

WithSecure

Laaja raportti

25.11.2022 08:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yritystietoturvan kasvuyhtiön arvostus on huokea

Yritystietoturvan kasvuyhtiöksi profiloituvaa WithSecure investoi lähivuosina voimakkaasti pilvipohjaisen tuoteportfolionsa kasvuun. Lyhyellä aikavälillä tämä rasittaa yhtiön kannattavuutta, mutta strategian onnistuessa polku merkittävään kannattavuusparannukseen ja omistaja-arvon luontiin on selkeä. Ensimmäisiä merkkejä asteittain paranevista luvuista nähtiin jo Q3:lla, mutta isossa kuvassa tulosta tehdään kunnolla vasta pidemmällä aikavälillä. Voimakkaan kurssilaskun jälkeen WithSecuren osakkeen nykyinen arvostus ei mielestämme anna olennaista painoarvoa yhtiössä piilevälle skaalautuvalle kasvupotentiaalille. Nostammekin suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää) ja toistamme 2,0 euron tavoitehinnan.

Strategia tähtää voimakkaaseen kasvuun

WithSecure hakee vahvaa kasvua erityisesti pilvipohjaisten tuotteiden sekä havainnointi- ja reagointiratkaisujen (MDR) avulla. Yhtiön tavoitteena on kaksinkertaistaa vertailukelpoinen liikevaihto vuoden 2025 loppuun mennessä (2021: 122,8 MEUR). Tämä vaatisi keskimäärin noin 19 %:n vuotuista kasvua 2022-2025 aikana, mitä pidämme hyvin optimistisena tavoitteena ja ennusteemme ovat selvästi tätä varovaisempia. Arviomme mukaan kilpailukykyisten tuotteiden ansiosta WithSecuren kasvu on nähdäksemme erityisesti kiinni myynnin onnistumisesta. Yhtiö panostaakin voimakkaasti kumppanikanavansa kehittämiseen, jonka kautta myyntiin saadaan skaalautuvuutta.

Uusiasiakashankinnan lisäksi WithSecure näkee edelleen selvää potentiaalia kasvaa nykyisten asiakkuuksien sisällä. Lähivuosina voimakkaan kasvun tavoittelu rasittaa WithSecuren kannattavuutta, mutta skaalautuvan ja korkeiden bruttomarginaalien ohjelmistoliiketoiminnan ansiosta polku hyvään kannattavuuteen on realistinen. Keväällä tehdyn 77 MEUR:n suunnatun annin myötä WithSecuren tase on erittäin vahva ja mahdollistaa tarvittavat kasvuinvestoinnit.

WithSecuren markkinat ovat suuret ja vahvasti kasvavat, mutta kilpailu on erittäin kireää

WithSecure toimii voimakkaasti kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla, missä nykyinen geopolittinen tilanne on entisestään kiihdyttänyt yritysten tarvetta varautua kyberuhkien varalta. Pelkästään yhtiön Elements-tuoteportfoliolle relevantti markkina oli vuonna 2021 noin 16 miljardia dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 20 %:n vauhtia. MDR-ratkaisujen markkinat (1,2 mrd. dollaria) kasvavat puolestaan noin 17 %:n vuosivauhtia. WithSecuren kanssa kasvavista markkinoista on kilpailemassa lukuisia kilpailijoita ja toimiala on edelleen melko fragmentoitunut. WithSecure profiloituu kilpailukentässä merkittäväksi eurooppalaiseksi vaihtoehdoksi amerikkalaispainotteista pääkilpailijajoukkoa vastaan. Vahvasti kilpailuilla markkinoilla kasvu ei tule ilmaiseksi ja pidämmekin kireää kilpailutilannetta yhtenä keskeisimmistä riskeistä.

Arvostus ei anna olennaista painoarvoa skaalautuvalle kasvupotentiaalille

Ennusteillamme WithSecuren vuosien 2022-2023 EV/Liikevaihto-kertoimet (1,5x-1,3x) näyttävät hyvin matalilta yhtiön keskipitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin peilattuna. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti menetelmää, jossa tuoteliiketoimintaa ja konsultointiliiketoimintaa hinnoitellaan erikseen niiden hyvin erilaisen kasvu-, kannattavuus ja skaalautumisprofiilin vuoksi. Sovellamme perusskenaariossa tuoteliiketoiminnalle 3,0x EV/S-kerrointa ja konsultoinnille 1,0x kerrointa, josta WithSecuren vahva nettokassa huomioiden päästään 2,2 euron osakekohtaiseen arvoon 1,7-2,8 euron arvohaarukalla. Tällä hetkellä markkinasentimentti tappiollisten kasvuyhtiöiden kohdalla ei ole erityisen suosiollinen, mikä osaltaan rajoittaa pelkän liikevaihtokertoimen antamaa tukea arvostukselle. Hieman pidemmälle katsottuna näemme tuotto/riski-suhteen nykyarvostuksella kuitenkin houkuttelevana.

Suositus

Osta

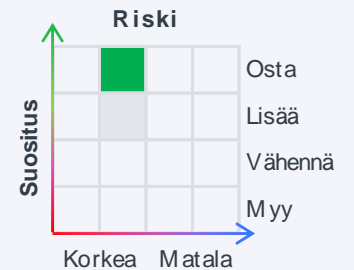
(aik. Lisää)

2,00 EUR

(aik. 2,00 EUR)

Osakekurssi:

1,51



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	130	135	154	172
kasvu-%	-41 %	4 %	14 %	12 %
EBIT oik.	-26,8	-33,0	-16,0	-5,2
EBIT-% oik.	-20,6 %	-24,4 %	-10,4 %	-3,0 %
Nettotulos	-25,4	-35,2	-16,1	-6,4
EPS (oik.)	-0,13	-0,17	-0,08	-0,02

P/E (oik.)	0,0	neg.	neg.	neg.
P/B	0,0	1,9	2,2	2,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	0,0	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA	0,0	neg.	neg.	78,0
EV/Liikevaihto	0,0	1,5	1,3	1,2

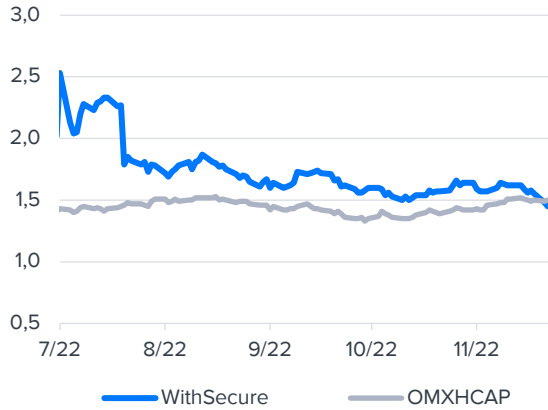
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

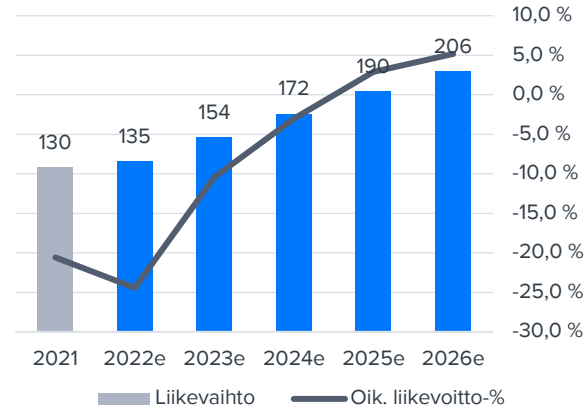
"WithSecure odottaa vertailukelpoisen liikevaihtonsa (122,8 MEUR) kasvavan toistakymmentä prosenttia edellisestä vuodesta. Yhtiö odottaa arvioitua vertailukelpoisen käyttökäteen laskevan edellisestä vuodesta."

Osakekurssi



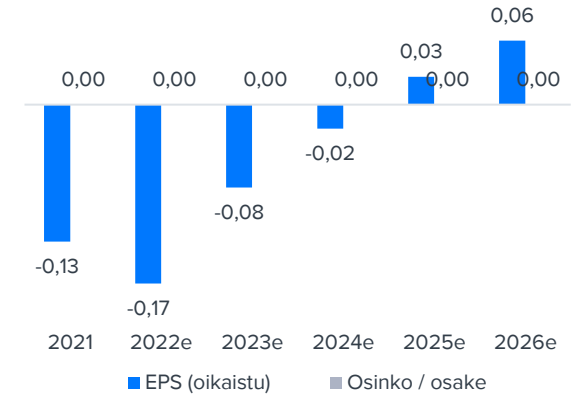
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Markkinan kova kilpailutilanne ja nopea muutosnopeus
- Kasvu voi vaatia yhtiön tavoitteita suurempia panostuksia
- Kyberturvamarkkina potentiaalisesti yli-investoitu
- Kireä osaajakilpailu ja palkkainflaatio

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,51	1,51	1,51
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	264	264	264
Yritysarvo (EV)	202	206	208
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	7,0	neg.	neg.
P/B	1,9	2,2	2,3
P/S	2,0	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	78,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitusprofiili	13-15
Toimiala	16-21
Kilpailu	22-23
Strategia	24-26
Taloudellinen tilanne	27-28
Ennusteet	29-31
Arvonmääritys	32-33
Taulukot	34-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

WithSecure lyhyesti

WithSecure on kyberturvallisuustuotteita ja -palveluita tarjoava yhtiö, jonka ratkaisut auttavat tuhansia yrityksiä suojautumaan tietoturvauhkilta.

1988

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

130,0 MEUR (+7,3 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

+16 % 2015-2021

Yritystietoturvaliikevaihdon keskimääräinen kasvu

-17,2 MEUR (-13,3 % lv:sta)

Oik. käyttökate 2021

1280

Henkilöstö Q3'22 lopussa

54 % / 20 % / 27 %

Pilvipohjaisten tuotteiden / paikallisesti hallinnoitujen tuotteiden / konsultoinnin osuus liikevaihdosta Q3'22

2008-2014

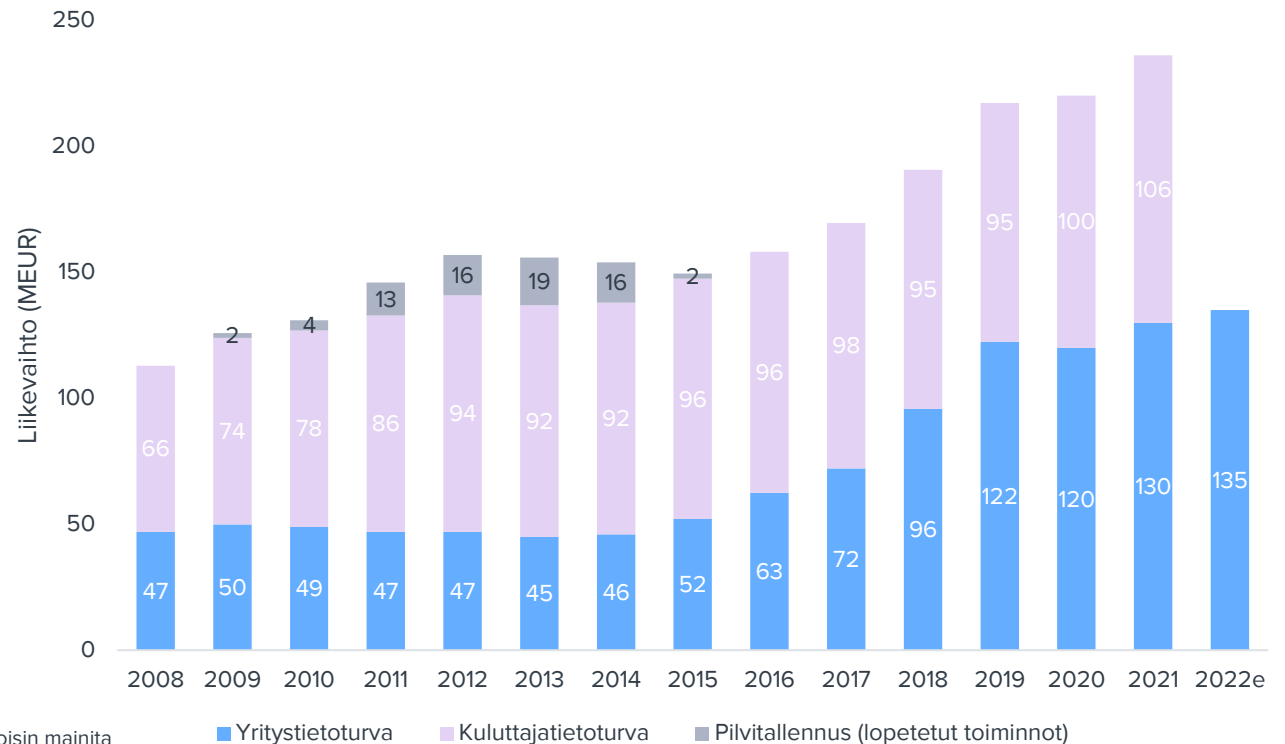
- Pääteelaitekeskeinen virustorjuntayhtiö
- Fokus kuluttaja-asiakkaissa

