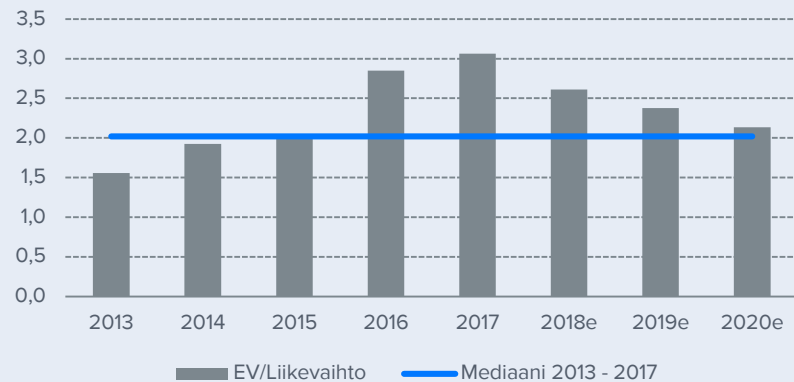




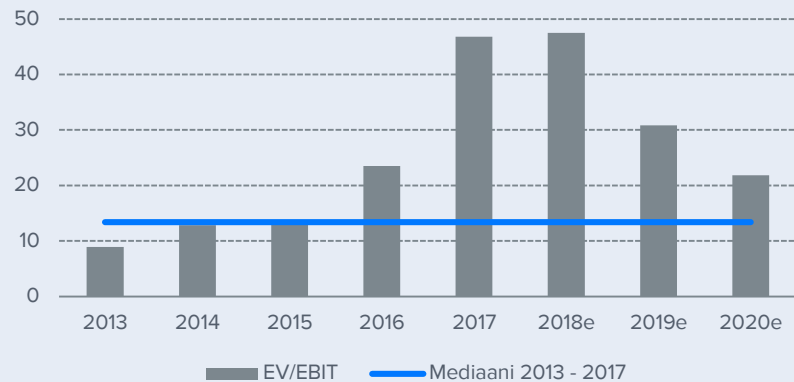
# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	1,87	2,25	2,47	3,48	3,89	3,65	3,65	3,65	3,65
Markkina-arvo	289	357	392	544	610	572	572	572	572
Yritysarvo (EV)	242	296	298	451	519	475	467	456	435
P/E (oik.)	17,6	17,5	27,7	34,6	57,0	71,5	48,1	35,3	20,1
P/E	17,6	22,2	32,0	34,6	57,0	71,5	48,1	35,3	20,1
P/Kassavirta	12,2	16,9	8,3	32,3	32,1	46,9	40,1	30,7	19,2
P/B	4,0	4,5	5,1	7,2	8,8	8,0	7,4	6,7	5,5
P/S	1,9	2,3	2,7	3,4	3,6	3,1	2,9	2,7	2,5
EV/Liikevaihto	1,6	1,9	2,0	2,8	3,1	2,6	2,4	2,1	1,9
EV/EBITDA	6,7	9,1	10,6	18,4	29,9	28,9	21,5	16,4	9,8
EV/EBIT	8,9	12,8	13,4	23,5	46,8	47,5	30,8	21,9	11,7
Osinko/tulos (%)	56 %	161 %	158 %	119 %	59 %	78 %	66 %	58 %	60 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	7,1 %	4,9 %	3,4 %	1,0 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %	3,0 %