2014-2021

- Fokus kasvaville yritystietoturvan markkinoille
- Muuntautuminen kyberturvallisuustuotteiden ja palveluiden monipuolisemmaksi tarjoajaksi
- MWR-yritysosto kasvustrategian kiihdyttämiseksi 2018

2022-

- Kuluttajätietoturvan jakautuminen omaksi pörssiyhtiöksi (F-Secure) 30.6.2022
- WithSecuren strategian keskiössä pilvipohjaisten ratkaisujen voimakas kasvu



Lähde: WithSecure / Inderes

Huom. Luvuista eliminoitu kuluttajätietoturva (F-Secure) ellei toisin mainita

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintamalli

Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

WithSecure on investoinut voimakkaasti yritystietoturvan liikevaihdon kasvattamiseen, mikä on näkynyt korkeina panostuksina myynnin ja markkinoinnin resursseihin. Vuonna 2021 myynnin ja markkinoinnin kulut vastasivat 56 % liikevaihdosta. Arvioimme myynnin ja markkinoinnin suhteellisen osuuden liikevaihdosta asteittain laskevan tulevina, sillä voimakkaimmat investoinnit myyntikanavien kehittämiseen ovat jo takanapäin. Näin kuluerän pitäisi skaalautua jatkossa liikevaihdon kasvun myötä.

Tuotteitaan WithSecure myy kattavan jälleenmyyjäverkostonsa kautta, johon kuuluu globaalisti yli 7000 IT-jälleenmyyjää ja satoja IT-palvelukumppaneita. Yhtiön oman myyntiorganisaation tehtävänä on tukea ja palvella tuotteiden jälleenmyyjä sekä kehittää ja kasvattaa tätä verkostoa. Onnistumisen kannalta on kriittistä, että WithSecuren tuotteiden ja niihin liittyvien palveluiden myynti on myös jälleenmyyjille hyvää liiketoimintaa. Tämän osalta WithSecuren tuoteportfolio ja partnereille tarjottavat tukifunktiot ovat kehittyneet viime vuosina oikeaan suuntaan, ja muutokset on otettu kumppanien keskuudessa vastaan positiivisesti.

WithSecuren tietoturvaluotteiden asiakaskunta koostuu enimmäkseen melko pienistä yrityksistä, mutta yhtiö on siirtänyt viime vuosina fokustaan uusien yritystietoturvan ratkaisujen avulla myös keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin. Yhteensä aktiivisia asiakkaita yhtiöllä on yli 140 000. Suuryrityksille hallinnoitua tietoturvapalveluita (MDR) sekä kyberturvakonsultointia yhtiö tarjoaa

lopputuloseskeisellä ratkaisutarjoomalla oman myyntiorganisaationsa kautta.

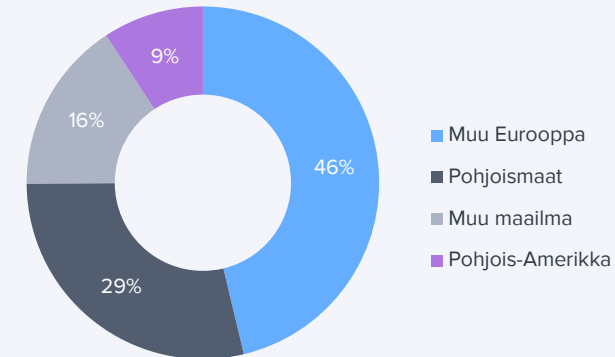
Tuotekehitys

WithSecuren tuotekehityksessä työskenteli 5/2022 noin 28 % henkilöstöstä ja T&K-menot vastasivat noin 25 % vuoden 2021 liikevaihdosta. Tuotekehityksen painopiste on pilvipohjaisen Elements-alustan tuotteiden sekä havainnointi- ja reagointiratkaisujen (MDR ja EDR) ominaisuuksien kehittämisessä. Viime vuosina Elements-alustan kehittäminen ja sitä kautta tuoteportfolion yhteensovittaminen on ollut avainasemassa, jotta asiakkaille voidaan tarjota entistä kokonaisvaltaisempia tietoturvaratkaisuja. Myös Salesforcen alustaan luodun Cloud Protection -ratkaisun kehittäminen ja soveltaminen uusille alustoille on tuotekehityksen fokuksessa.

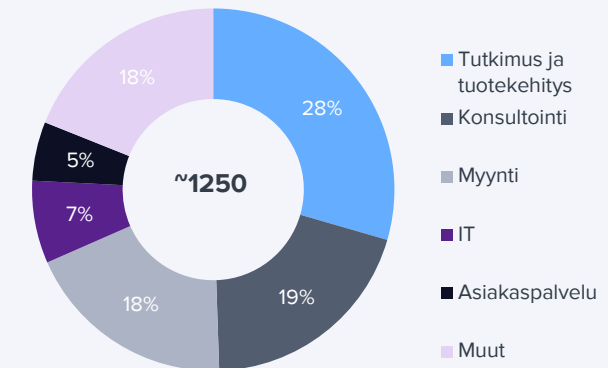
WithSecuren konsultointiliiketoiminta rikastaa tuotekehitystä, kun konsultit pääsevät tutkimaan suurten yritysten tietomurtoja ja siirtämään näistä saadun tiedon tuotekehitykseen. Samalla yhtiön tuotteet keräävät päivittäin valtavan määrän dataa asiakkaiden tietojärjestelmistä, jota prosessoidaan tekoälyn ja koneoppimisen avulla haittaohjelmien ja tietoturvahkien löytämiseksi. Tästä jatkuvasta datavirrasta prosessoidun tiedon avulla WithSecure pystyy jalostamaan nykyisiä tuotteitaan sekä kehittämään uusia tuotteita.

WithSecuren ydinteknologiat etenkin haittaohjelmien tunnistamisessa olivat tietyiltä osin samanlaisia sekä kuluttaja- että yritystietoturvan tuotteissa, mikä loi tuotekehitykseen aiemmin tiettyjä synergioita. Nyt jakautumisen jälkeen yhtiöt jakavat edelleen keskenään tiettyä dataa varmistaakseen molempien yhtiöiden mahdollisimman laajan käsityksen uhkakentistä.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma Q3'22



Henkilöstön jakauma (5/22)



Kumppanit



IT-palvelukumppanit

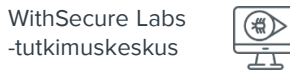
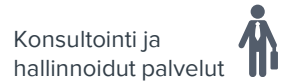


IT-integraattorit

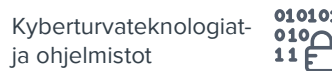
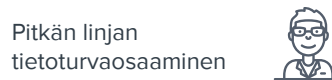


Jälleenmyyjät

Toiminnot



Resurssit



Liiketoimintaidea

WithSecure tarjoaa kokonaisvaltaisen valikoiman kyberturvratkaisuja- ja palveluita yrityksille.

W / T H
secure

- Vahva ja pitkäaikainen teknologinen osaaminen päätelaitteiden suojauksessa
- Kilpailukykyiset ratkaisut uhkien havainnointiin ja niihin reagointiin
- Kyky toimittaa kokonaisvaltaisia tuote- ja palvelukokonaisuuksia
- Korkealaatuiset konsultointipalvelut täydentävät ratkaisutarjoonaa

Myyntikanavat



Asiakassegmentit



Suuret yhtiöt ja julkisyhteisöt



Pienet ja keskiuuret yhtiöt

Tuotteet/Palvelut

Pilvipohjainen Elements-alusta valituille tietoturvaratkaisuille:

- Päätelaitteiden suojaus (EPP)
- Hyökkäysten havainnointi- ja reagointi (EDR)
- Haavoittuvuuksien tarkistus ja hallinta
- Pilvipalvelujen tietoturva: Elements Collaboration Protection

Cloud Protection for Salesforce:

- Salesforcen alustan tietoturvaominaisuuksia täydentävä ratkaisu

Hallinoidut tietoturvaratkaisut:

- Hallinoinnina palveluna tarjottava ratkaisu kohdennettujen hyökkäysten tunnistamiseen ja niihin vastaamiseen: Countercept (MDR)

Kyberturvallisuuspalvelut

- Korkealaatuisia konsultointipalveluita kaikilla kyberturvallisuuden osa-alueilla

Kustannusrakenne (2021)



Materiaalit ja palvelut
(32 % lv:sta)



Myynti ja markkinointi
(56 %)



Tutkimus ja tuotekehitys
(25 %)

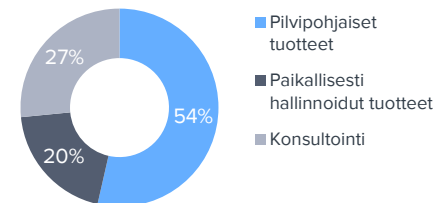


Hallinto
(12 %)

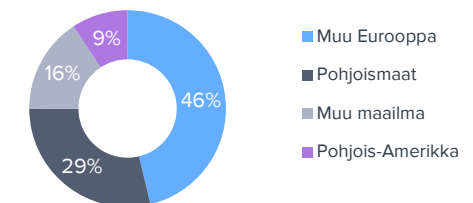
1280 hlö (Q3'22)

Tulovirrat Liikevaihto 130,0 m€ (2021)
Oik. EBITDA -17,2 m€

Liikevaihdon jakauma Q3'22



Maantieteellinen jakauma Q3'22



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Ratkaisut

WithSecuren liiketoiminta koostuu tuoteliiketoiminnasta, hallinnoiduista palveluista, joissa tuote ja palvelu yhdistyvät sekä puhtaasta palveluliiketoiminnasta. Tuoteliiketoiminta skaalautuu erinomaisesti monistettavuuden ansiosta. Myös hallinnoidut palvelut (MDR) skaalautuvat, vaikka mukana on palvelukomponentti. Konsultoinnissa skaalautuvuus on rajallista liiketoiminnan luonteesta johtuen.

WithSecure lanseerasi Q2'21:lla pilvipohjaisen ja modulaarisen Elements-alustan, jonka ympärille yhtiön tuotetarjooma rakentuu. Alustan kautta yhtiö pystyy toimittamaan joustavasti erillISRatkaisuja tai laajemman kokonaisratkaisun päätelaitteiden tietoturvaan asiakkaan tarpeiden mukaisesti. Asiakas voi valita alustan kautta joustavasti perinteisen vuosilisenssin, jatkuvan kuukausilaskutuksen tai käyttömäärään perustuvan tietoturvamallin. Elements on olennaisessa roolissa WithSecuren pyrkiessä voittamaan uusia asiakkuuksia ja kasvattamaan niitä ajan kuluessa (Land and Expand), jonka lisäksi se tarjoaa mahdollisuuksia lisä- ja ristiinmyyntiin olemassa olevaan asiakaskuntaan. Tällä hetkellä vasta noin 16 %:lla (2020: 9 %) WithSecuren asiakkaista on käytössä useampi kuin yksi WithSecuren tuote, mutta luku on kehittynyt viime vuosina vahvasti oikeaan suuntaan. Käymme seuraavaksi läpi WithSecuren tärkeimmät tuotteet.

Päätelaitteiden suojaustuotteet (EPP)

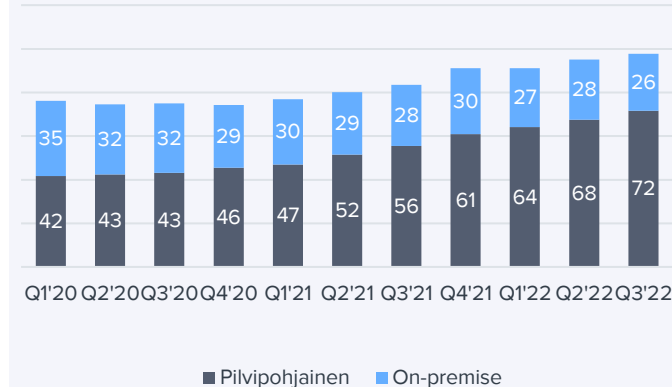
Valtaosa WithSecuren liikevaihdosta tulee arviomme mukaan vielä päätelaitteiden

suojaustuotteista (Endpoint Protection, EPP), joiden kysyntä on vakaata ja markkina kasvussa. Nämä tuotteet edustavat yhtiön ydinosaamista eli päätelaitteiden suojaamista ja ovat keskeinen osa tuoteportfoliota. Asiakaskohderyhmänä näillä tuotteilla ovat pienet ja keskisuuret yritykset. Vuosisopimusten kokoluokat vaihtelevat sadoista euroista joihinkin kymmeniin tuhansiin euroihin.

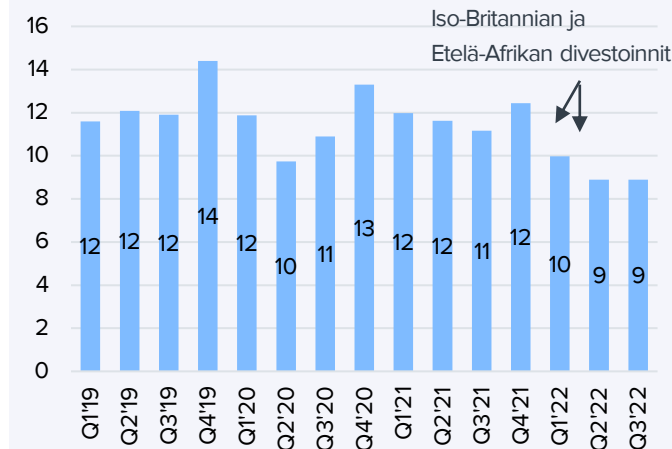
Päätelaitteiden suojaustuotteissa kilpailu on kovaa ja kilpailukenttä melko etabloitunut. WithSecuren kilpailijoita ovat lukuisat päätelaitteiden suojausohjelmistoja tarjoavat yhtiöt, joista perinteisiä nimiä ovat muun muassa Sophos, Symantec (Broadcom), Trellix (aik. McAfee Enterprise ja FireEye) sekä Trend Micro. Suoraan pilviaikakaudelle syntyneitä isompia kilpailijoita ovat CrowdStrike ja SentinelOne, jotka ovat viime vuosina voittaneet markkinaosuuksia perinteisiltä toimijoilta. Myös Microsoft on vahva toimija päätelaitteiden suojauksessa.

WithSecuren asiakaskunta painottuu tässä tuoteryhmässä vahvasti pieniin yrityksiin, missä jälleenmyyjän rooli korostuu asiakkaan ostopäätöksessä. Asiakkaan tietotaito kyberturvallisuusasioihin on yleensä matalalla tasolla ja ostopäätös tehdään usein hinnan tai jälleenmyyjäkumppanin suosituksen perusteella. Myös tietoturvaohjelmistoja testaavien tutkimuslaitosten vertailut vaikuttavat merkittävästi asiakkaiden ostopäätöksiin. WithSecuren päätelaitteiden suojaustuotteet ovat pärjänneet alan tietoturvatesteissä (AV-Test, AV-Comparatives) vuosien saatossa erittäin hyvin, ja niiden haittaohjelmien havainnointikyky on kilpailijoihin nähden huippuluokkaa.

Tuotteiden vuosittaisen jatkuvan liikevaihdon (ARR) kehitys



Konsultointiliikevaihdon kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Countercept (MDR)

Countercept on WithSecureen vastaus tietoturvamarkkinoilla tapahtuneeseen ”paradigma-muutokseen”, missä pelkästä haaittaohjelmien ja tietoturvojen ennakoivasta torjunnasta on siirrytty suojauksesta läpipäässeiden tietoturvuuhkien nopeaan havainnointiin ja niihin reagoimiseen. Countercept on luonteeltaan hallinnoitu palvelu (MDR, Managed Detection & Response), missä teknologialla on iso rooli. Nykyinen Countercept koostuu WithSecureen vuonna 2016 markkinoille tuomasta RDS-ratkaisusta sekä MWR-yritysosostossa saadusta Counterceptistä, jotka on integroitu viime vuosien aikana yhtenäiseksi ja kilpailukykyiseksi MDR-kokonaisratkaisuksi.

MDR:n käyttöön otossa asiakkaan päätelaitteisiin asennetaan sensoreita, jotka keräävät ja lähettävät dataa WithSecureen palvelukeskukseen. Siellä tekoälyn ja koneoppimisen avulla havainnoidaan yrityksen tietoliikenteessä poikkeamia, jotka voivat tarkoittaa läpipäässeitä tietoturvuuhkia tai ulkopuolisia tahoja tunkeutumassa asiakkaan järjestelmiin. WithSecureen datakeskus valvoo asiakkaiden tietoympäristöjä 24/7 ja tietoturvahälytyksiin reagoidaan välittömästi tarpeen mukaisesti. Counterceptin sensorit keräävät päivittäin valtavan määrän dataa ja asiakkaan tietoliikenteen kokonaiskuva terävöityy selkeämmäksi ajan kuluessa. Näin tuotteesta tulee koneoppimisen myötä asiakkaan ympäristöön koko ajan paremmin räätälöity ja kynnyksensä vaihtaa kilpailevaan tuotteeseen nousee ajan myötä.

Countercept on tarkoitettu yrityksille, joiden tietoturvan vaatimustaso on korkea ja

kohderyhmänä ovatkin yli 1000 henkilön yritykset. Sopimusten kokoluokat lähtevät keskimäärin noin sadan tuhannen euron tasolta ja suurimmissa asiakkuuksissa monivuotiset sopimukset ovat miljoonaluokassa. Counterceptille tärkeitä asiakaskohderyhmiä ovat muun muassa pankit sekä media-, teknologia- ja teollisuusyhtiöt. MDR-ratkaisuja myydään pääosin suoramyynninä ja sopimusten suuren kokoluokan vuoksi myyntisyklit ovat tyypillisesti pitkiä.

Countercept on WithSecureen kasvun kannalta tärkeä tuote ja yhtiö näkee kasvumahdollisuuksia tällä tuotealueella vielä useaksi vuodeksi. Panostukset ratkaisun skaalaamiseksi painavat osaltaan tällä hetkellä yhtiön kannattavuutta. Kasvuvaiheen jälkeen Counterceptillä (bruttomarginaalitavoite >70 %) on potentiaalia yltää hyvään kannattavuustasoon, kun vahva asiakaspito tuo liikevaihtoon jatkuvuutta ja palvelukomponentti skaalautuu kasvun mukana.

Nopeasti kasvava MDR-markkina on houkutelut paikalle paljon kilpailua ja Gartnerin arvion mukaan MDR-ratkaisuja tarjotaan jo reilusti yli 100 toimijaa. WithSecureen pääkilpailijat tulevat pääosin USA:sta ja niihin lukeutuvat mm. CrowdStrike, Darktrace, Cybereason ja Rapid7. WithSecureen mukaan se erottuu kilpailijoista edukseen vahvan teknologisen kyvykkyyden avulla, jonka ansiosta Counterceptin kyberhyökkäysten havainnointikyky on erittäin hyvällä tasolla. Erityisesti Counterceptin teknologia kuitenkin erottuu edukseen havaittujen uhkien reagointiin ja käynnissä olevien kohdennettujen kyberhyökkäysten vastaisessa taistelussa. Lisäksi Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoita vastaan siitä, että geopolitiiset

tekijät painavat joidenkin asiakkaiden päätöksissä.

Endpoint Detection & Response (EDR)

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

EDR toimii lisäkyvykkyytenä yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) päällä ja markkinoilla tämä tuotealue on viime vuosina yhdentynyt EPP-tuotteiden kanssa. Tämä on vauhdittanut päätelaitteiden suojausmarkkinan kasvuvauhtia.

Suurin potentiaali EDR:n osalta on myydä tuotetta WithSecureen laajaan EPP-asiakaskuntaan. Erityisesti keskisuurissa yhtiöissä ristiinmyyntipotentiali on suurinta, sillä tässä segmentissä tarve uhkien havainnointiin ja reagointiin on kasvussa. WithSecureen mukaan perinteisen EPP-asiakkuuden arvo on mahdollista yli kaksinkertaistaa, kun tilalle tarjotaan EDR:n sisältävää päätelaitteiden suojauksen kokonaisratkaisua. EDR:ää voidaan myydä myös erikseen muiden tietoturvatointijien EPP-ratkaisujen päälle.

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Loppuasiakkaalla tai jälleenmyyntikumppanilla on myös mahdollisuus lähettää havaitun poikkeavan tapahtuman tiedot WithSecuren palvelukeskukseen, jossa WithSecuren asiantuntijat auttavat asian ratkaisemisessa. Siten EDR tuo WithSecurelle myös palveluliikevaihtoa, vaikka on lähtökohdiltaan puhdas ohjelmistotuote.

EDR-markkina on kehitykseltään nopean kasvun vaiheessa ja esimerkiksi Gartner on arvioinut havainnointikyvykkyydet omaavien päätelaitteiden lukumäärän moninkertaistuvan tulevina vuosina. Myös tässä tuotekategoriassa WithSecure kohtaa kilpailua laajalta rintamalta, sillä lähes kaikilta EPP-tuotteita tarjoavilta kilpailijoilta löytyy myös EDR-kyvykkyydet. Tämän lisäksi kehittyvä ja nopeasti kasvava markkina houkuttelee uusia kilpailijoita.