EV/Liikevaihto



EV/EBIT



# Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
FireEye Inc	18,11	2800	2603	262,5	75,3	35,3	28,2	3,9	3,7	851,6	121,6			4,8
Symantec Corp	27,45	13641	16102	11,9	11,6	9,1	9,3	4,1	4,1	16,8	15,1	1,2	1,1	3,6
Trend Micro Inc	6010,00	6405	5247			13,0	12,0	4,3	4,0	28,8	25,9	2,7	3,0	4,5
Sophos Group PLC	516,50	2595	2795	93,4	62,4	57,2	42,9	5,5	4,7	100,3	62,1	0,7	0,9	37,8
Rapid7 Inc	27,72	1017	944				112,4	5,1	4,2					
Fortinet Inc	53,08	7103	6095	23,4	19,5	19,6	16,2	4,4	3,9	37,1	31,8			12,3
Cyberark Software Ltd	50,37	1401	1157	25,5	19,8	21,8	17,5	4,6	3,9	41,1	32,8			4,5
Imperva Inc	47,55	1324	1013	21,9	17,8	18,1	14,8	3,4	3,0	32,1	27,9			4,7
Palo Alto Networks Inc	187,33	13784	12905	34,2	26,6	29,4	23,1	7,2	6,1	48,0	38,5			23,1
Check Point Software Technologies Ltd	104,88	13832	12695	15,2	14,4	15,0	14,2	8,1	7,6	18,3	16,8		0,7	4,4
Qualys Inc	77,60	2415	2138	34,9	28,5	26,7	22,3	9,6	8,2	54,5	46,1			7,4
Proofpoint Inc	120,59	4833	4180	90,5	55,5	60,2	40,6	7,7	6,0	121,8	77,1			30,5
NCC Group PLC	210,60	633	683	20,5	17,3	14,8	13,0	2,5	2,3	27,8	23,1	2,3	2,5	2,7
Nixu Oyj	11,90	85	87	28,8	17,3	21,6	14,4	2,1	1,9	27,2	18,3	1,3	1,9	3,9
<b>F-Secure (Inderes)</b>	<b>3,65</b>	<b>572</b>	<b>475</b>	<b>47,5</b>	<b>30,8</b>	<b>28,9</b>	<b>21,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>71,5</b>	<b>48,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>8,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>55,2</b>	<b>30,5</b>	<b>26,3</b>	<b>27,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>108,1</b>	<b>41,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>11,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>27,1</b>	<b>19,7</b>	<b>21,6</b>	<b>16,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>37,1</b>	<b>31,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>75 %</b>	<b>57 %</b>	<b>34 %</b>	<b>28 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>93 %</b>	<b>51 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>69 %</b>

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

# Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>158,3</b>	<b>41,0</b>	<b>43,2</b>	<b>41,0</b>	<b>44,5</b>	<b>169,7</b>	<b>43,3</b>	<b>46,6</b>	<b>44,3</b>	<b>47,9</b>	<b>182,0</b>	<b>196,6</b>	<b>213,3</b>
<i>Yritystietoturva</i>	62,5	16,7	18,8	16,8	20,3	72,6	19,2	22,6	19,8	23,4	85,0	98,6	114,4
<i>Kuluttajätietoturva</i>	95,8	24,3	24,4	24,2	24,2	97,1	24,1	24,0	24,4	24,4	97,0	97,9	98,9
<b>Käyttökate</b>	<b>24,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>17,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>16,5</b>	<b>21,7</b>	<b>27,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-5,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,8	-6,3	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-6,5	-6,5	-6,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>19,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>11,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>10,0</b>	<b>15,2</b>	<b>20,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>19,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>11,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>10,0</b>	<b>15,2</b>	<b>20,8</b>
Nettorahoituskulut	1,6	-0,1	1,1	0,2	-0,4	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,7	0,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>20,8</b>	<b>1,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>11,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>10,7</b>	<b>15,9</b>	<b>21,6</b>
Verot	-5,1	-0,5	1,1	-0,9	-0,9	-1,2	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-4,0	-5,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>15,7</b>	<b>1,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>10,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>8,0</b>	<b>11,9</b>	<b>16,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,10</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,10</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>