Pilvipalvelujen tietoturva

WithSecure on kehittänyt Salesforcen ja Microsoftin -pilvialustoille täydentävät tietoturvaratkaisut, jotka on viime vuosina otettu hyvin vastaan, ja näkyvät jo yhtiön kokonaiskasvussa. Salesforcen alustaan WithSecure on kehittänyt tietoturvakyvykkyydet linkkien ja liitteiden tarkistukseen haittaohjelmien varalta. Tuotteen jakelu tapahtuu applikaationa suoraan Salesforcen alustan kautta mahdollistaen korkean kannattavuuden. Tuotteen kasvunäkymät ovat hyvät, eikä sille löydy tällä hetkellä käsityksemme mukaan kunnon kilpailijaa. Yhtenä riskinä näemme kuitenkin sen, että Salesforce rakentaisi oman ratkaisunsa korvaamaan WithSecuren tuotteen, mikä ei kuitenkaan näytä tällä hetkellä todennäköiseltä.

WithSecure pyrkii parhaillaan laajentamaan Salesforcen alustalle kehitettyä tuotetta myös muille pilvialustoille (esim. Slack). Tämä tarjoaa

onnistuessaan huomattavasti lisää kasvupotentiaalia Salesforcen alustan lisäksi. Q3'22-raportissa WithSecure kertoi kehittävänsä tätä liiketoimintaa jatkossa omana itsenäisenä yksikkönä tuotteen potentiaalin lunastamiseksi.

Lisäksi WithSecure tarjoaa Elements Collaboration Protection -ratkaisua, joka on suunniteltu täydentämään Microsoft 365:n omia tietoturvaominaisuuksia. Ratkaisu antaa lisäsuojaa vahvasti kasvaneiden pilvipohjaisten Microsoftin 365 sähköpostipalveluiden sekä SharePoint, OneDrive ja Teams -yhteistyösovellusten kautta tehtyjä hyökkäyksiä vastaan. Tuotetta tarjotaan Elements-alustan kautta joko erikseen tai osana kokonaisratkaisua.

Kyberturvallisuuspalvelut

WithSecure tarjoaa suuryrityksille ja muille kriittisiä IT-järjestelmiä omistaville tahoille konsultointia kaikilla kyberturvallisuuden osa-alueilla. Yhtiön tarjoamia palveluita ovat muun muassa tietoturvatarkastukset, kyberturvan stressitestit (Red Teaming), strateginen riskien- ja tietoturvan hallinta, tietoturva ohjelmistokehityksessä sekä tietomurtoihin ja -vuotoihin reagointi.

WithSecuren konsultointiliiketoiminnan fokus on kaikista vaativimmissa tietoturvaongelmissa, mutta palveluvalikoima on laajentunut vuosien saatossa yritysten halutessa usein laajempia kokonaisratkaisuja. Konsultointiliiketoiminnan laajuus kasvoi merkittävästi vuoden 2018 MWR-yritysosaston myötä. Tähän liittyen WithSecure divestoi joulukuussa 2021 Ison-Britannian julkisen sektorin konsultointiliiketoiminnan ja helmikuussa 2022 yhtiö myi Etelä-Afrikan tytäryhtiönsä. Tänä päivänä WithSecurella työskentelee arviolta noin 250 asiantuntijaa konsultoinnin parissa.

Asiakaskunta koostuu sadoista suuryrityksistä.

Divestointien myötä konsultoinnin liikevaihto laskee ennusteellamme vuonna 2022 noin 39 MEUR:oon, mikä vastaa noin 29 % liikevaihdosta. Koronapandemia heikensi konsultoinnin kysyntää väliaikaisesti vuosina 2020-2021 yritysten peruessa ja jarrutellessa kyberhankkeitaan. Kysyntä lähti elpymään vuoden 2021 puolella, mutta ongelmaksi tällä hetkellä on muodostunut osaajien korkea vaihtuvuus. Myös palkkainflaatio alalla on korkeaa ja huippuosaajista käydään kovaa kilpailua eri toimijoiden välillä.

Konsultointi on vielä enimmäkseen projektivetoista liiketoimintaa, mutta WithSecuren tavoitteena on pyrkiä solmimaan jatkuvia konsultointisopimuksia asiakkaidensa kanssa. Konsultointiliiketoiminnan kannattavuus on tällä hetkellä arvioimme mukaan vaatimattomalla tasolla ja arvioimme WithSecuren keskittyvän erityisesti sen parantamiseen lähivuosina.

WithSecuren strategisena tavoitteena ei ole laajentua palveluliiketoiminnassa kilpailemaan tavallisten IT-palveluyhtiöiden kanssa, vaan keskittyä haastavimpien turvallisuusuhkien havainnointiin ja estämiseen. Kyberturvapalveluiden laajempia kokonaisuuksia markkinoilla tarjoavat konsulttiyhtiöt (kuten KPMG), IT-generalistit (kuten CGI) ja erikoistuneet toimijat (kuten Nixu).

WithSecuren kyky tarjota konsultointipalveluita tuo yhtiölle kilpailuetua pelkkiä kyberturvatuotteita tarjoavia toimijoita vastaan. Lisäksi konsultointi tarjoaa ristiinmyyntimahdollisuuksia tuotteiden kanssa. Konsultointi myös vahvistaa WithSecuren brändiä kokonaisvaltaisena kyberturvayhtiönä.

WithSecuren liiketoimintamalli

Teknologia ja tuotekehitys



Analytiikka- ja monitorointialusta



Tuotteet

73 % liikevaihdosta Q3'22

Ohjelmistotuotteet (Elements)

Bruttomarginaalitavoite
>90 %

Jatkuva kuukausi/vuosilaskutus
tai käyttöpohjainen hinnoittelu

Hallinoidut palvelut (MDR)

Bruttomarginaalitavoite
>70 %

Jatkuva
kuukausi/vuosilaskutus

Cloud Protection for Salesforce

Bruttomarginaalitavoite
>85 %

Jatkuva
kuukausi/vuosilaskutus

Konsultointi

27 % liikevaihdosta Q3'22

Palveluliiketoimintaa
Bruttomarginaalitavoite
50-55 %

Projektipohjainen kiinteä tai
tuntilaskutteinen hinnoittelu

Jälleenmyyjät / IT-palvelukumppanit

Pienyritykset (25-200)

Tuotemyyntiä

IT-palvelukumppanit / suoramyyni

Keskisuuret (200-5000)

Tuote- ja palvelumyyntiä

IT-integraattorit / suoramyyni

Suuryritykset (>5000)

Tuote- ja palvelumyyntiä

*Uhkavainnointi
ja sensoridata
miljoonista
käytössä olevista
tuotteista*



Sijoitusprofiili

Yritystietoturvan kasvuyhtiö

Yritystietoturvan kasvuyhtiöksi profiloituva WithSecure investoi lähivuosina voimakkaasti pilvipohjaisen tuoteportfolionsa kasvuun. Lyhyellä aikavälillä tämä rasittaa yhtiön kannattavuutta, mutta strategian onnistuessa polku merkittävään kannattavuusparannukseen ja omistaja-arvon luontiin on selkeä.

Arviomme mukaan WithSecuren tuotteet ovat teknologisesti kilpailukykyisiä ja kasvu on nähdäksemme erityisesti kiinni myynnin onnistumisesta. Yhtiö panostaakin edelleen voimakkaasti kumppanikanavansa kehittämiseen, jonka kautta myyntiin saadaan skaalautuvuutta. Yhtiön ennestään laaja asiakaskunta tarjoaa myös selkeitä lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia. Ensimmäisiä merkkejä tässä onnistumisesta on myöskin jo nähty viime vuosien aikana.

Keväällä 2022 tehdyn suunnatun annin myötä WithSecurella on vahvat resurssit kulkea nykyisen investointivaiheen läpi. Keskipitkällä aikavälillä yhtiön skaalautuvan ja korkean bruttomarginaalin ohjelmistoliiketoiminnan pitäisi myös alkaa vahvistaa yhtiön kassavirtaa selvästi.

Vahvuudet ja ajurit

Kasvu pilvipohjaisissa tuotteissa on arvonmuodostuksen kannalta keskiössä. Markkina on monilla tuotealueilla vielä melko alkuvaiheessa, kasvaa nopeasti ja markkinaosuuksia jaetaan nyt. Pilvipohjaiset tuotteet perustuvat jatkuvalaskutteiseen liikevaihtoon ja näiden kasvaessa suurempaan osaan yhtiön

liikevaihdosta muuttuu liikevaihdon rakenne entistä ennustettavammaksi.

Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli mahdollistaa hyvän kannattavuuden pitkällä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä WithSecuren liikevaihdosta valtaosan pitäisi muodostua ohjelmistoliiketoiminnasta, jossa tavoitellut yli 85 %:n bruttomarginaalit luovat vahvan pohjan kannattavalle liiketoiminnalle.

Yhtenäistetty tuoteportfolio yritystietoturvassa tarjoaa lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia sekä mahdollistaa siirtymän arvoketjussa kohti suurempia asiakkaita.

Vakaa ja etabloitunut asema päätelaiteiden suojauksessa antaa WithSecurelle hyvät resurssit laajentaa yhtiön ydinosaamista ja teknologiaa uusiin segmentteihin sekä myydä uusia ratkaisuja nykyiseen asiakaskuntaan.

Laaja kumppanikanava tuo myyntiin skaalautuvuutta ja mahdollistaa myynnin kasvattamisen globaalisti.

Vahva tase mahdollistaa tarvittavat kasvuinvestoinnit sekä tilaisuuden tullen tuoteportfoliota täydentävät yritysostot.

Heikkoudet ja keskeiset riskit

WithSecuren kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä näyttää lyhyellä aikavälillä heikolta kasvuinvestointien painaessa tulosta ja konsultoinnin sekä paikallisesti hallinnoitujen tuotteiden hitaan kasvun jarruttaessa yhtiön kokonaiskasvua. Pilvipohjaisten tuotteiden

jatkaessa nopeaa kasvuaan jatkossa, alkaa yhtälö näyttää kuitenkin asteittain jatkuvasti paremmalta.

Toimiala on potentiaalisesti yli-investoitu, mikä on näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä. Uusien toimijoiden kultaryntäys johtaa näkemyksemme siihen, että kasvavasta markkinasta huolimatta leipää ei riitä jaettavaksi kaikille. Tämä on selkeä uhkatekijä niin WithSecuren vakiintuneilla kuin myös uusilla tuotealueilla.

Kasvu yritystietoturvamarkkinalla on kallista: Vahvasti kilpailuilla markkinoilla markkinaosuuksien voittaminen vaatii merkittäviä panostuksia myyntiin sekä jatkuvaa tuotekehitystä. WithSecure on myös brändinä uusi ja sen tunnettuuden lisäämiseen yhtiön tulee vielä investoida selvästi.

Suurten kilpailijoiden valtavat resurssit mahdollistavat huomattavasti WithSecurea suuremmat panostukset tuotekehitykseen sekä myyntiin ja markkinointiin, mikä voi muuttaa kilpailudynamiikkaa niiden eduksi pitkällä aikavälillä.

Osaajapula ja vaihtuvuus hidastaneet selvästi konsultoinnin kasvua ja kannattavuutta: Monilla asiantuntija-aloilla henkilöstön vaihtuvuus on ollut koronan jälkeisessä maailmassa merkittävä haaste, eikä WithSecure ole säästynyt tältä. Suuri vaihtuvuus rasittaa merkittävästi kasvun tavoittelua sekä aiheuttaa selvää painetta kannattavuudelle heikentyvien laskutusasteiden kautta.

Sijoitusprofiili

1.

Voimakas kasvuhakuisuus

2.

Suuri ja nopeasti kasvava markkina

3.

Skaalautuva ja jatkuvaluonteinen liiketoimintamalli

4.

Vahva tase mahdollistaa investoinnit kasvuun

5.

Selkeä polku kasvuvaiheen jälkeen hyvään kannattavuuteen

Potentiaali



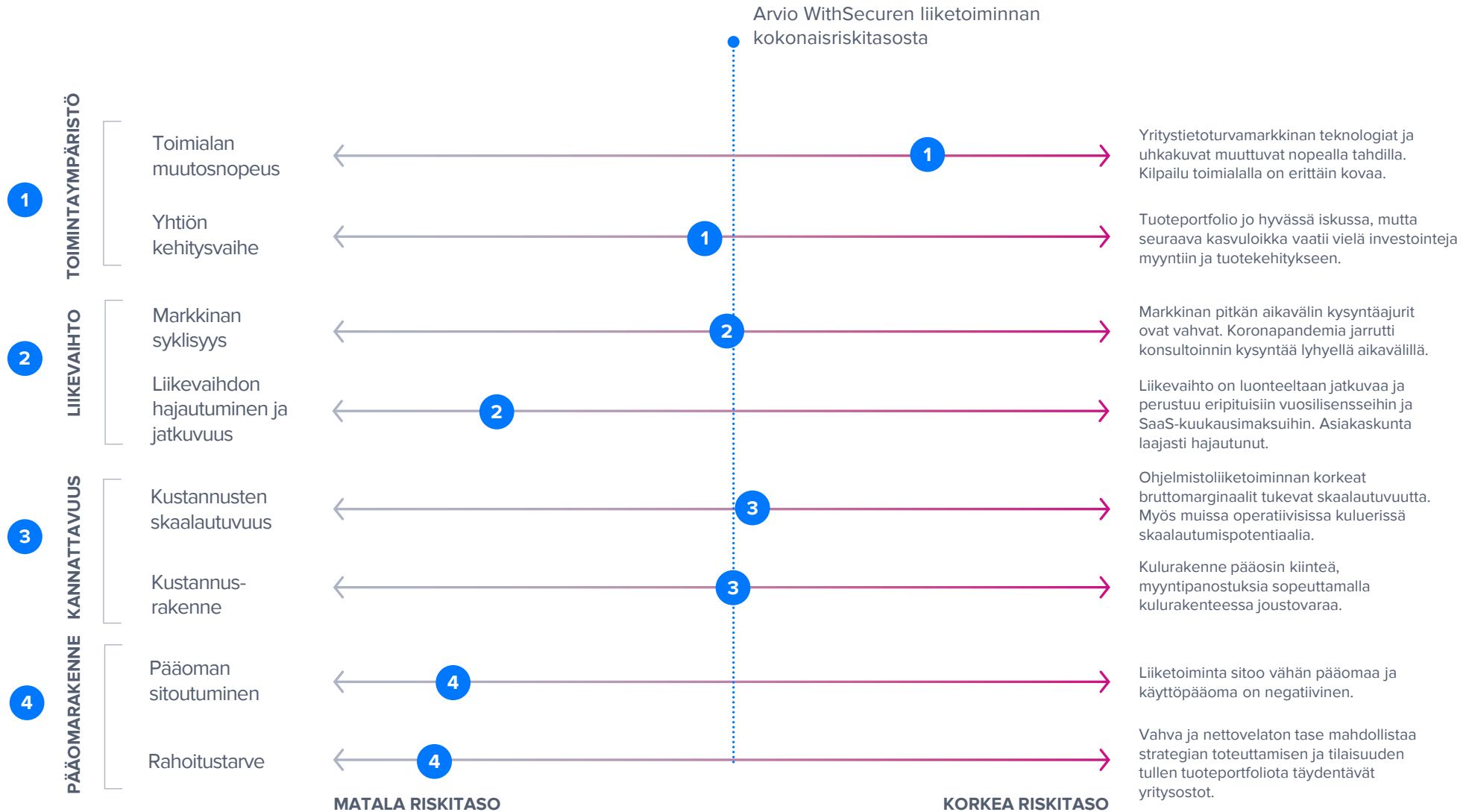
- Pilvipohjaisten tuotteiden voimakas kasvu
- Tuoteliiketoiminnan korkeat bruttomarginaalit mahdollistavat pitkällä aikavälillä hyvän kannattavuuden
- Tuoteportfolio ja myyntikanavat jo pitkälle rakennettuja
- Yritystietoturvan markkinan kysyntänäkymät vahvat

Riskit



- Toimiala potentiaalisesti yli-investoitu, mikä näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä
- Kasvu voi vaatia yhtiön tavoitteita suurempia panostuksia
- Markkinan ja teknologioiden nopea muutosnopeus
- Kireä osaajakilpailu ja palkkainflaatio

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/4

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat edelleen rajusti. Gartnerin arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina vuonna 2022 olisi noin 172,5 miljardia dollaria, mikä tarkoittaisi noin 12 %:n kasvua edellisvuodesta. Markkinan odotetaan kasvavan noin 11 %:n tahtia vuosittain ja saavuttavan 267 miljardin dollarin koon vuonna 2026.

Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti pyramidimalliin kolmeen osaan (ks. seuraava sivu) hyökkäysten ja

teknologioiden älykkyiden perusteella. Nämä korreloivat lähtökohtaisesti myös asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Hierarkian yläpään organisaatioiden suojaukseen eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille. Vastaavasti hierarkian ylätasolle kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa. Uuden teknologian kehitys keskittyy vaatimpiin 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 osajien vaatimustasoa, ja on siksi tärkeä.

Markkinan suurin volyymi 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 tietoturvahkien lisääntyessä, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvateknologioiden markkinaa.

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

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

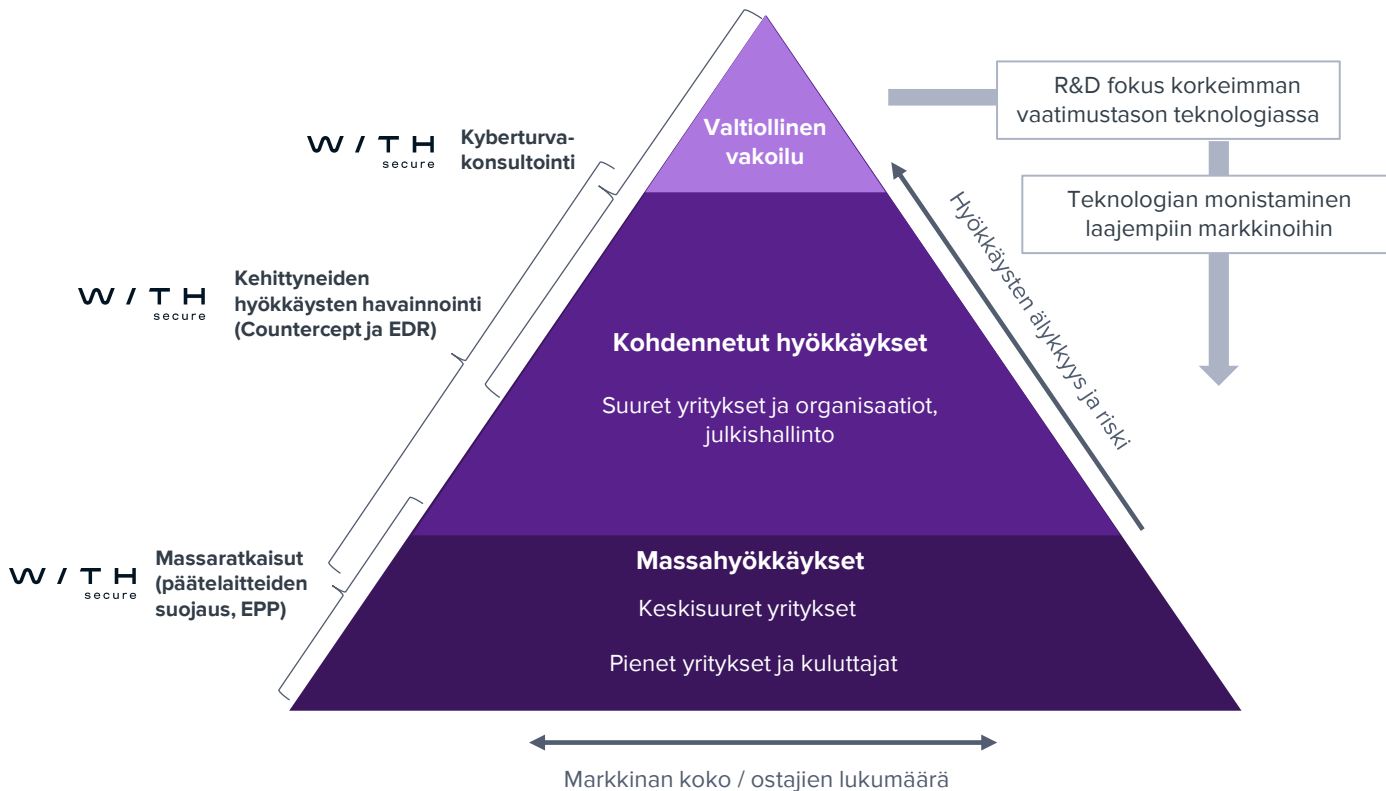
Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keskisuuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla. Tässä segmentissä yritysten tietoturvabudjetit pyöivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee siitä houkuttelevan kyberturvatuotteita ja -palveluita tarjoaville yhtiöille. WithSecure on laajentunut tähän segmenttiin yritysostojen (konsultointipalvelut) sekä tuoteportfolion laajentamisen kautta (MDR/EDR).

WithSecurelle edelleen tärkein segmentti on kolmion alin kerros, johon sisältyvät pienet ja keskisuuret yritykset. Pienille yrityksille usein tärkeintä on suojautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvatuotteilla, kuten päätelaitteiden suojaustuotteilla ja palomuuereilla.

Keskisuurten yritysten joukossa tarve pelkkää päätelaitteiden suojausta korkeammalle kyberturvalle on kasvussa, mutta tietoturvabudjetit (0,1-1,0 MEUR) ovat huomattavasti pienempiä kuin suurilla yrityksillä. Tällöin parhaiden teknologioiden tai hallinnoitujen/ulkoistettujen kyberturvapalveluiden ostaminen ei välttämättä ole aina mahdollista, mutta tarve suojautua kohdennetuilta hyökkäyksiltä kasvaa jatkuvasti. Tällöin esimerkiksi WithSecuren Elements-ratkaisujen kautta voidaan rakentaa sopivat tietoturvapalvelut näihin tarpeisiin paikallisen IT-palvelukumppanin tarjoamana.

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/4

Markkinan alasegmentit WithSecurelle

WithSecuren potentiaalista markkinaa voidaan tarkastella tarkemmin yhtiön tuote- ja palveluvalikoiman kautta. Kaiken kaikkiaan WithSecuren kohdemarkkinat ovat niin suuret, ettei markkinan koko nouse rajoitteeksi yhtiön kasvulle.

Yritystietoturvan tuotteissa WithSecure on arvioinut yhtiön Elements-tuoteportfoliolle relevantin kohdemarkkinan olevan kooltaan noin 16 miljardia dollaria. Eri tuotealueilla kasvuprofiilit ovat hyvin erilaisia, mutta kokonaisuutena markkinan arvioidaan kasvavan peräti 20 %:n vuosivauhtia vuoteen 2025 asti. Tuolloin markkina olisi kasvanut noin 34 miljardin dollarin kokoluokkaan.