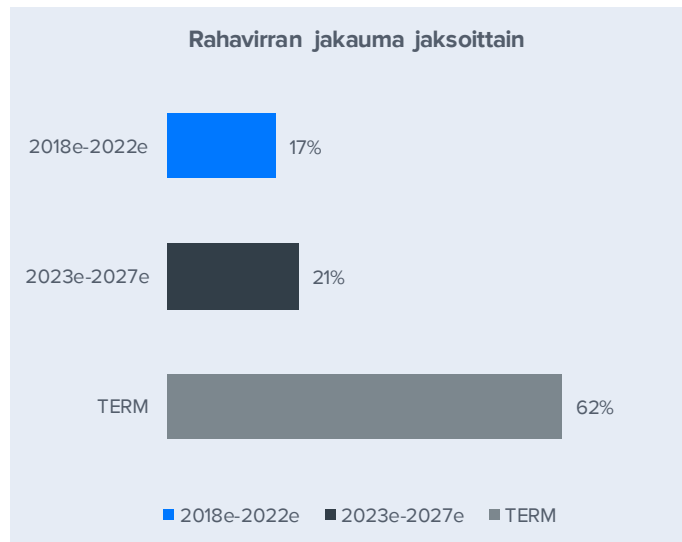
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	7,2 %	8,5 %	9,9 %	5,7 %	5,0 %	7,2 %	5,5 %	7,9 %	8,0 %	7,6 %	7,2 %	8,0 %	8,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-13,9 %	-50,0 %	-50,0 %	-27,3 %	-43,1 %	-42,2 %	40,0 %	8,1 %	-20,0 %	-32,2 %	-9,8 %	51,4 %	37,5 %
<i>Käyttökate-%</i>	15,5 %	7,3 %	8,8 %	12,0 %	12,8 %	10,3 %	8,9 %	8,8 %	9,6 %	8,9 %	9,0 %	11,0 %	13,0 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	12,1 %	3,9 %	5,3 %	8,0 %	8,8 %	6,5 %	5,2 %	5,3 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	7,7 %	9,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	9,9 %	2,4 %	10,4 %	6,3 %	5,8 %	6,3 %	4,2 %	4,3 %	4,7 %	4,4 %	4,4 %	6,1 %	7,6 %

Lähde: Inderes

# DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,1</b>	<b>10,0</b>	<b>15,2</b>	<b>20,8</b>	<b>37,1</b>	<b>42,0</b>	<b>46,8</b>	<b>49,4</b>	<b>45,7</b>	<b>46,7</b>	<b>47,8</b>	
+ Kokonaispoistot	6,3	6,5	6,5	6,9	7,2	7,9	8,0	7,9	8,3	8,7	8,8	
- Maksetut verot	-1,9	-2,7	-4,0	-5,4	-9,5	-10,8	-11,5	-12,2	-10,8	-11,1	-11,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	
- Käyttöpääoman muutos	8,3	3,0	2,0	2,1	2,6	1,3	0,9	0,7	1,0	0,5	1,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>24,9</b>	<b>17,0</b>	<b>19,9</b>	<b>24,6</b>	<b>37,6</b>	<b>40,7</b>	<b>44,5</b>	<b>46,1</b>	<b>44,5</b>	<b>45,1</b>	<b>46,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,6	1,8	1,9	2,1	1,2	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	
- Bruttoinvestoinnit	-10,5	-6,6	-7,6	-8,1	-9,1	-8,0	-7,8	-9,0	-9,3	-9,2	-9,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>19,0</b>	<b>12,2</b>	<b>14,3</b>	<b>18,6</b>	<b>29,7</b>	<b>33,9</b>	<b>37,4</b>	<b>38,0</b>	<b>36,0</b>	<b>36,7</b>	<b>38,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	19,0	12,2	14,3	18,6	29,7	33,9	37,4	38,0	36,0	36,7	38,1	658,5
Diskontattu vapaa kassavirta		11,4	12,3	14,9	22,0	23,2	23,6	22,1	19,4	18,3	17,6	303,1
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>488</b>	<b>476,6</b>	<b>464,2</b>	<b>449,3</b>	<b>427,3</b>	<b>404,2</b>	<b>380,5</b>	<b>358,4</b>	<b>339,0</b>	<b>320,7</b>	<b>303,1</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>488</b>										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		90,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>578</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,69</b>										