Yritysten päätelaitteiden suojausaloissa markkina on kasvussa, kun automatisoidut uhkien havainnointi- ja reagoitustuotteet (EDR) ovat tulleet täydentämään EPP-tuotteita. IDC:n arvion mukaan päätelaitteiden suojausmarkkinat kasvoivat vuonna 2021 noin 29 % ja olivat kooltaan 10,3 miljardia dollaria. EDR-tuotteiden kasvua ajaa se, että yrityksiä vastaan tehtyjä tietomurtoja ei huomata usein kuukausiin ja tämä on siirtänyt fokusta pelkästä tietomurroilta suojaumisesta niiden nopeampaan havainnointiin ja reagointiin. Suurilla yhtiöillä on mahdollisuus ostaa järeät havainnointikyvykkyydet hallinnoituna palveluna (kuten WithSecuren Countercept), mutta pienemmille yhtiöille EDR:n ympärille rakennettu ratkaisu on kustannuksiltaan järkevämpi vaihtoehto. Lisäksi muut uudet päätelaitteiden suojausta täydentävät ratkaisut (esim. WithSecuren Cloud Protection for Salesforce)

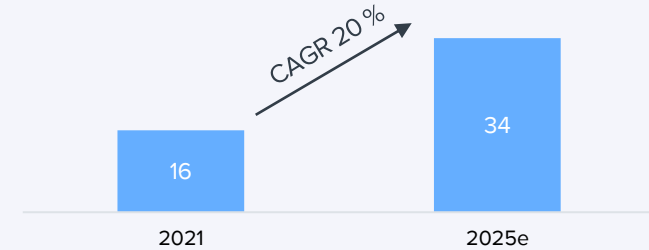
tukevat yritystietoturvatuotteiden markkinan kasvunäkymää.

Hallinnoitujen havainnointi- ja reagoitipalveluiden (MDR) markkina on viime vuosina kehittynyt vauhdilla ja arviot markkinan koosta ja kasvusta ovat edelleen suuntaa antavia. Gartner arvioi markkinan olleen noin 1,2 miljardia dollaria vuonna 2021 ja sen odotetaan kasvavan noin 17 % vuosittain vuoteen 2025 mennessä. Merkittävästä kasvupotentiaalista kertoo Gartnerin arvio, että noin 50 % organisaatioista tulee käyttämään MDR-palveluja vuoteen 2025 mennessä. WithSecure pyrkii saamaan osansa tämän markkinan kasvusta Countercept-ratkaisunsa avulla. Viimeisen 5 vuoden aikana nopeasti kehittynyt markkina on houkuttellut paikalle myös paljon kilpailua, ja Gartner on arvioinut, että markkinalla on yhteensä yli 100 MDR-ratkaisuja tarjoavaa toimijaa.

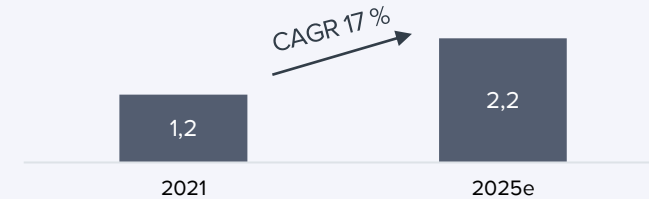
Kyberturvapalveluissa WithSecure on arvioinut yhtiölle relevantin kohdemarkkinan kooksi noin 26 miljardia dollaria ja markkinan odotetaan kasvavan vuosittain noin 10 % vuoteen 2025 mennessä. Konsultoinnissa koronapandemia jarrutti ja osaltaan perui joidenkin organisaatioiden kyberturvahankkeita, mikä on viime vuosina näkynyt kyberturvakonsultoinnissa toimivien yritysten kasvun hidastumisena. Venäjän aloittama hyökkäyssota Ukrainaan on tänä vuonna nostanut jälleen kyberturvallisuusasiat voimakkaasti yritysten arkipäivään, mikä on lisännyt kysyntää konsultoinnille. Kasvun pullonkaulana toimii kuitenkin toimialan kireä osaajapula ja työntekijöiden korkea vaihtuvuus, mikä on näkynyt myös WithSecuren konsultointiliiketoiminnan pehmeänä kehityksenä tänä vuonna.

WithSecuren markkinasegmenttien koko ja kasvu (mrd. USD)

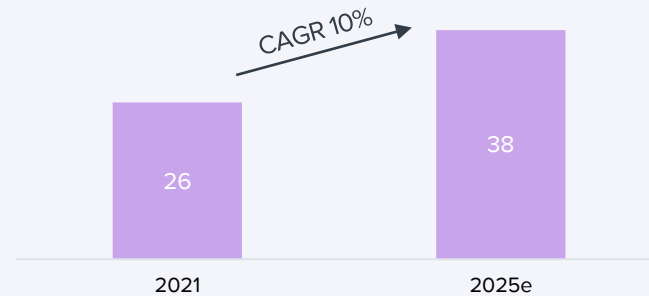
Kyberturvatuotteet (Elements)



MDR (Countercept)



Kyberturvakonsultointi



Toimiala 3/4

Markkinan ajurit

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

IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten pilvipalvelut, 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 jatkuvasti kasvava ja monimuotoistuva laitekanta sekä erilaisten järjestelmien ja verkkopalveluiden kytkeytyminen toisiinsa. Tämä tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin yritykset vielä toimivat pääosin pelkästään omissa, yksilöllisissä suljetuissa ympäristöissä. Siten digitalisaation eteneminen kasvattaa jatkuvasti potentiaalista hyökkäyspinta-alaa kyberrikillisille.

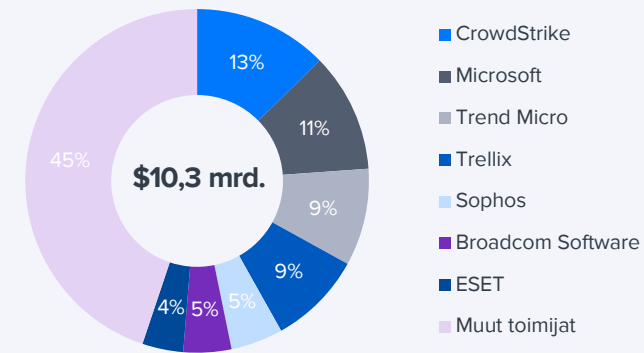
Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää yrityksiltä ja valtiolta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden ja

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.

EU:n tietosuoja-asetus

Vuoden 2018 toukokuussa voimaan astunut EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) on lisännyt kysyntää kyberturvapalveluille. Asetus asetti henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita, joista esimerkkinä 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 herätetty yritykset ottamaan asetus vakavasti. GDPR tukee osaltaan myös WithSecuren liiketoimintaa, sillä sen myötä yritysten on pitänyt rakentaa parempia kyvykkyyksiä havaita toteutuneita tietomurtoja.

Päätelaitteiden suojausmarkkinan jakautuminen 2021



Toimiala 4/4

Toimialan konsolidaatio jatkuu

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet viime vuosikymmenen ajan sektorille paljon investointeja. Tämä on näkynyt pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Myös pörssien puolella on nähty monia uusia kyberturvayhtiöiden listautumisia ja samalla osa listayhtiöistä on päätenyt yritystoston kohteeksi. Koronatilanne laitto vuonna 2020 yritysjärjestelyt hetkellisesti tauolle, mikä purkautui vuonna 2021 kun yritysjärjestelyjä nähtiin ennätysmäärä.

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

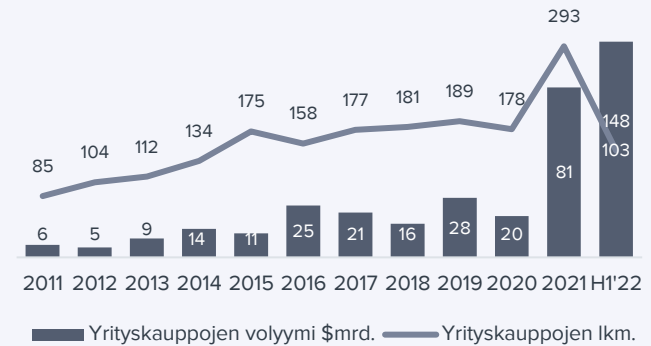
Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, ja myös listattujen kyberyritysten arvostustasot ovat viime vuosina

nousseet merkittävästi. Tänä vuonna arvostustasoina on tosin nähty korjausliikettä alaspäin koko muun pörssin mukana. Sektorin korkeat arvostustasot osaltaan vaikeuttavat myös WithSecuren edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritystostoja.

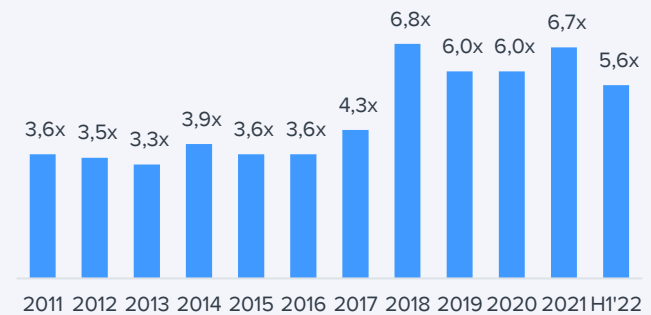
Palveluyhtiöiden osalta osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritystostot ovat monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaan tai ne voivat toimia vaihtoehtoina rekrytoinneille. Tällöin kohteena ovat usein pienet erikoistuneet toimijat. Tuoteyritysten yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfoliotaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturva on yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdistämään tarjoamiaan. Uskomme WithSecuren olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa ostajan roolissa, mutta sektorin korkeat arvostustasot jarruttavat yritystostoja.

Sijoittajan kannalta olennainen kysymys on, kannattaako sektorille enää nyt nähdyn investointiaallon jälkeen sijoittaa ja onko nyt jo liian myöhäistä. Näkemyksemme mukaan korkeat arvostustasot yhdistettynä kireään kilpailutilanteeseen tulevat aiheuttamaan monien yhtiöiden kohdalla sijoittajille pettymyksiä. Samalla sektorin lopullisten voittajien kydyssä tuotto-odotus on todennäköisesti erittäin hyvä. Kokonaisuutena emme näe sektorin arvostuskertoimissa olennaista varaa venyä, vaan arvonnun on tultava pääasiassa yhtiöiden kasvun ja kannattavuuden kautta.

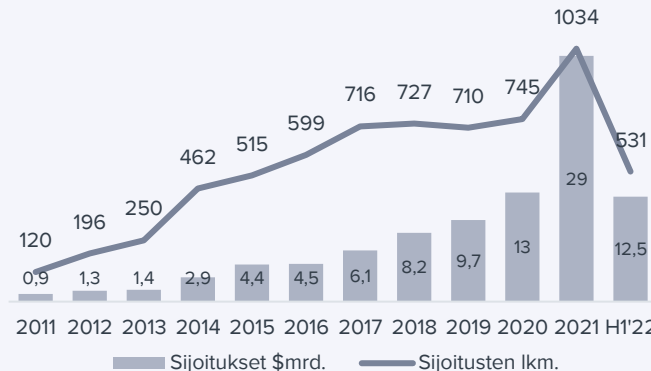
Kyberturva-alan yrityskaupat



Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin (LTM)



Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin



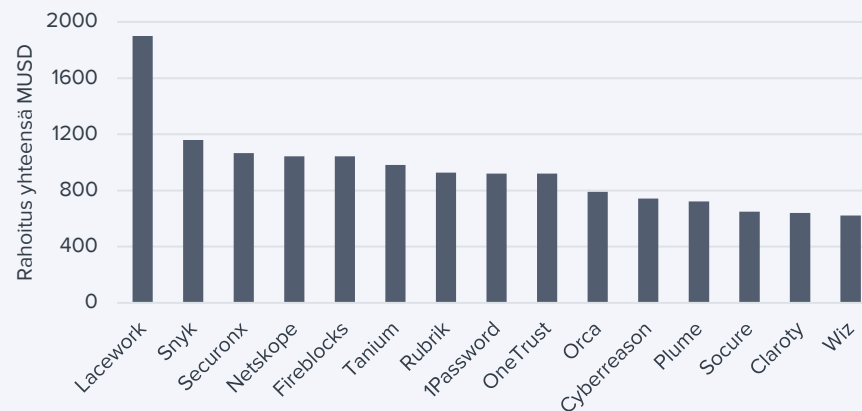
Lähde: Momentum Partners

Toimialan yrityskaupat ja sijoitukset

Sektorin yrityskauppoja, joiden arvostuksista julkista tietoa saatavilla

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/S
10/2022	Vista Equity Partners	KnowBe4	4 380	15,1x
10/2022	Thoma Bravo	ForgeRock	1 995	10,6x
8/2022	Thoma Bravo	Ping Identity	2 796	8,0x
8/2022	Turn/River Management	Tufin Software	489	4,2x
5/2022	Broadcom	Vmware	69 248	5,3x
4/2022	Kaseya	Datto	6 028	9,4x
4/2022	Thoma Bravo	SailPoint	7 051	15,2x
3/2022	Google	Mandiant	5 357	9,5x
12/2021	Permira	Mimecast	5 516	8,8x
11/2021	Opentext	Zix	860	3,1x
11/2021	Advent	McAfee	14 000	7,5x
4/2021	Thoma Bravo	Proofpoint	11 489	9,6x
3/2021	STG	McAfee (Yrityслиketoiminta)	4 000	3,1x
3/2021	Wipro	Capco	1 450	2,0x
11/2020	Nasdaq	Verafin	2 750	19,5x
10/2020	Francisco Partners	Forcepoint	1 100	1,7x
9/2020	Ivanti	Mobileiron	859	4,2x
2/2020	Advent	Forescout	1 884	4,8x
1/2020	LexisNexis Risk Solutions	ID Analytics	375	7,8x
12/2019	F5 Networks	Shape Security	1 028	17,1x
11/2019	Open Text	Carbonite	1 400	3,4x
10/2019	Thoma Bravo	Sophos	3 948	5,1x
8/2019	Broadcom	Symantec Enterprise	10 700	4,6x
8/2019	Vmware	Carbon Black	2 100	9,1x
5/2019	Orange	SecureLink	576	2,1x
2/2019	Carbonite	Webroot	618	2,9x
11/2018	BlackBerry	Cylance	1 500	11,5x
10/2018	Thoma Bravo	Imperva	1 800	5,2x
8/2018	Cisco Systems	Duo Security	2 350	>20x
6/2018	F-Secure	MWR Infosecurity	110	3,1x
12/2017	Thales	Gemalto	5 541	1,8x
11/2017	Warburg Pingus	Cyren	119	3,8x
11/2017	Thoma Bravo	Barracuda Networks	1 405	3,8x
7/2017	Open Text	Guidance Software	245	2,1x
2/2017	Sophos Group	Invincea	120	4,8x
2/2017	Palo Alto Networks	LightCyber	105	10,5x
1/2017	Keysight Technologies	Ixia	1 603	3,3x
11/2016	Symantec	LifeLock	2 362	3,6x
9/2016	TPG	McAfee	4 200	2,5x
7/2016	Avast	AVG	1 463	3,4x
6/2016	Symantec	Blue Coat	4 722	7,9x
		Mediaani	1 457	4,8x
		Keskisarvo	4 864	6,6x

Eniten rahoitusta keränneitä listaamattomia kyberturvayhtiöitä



Sektorin listautumisaktiiviteetti ollut vilkasta

Yritys	IPO vuosi
Okta	2017
SailPoint	2017
Zscaler	2018
Avast*	2018
Carbon Black*	2018
Tenable	2018
Solarwinds	2018
Tufin	2019
Crowdstrike	2019
Cloudflare	2019
Ping Identity*	2019
Sumo Logic	2020
McAfee*	2020
Telos	2020
KnowBe4*	2021
Darktrace	2021
SentinelOne	2021
Riskified	2021
ForgeRock*	2021

*Ostettu pois pörssistä tai ostotarjous käynnissä

Kilpailu

Nopeasti kasvava markkina houkutellut paikalle paljon kilpailua

Kyberturvamarkkinan nopea kasvu ja sektorin yli pyyhkinyt investointialto ovat viimeiset 10 vuotta muokanneet kilpailukenttää voimakkaasti. Markkina on edelleen hyvin pirstaloitunut ja hakee vielä voimakkaasti muotoaan. Yhä suuremman osuuden markkinoiden kasvusta ottavat uudet kyberturva-alan start-upit, jotka ovat usein erikoistuneet tiettyyn kyberturvan niche-segmenttiin palveluillaan tai tuotteillaan. Osa viime vuosikymmenellä perustetuista yhtiöistä on kasvanut jo kokoluokkaan, missä ne ovat tulleet syömään markkinaosuuksia sektorin perinteisemmiltä toimijoilta. Esimerkiksi yhdysvaltalaisen CrowdStriken viime vuosien erittäin nopea kasvu on näkynyt päätelaitteiden suojaustuotteiden markkinalla perinteisten toimijoiden markkinaosuuksissa.

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

Isossa kuvassa markkinalla toimivat myös globaalit IT-sektorin jättiläiset kuten IBM, Microsoft ja Cisco, joiden kyberturvallikevähädot ovat miljardiluokassa. Erityisesti Microsoft on viime vuosina noussut yrityspuolella vahvaksi kilpailijaksi hyvien tuotteiden ja erittäin vahvan jakeluvoimansa avulla.

Kilpailutekijät kyberturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky

estää tai havaita haittaohjelmia luonnollisesti korostuu kilpailutekijänä. Päätelaitteiden suojaustuotteissa alalle tulon kynnys on kuitenkin pienentynyt tekoälyn ja pilviympäristöjen tarjotessa tarvittavat algoritmit sekä kapasiteetin virustorjuntaohjelmistoille. Samalla havainnointi- ja reagoitukyvykkyydet ovat entistä tärkeämpiä ominaisuuksia. Lisäksi asiakkaiden luottamus tuotteeseen, menestys erilaisissa testeissä ja brändi korostuvat kilpailussa.

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

Keskisuurissa ja suurissa yhtiöissä tuotetarjoaman yhtenäisyys korostuu kilpailutekijänä, sillä tämä asiakaskunta ostaa mieluummin kerralla laajan kokonaisratkaisun useiden pistemäisten tuoteratkaisujen sijaan. Silti markkina on edelleen hyvin pirstaloitunut ja organisaatiossa suojattavia kokonaisuusriittää paljon myös WithSecure ratkaisutarjoaman ulkopuolella. Tyypillisesti suuremmilla asiakkailla on käytössä tietoturvaratkaisuja useilta eri toimittajalta ja erilaisten ratkaisujen kokonaislukumäärä voi nousta helposti 20-30:een.

WithSecuren kilpailuedut

WithSecurella on erityisesti hyvä maine päätelaitteiden suojaustuotteissa pienten ja keskisuurten yritysten keskuudessa Pohjois-

Euroopassa. Tämä pohjautuu yhtiön pitkäaikaiseen ja vankkaan osaamiseen virustorjunteknologioissa. Osoituksena tästä toimivat yhtiön voittamat lukuisat palkinnot haittaohjelmien tunnistustesteissä.

WithSecure on jo vuosia pyrkinyt vahvistamaan brändiään yrityspuolella, jotta yhtiö mielletäisiin vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberturvataloksi, jonka ratkaisut kattavat myös suurempien yritysten tietoturvatarpeet. Nimenmuutos F-Securesta WithSecureksi ja osittaisjakautumisen myötä täysi keskittyminen yritystietoturvaan ovat luonnollista jatkumoa tällä matkalla. WithSecure on voittanut uusia isoja merkittäviä globaaleja asiakkuuksia Countercept-ratkaisulle, mikä osaltaan kertoo brändin vahvistumisesta suurten yhtiöiden keskuudessa. Lisäksi yhtiön tarjoamat konsultointipalvelut vahvistavat brändiä yrityspuolella ja auttavat yhtiöitä positioitumaan vahvemmin kokonaisratkaisuja tarjoavaksi tietoturvayhtiöksi. Konsultointi tuo myös tiettyä kilpailuetua täysin puhtaita tuoteyhtiöitä vastaan.

WithSecuren laaja jälleenmyyjäkanava on yhtiölle voimavara ja tuo myyntiin skaalautuvuutta. Pilvipohjainen Elements-alusta on myös helpottanut useampien tuotteiden myymistä olemassa oleville asiakkaille. Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoita vastaan siitä, että geopolittiset tekijät saattavat painaa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa. Lisäksi käsityksemme mukaan WithSecurella on virustorjunnan lisäksi teknologista kilpailuetua Countercept-ratkaisun havainnointi- ja reagoitukyvykkyyksissä. Tätä osaltaan todistavat vahvat asiakkuudet korkean vaatimustason asiakkaissa, kuten suurissa pankeissa.

Kilpailukenttä

WithSecuren osaamisalueet	Painoarvo WithSecuren liiketoiminnassa	Kilpailijoita
Päätelaitteiden suojaaminen (EPP ja EDR)	✓✓✓	
Kyberhyökkäysten havainnointi ja reagointi hallinnoituna palveluna (MDR)	✓✓	
Kyberturvapalvelut	✓✓	
Cloud Protection for Salesforce	✓✓	<p>Ei varsinaisia pääkilpailijoita Salesforce alustalla. Adaptus (EZProtect) yksittäinen pienempi toimija.</p>
Haavoittuvuuksien hallinta	✓	

Strategia 1/2

Muutosmatka yritystietoturvaan keskittyväksi kyberturvayhtiöksi

Vuonna 2015 WithSecure aloitti muuntautumisen kuluttajaliiketoimintaan keskittyneestä antivirusyhtiöstä kohti laaja-alaisempaa kyberturvayhtiötä, jonka liiketoiminnan painopiste on nopeasti kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla. Muutoksen lähtölaukaus oli kuluttajakeskeisen pilvitalennusliiketoiminnan myynti ja nSensen osto, jolla yritystietoturvan tarjoomaa ja osaamista laajennettiin merkittävästi. Samalla yritystietoturvassa tuotekehityksen fokus siirtyi erityisesti tietomurtojen havainnointi- ja reagoitiratkaisujen kehittämiseen.

Kyberturvakonsultointia vahvistettiin myös kahdella pienemmällä yritysostolla vuonna 2017.

Vuonna 2018 MWR-yrityskauppa vei WithSecuren yritystietoturvaan perustuvaa kasvustrategiaa ja muutosprosessia kertaloikalla reilusti eteenpäin. Konsultoinnin painoarvo yhtiön liiketoiminnassa kasvoi merkittävästi ja kaupasta saatu Countercept-tuote vahvisti yhtiön havainnointi- ja reagoitiratkaisujen tarjoomaa.

WithSecuren muutos on vaatinut merkittäviä panostuksia tuote- ja palvelutarjooman yhtenäistämiseen sekä jälleenmyyjäkanavan kehittämiseen. Samalla liiketoimintamalli on muuttunut kertalisenssien myynnistä kohti jatkuvaa tilauspohjaista myyntiä ja ”Security as a Service; turvallisuus palveluna” -ajattelutapaa. Tässä keskiössä on vuonna 2021 lanseerattu pilvipohjainen Elements-alusta.