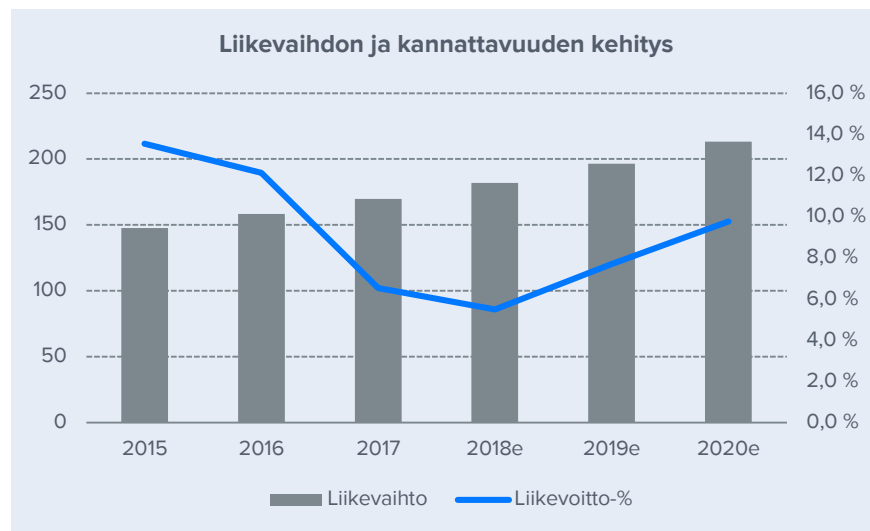
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %



# Tuloslaskelma ja tase

## Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>148</b>	<b>158</b>	<b>170</b>	<b>182</b>	<b>197</b>	<b>213</b>
Kulut	-122	-134	-152	-166	-175	-186
<b>EBITDA</b>	<b>25,9</b>	<b>24,5</b>	<b>17,4</b>	<b>16,5</b>	<b>21,7</b>	<b>27,7</b>
Poistot	-5,9	-5,3	-6,3	-6,5	-6,5	-6,9
<b>Liikevoitto</b>	<b>20,0</b>	<b>19,2</b>	<b>11,1</b>	<b>10,0</b>	<b>15,2</b>	<b>20,8</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaerä</i>	<i>22,3</i>	<i>19,2</i>	<i>11,1</i>	<i>10,0</i>	<i>15,2</i>	<i>20,8</i>
Rahoituserät	0,7	1,6	0,8	0,7	0,7	0,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>20,7</b>	<b>20,8</b>	<b>11,9</b>	<b>10,7</b>	<b>15,9</b>	<b>21,6</b>
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-8,6	-5,1	-1,2	-2,7	-4,0	-5,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>12,0</b>	<b>15,7</b>	<b>10,7</b>	<b>8,0</b>	<b>11,9</b>	<b>16,2</b>
<i>Nettotulos ilman kertaerä</i>	<i>14,3</i>	<i>15,7</i>	<i>10,7</i>	<i>8,0</i>	<i>11,9</i>	<i>16,2</i>
Satunnaiset erät	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>12,0</b>	<b>15,2</b>	<b>10,7</b>	<b>8,0</b>	<b>11,9</b>	<b>16,2</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,08</i>	<i>0,10</i>	<i>0,07</i>	<i>0,05</i>	<i>0,08</i>	<i>0,10</i>
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>



## Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>33</b>
Liikearvo	8	8	10	10	10
Aineettomat oikeudet	12	13	15	15	16
Käyttöomaisuus	3	3	3	3	3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	3	4	4	4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>144</b>	<b>141</b>	<b>142</b>	<b>151</b>	<b>163</b>
Varastot	0	0	1	1	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	2	1	0	0
Myyntisaamiset	49	46	50	54	58
Likvidit varat	94	93	90	97	105
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>175</b>	<b>183</b>	<b>197</b>

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>77</b>	<b>76</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>77</b>
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	76	73	67	68	74
Omat osakkeet	-7	-6	-5	-5	-5
Uudelleenarvostusrahasto	1	2	1	1	1
Muu oma pääoma	5	5	5	5	5
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>23</b>
Laskennalliset verovelat	1	0	0	0	0
Varaukset	0	0	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	12	14	18	19	21
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>86</b>	<b>91</b>	<b>97</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	64	73	84	89	95
Muut lyhytaikaiset velat	14	5	2	2	2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>175</b>	<b>183</b>	<b>197</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.3.2018	Lisää	3,90 €	3,65 €

# Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/inderes](https://twitter.com/inderes)

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

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)