WithSecuren muutosmatka sai sinetin kesäkuussa 2022, jolloin kuluttajatietoturvaliiketoiminta irtautui

osittaisjakautumisella omaksi pörssiyritykseksi (F-Secure). Tämä myös osaltaan kertoo transformaation onnistumisesta, sillä yritystietoturvaliiketoiminta on kasvanut vuosien saatossa riittävään kokoluokkaan ollakseen itsenäinen. Samalla maaliskuussa 2022 tehdyn suunnatun annin myötä WithSecuren taloudellinen liikkumavara kasvuinvestointeja varten on riittävä myös ilman kuluttajatietoturvan aiemmin tarjoamia kassavirtoja. Nyt WithSecure voi keskittyä strategiassaan täysin yritystietoturvan kasvattamiseen, ja pidämmekin jakautumista pitkän aikavälin omistaja-arvon luonnin kannalta järkevänä liikkeenä.

Kasvustrategia tähtää voimakkaaseen kasvuun pilvipohjaisilla tuotteilla

WithSecuren strategian ytimessä on kasvu sen pilvipohjaisen Elements-tuotealustan avulla. Toinen tärkeä pilari on Cloud Content Protection -liiketoiminta, jossa WithSecure on kehittänyt Salesforce-pilvialustalle täydentävän tietoturvaratkaisun. Yhtiö näkee Salesforcen käyttäjissä vielä merkittävää kasvupotentiaalia, mutta teknologiaa pyritään laajentamaan myös muille pilvialustoille (esim. Slack). Kolmanneksi WithSecure pyrkii syventämään strategiaa kumppanuussuhteita isoimmissa asiakkaissa, joissa pilvipohjaisten tuotteiden lisäksi avainasemassa ovat hallinnoidut havainnointi- ja reagoitiratkaisut (Countercept) sekä konsultointi. WithSecuren strategian edetessä konsultoinnin painoarvo (Q3'22: 27 % lvs:sta) liiketoiminnassa tulee laskemaan, mutta se tukee tietyiltä osin hyvin tuoteliiketoimintaa ja toimii esimerkiksi väylänä MDR-ratkaisujen myynnille.

Taloudelliset tavoitteet

WithSecure tavoittelee keskipitkällä aikavälillä voimakasta liikevaihdon kasvua ja yhtiön tavoitteena on kaksinkertaistaa liikevaihto vuoden 2025 loppuun mennessä (vuoden 2021 vertailukelpoisesta lvs:sta 122,8 MEUR). Tämä vaatisi keskimäärin voimakasta noin 19 %:n vuotuista kasvua vuosien 2022-2025 aikana, mikä tarkoittaisi kasvun selvää kiihtymistä nykytasoilta. Kasvu on nähdäksemme erityisesti kiinni myynnin onnistumisesta ja WithSecure panostaakin edelleen voimakkaasti kumppanikanavansa kehittämiseen, jonka kautta myyntiin saadaan skaalautuvuutta. Uusiasiakashankinnan lisäksi WithSecure näkee edelleen selvää potentiaalia kasvaa nykyisten asiakkuuksien sisällä.

Pidämme WithSecuren kasvutavoitteita hyvin kunnianhimoisina. Käytännössä niiden toteutuminen vaatisi hurjia kasvuprosentteja pilvipohjaisilta tuotteilta, sillä konsultoinnin kasvuvauhti on nähdäksemme selvästi tavoitteita rauhallisempaa ja samalla paikallisesti hallinnoituissa tuotteissa trendi on alaspäin.

Kannattavuuden osalta WithSecure tavoittelee nollatasoa oikaistussa käyttökatteessa vuoden 2023 loppuun mennessä ja 20 %:n marginaalia vuoteen 2025 mennessä. Pidämme yli 20 %:n käyttökatetta WithSecurelle pitkällä aikavälillä hyvinkin realistisena tasona, sillä yhtiön tuoteliiketoiminnan bruttokatteiden tavoitellaan olevan yli 85-90 %:n tasolla. Lisäksi skaalatuva liiketoimintamallin ansiosta yhtiön operatiivisten kulujen suhteellisen osuuden liikevaihdosta pitäisi laskea vielä selvästi kasvun myötä.

Strategia 2/2

Lähivuosina kasvun tavoittelu vaatii kuitenkin arviomme mukaan vielä merkittäviä panostuksia myyntiin ja tuotekehitykseen. Siten pidämme tässä kohtaa 20 %:n EBITDA-tavoitteen aikataulua kunnianhimoisena. Nollatason käyttökate vuoden 2023 lopussa näyttää kuitenkin tällä hetkellä realistiselta tavoitteelta Q3:lla nähdyn kannattavuusparannustahdin perusteella.

Kaiken kaikkiaan WithSecuren tase on erittäin vahva ja mahdollistaa tarvittavat kasvuinvestoinnit. Yhtiön kehitysvaiheesta johtuen odotamme osinkohanojen pysyvän kiinni keskipitkällä aikavälillä ja pääomien allokoituvan kasvun tavoitteluun.

Uusi toimintamalli tukee strategian toteuttamista

WithSecure siirtyy vuoden 2023 alusta uuteen toimintamalliin, jolla haetaan lisää tehoja jakautumisen jälkeisestä organisaatiosta. Muutoksen myötä yhtiön myyntitiimit keskitetään yhdeksi yhtenäiseksi myyntiorganisaatioksi. Tällä haetaan entistä asiakaskeskeisempää lähestymistapaa ja lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksien parempaa hyödyntämistä. Samalla tutkimus- ja tuotekehitystiimi yhdistetään yhdeksi yhtenäiseksi organisaatioksi. Muutoksen myötä Cloud Protection for Salesforce -liiketoiminta toimii kuitenkin itsenäisenä ”sisäisenä start upina”, tämän liiketoiminnan täyden kasvupotentiaalin hyödyntämiseksi.

WithSecuren tavoitteena on sulava siirtymä uuteen malliin, mutta organisaatiomuutoksissa on aina riskinä jonkin asteista lyhyen aikavälin kitkaa

operaatioissa.

Yrityskaupat

WithSecuren kasvustrategia nojaa pääosin orgaaniseen kasvuun, mutta tuoteportfoliota täydentävät yritysostot eivät kuitenkaan ole poissuljettuja. Historiassa WithSecure on ollut suhteellisen aktiivinen yritysostoissa, joiden avulla yhtiö on vauhdittanut muutostaan kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi.

Konsultoinnissa WithSecure on historiassa tehnyt yritysostoja maantieteellisen peiton kasvattamiseksi tai osajien hankkimiseksi. Esimerkkeinä näistä ovat yhtiön vuonna 2017 tekemät pienet (yhteensä 3,5 MEUR) yritysostot (Inverse Path Italiassa ja Digital Assurance Consulting Britanniassa). Lisäksi vuonna 2015 WithSecure osti suomalais-tanskalaisen palveluyhtiö nSensen 18 MEUR:lla, mistä yhtiölle siirtyi kyberturvakonsulttien lisäksi haavoittuvuuksien hallintaan tarkoitettu tuote.

Vuonna 2018 WithSecure osti brittiläisen noin 400 henkeä työllistäneen ja noin 31 MEUR:n liikevaihtoa tehneen MWR InfoSecurityn. Käteisenä maksettava kauppahinta oli 80 miljoonaa puntaa (91,6 MEUR) ja lopullinen lisäkauppahinta 5 miljoonaa puntaa. Lopullisella kauppahinnalla yrityskaupan EV/Liikevaihto-kerroin oli noin 3,1x, mikä oli linjassa WithSecuren omaan arvostukseen kauppahetkellä (EV/S viim. 12kk: 3,1x). Jälkikäteen tarkasteltuna maksettu hinta oli näkemyksemme mukaan melko korkea, vaikka kaupan myötä WithSecuren strategia ja muutamatka yritystietoturvaan keskittyväksi yhtiöksi vauhdittui

selvästi. Yrityskauppa kasvatti WithSecuren maantieteellistä peittoa, vahvisti merkittävästi konsultointia (>50 % liikevaihdosta palveluista) ja toi WithSecuren tuoteportfolioon strategisesti tärkeitä havainnointi- ja reagoitiratkaisuja täydentäviä teknologioita (Countercept).

Hiljattain WithSecure on myös tehnyt pieniä divestointeja MWR-kaupan mukana tullessiin konsultointiliiketoimintoihin. Yhtiö myi Ison-Britannian julkisen sektorin konsultointiliiketoiminnan joulukuussa 2021 sekä Etelä-Afrikan tytäryhtiönsä helmikuussa 2022. Vuositasolla näiden divestointien vaikutus liikevaihtoon on noin 7 MEUR.

Strategia

2015
-
2017

Transformaatio kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi käynnistetään

- Painopiste kasvaville yritystietoturvan markkinoille
- Onnistunut exit pilvitalennusliiketoiminnasta
- Kolmen kyberturvapalveluyhtiön osto
- Tuotekehityksen fokus tietoturvauhkien havainnointi- ja reagointituotteisiin

2018
-
2021

Tuoteportfolion ja jakelukanavien kehittäminen

- MWR InfoSecurity -yritysosto
- Siirtymä keskisuurten yritysten asiakassegmenttiin
- Tuoteportfolion parempi integrointi
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja kasvattaminen

2022-

Voimakkaan kasvun tavoittelu pilvipohjaisilla tuotteilla

- Kuluttajatietoturvaliiketoiminnan irtautuminen WithSecuresta 6/2022
- Tavoitteena kaksinkertaistaa vertailukelpoinen liikevaihto (2021: 122,8 MEUR) orgaanisesti vuoteen 2025 mennessä
- Kannattavuuden osalta tavoitteena saavuttaa käyttökatteessa nollassa vuoden 2023 loppuun mennessä ja 20 %:n marginaali vuoteen 2025 mennessä

Strategian onnistumistekijät

Toteutunut

- Yritystietoturvan tuote- ja palvelutarjooman vahvistaminen
- Vahva jälleenmyyjäkanava
- Kuluttajatietoturvaliiketoiminnan irtautuminen WithSecuresta

Lähitulevaisuus 1-2v

- Itsenäisen WithSecure brändin rakentaminen
- Voimakas kasvu pilvipohjaisissa tietoturvatuotteissa Elements-alustan kautta
- Suurissa yrityksissä asiakassuhteiden syventäminen strategisemmaksi MDR-ratkaisujen ja konsultoinnin avulla
- Cloud Content Protection -liiketoiminnan laajentaminen uusille alustoille Salesforcen lisäksi
- Konsultoinnin kannattavuuden parantaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Vahva kasvu ja riittävän skaalan saavuttaminen kaikilla alueilla
- Vahvan jakelukanava- ja kumppaniverkoston ylläpito keskisuuuriin ja suuriin yrityksiin
- Kannattavuuden skaalautuminen selvästi positiiviseksi korkeiden bruttomarginaalien ja kasvavan kokoluokan myötä
- Kyky vahvistaa palvelu- ja tuoteportfoliota jatkuvasti markkinatrendien ja teknologian muutosten mukaisesti orgaanisesti tai yrityskaupoin

Taloudellinen tilanne

Yritystietoturvaliikevaihto ollut jo pitkään kasvuralla

Vuonna 2015 WithSecure myi omistamansa pilvitallennusliiketoiminnot 60 MUSD:n hinnalla (ostohinta 30 MUSD vuonna 2009). Tämän jälkeen WithSecure alkoi panostaa merkittävästi nopeasti kasvaville yritystietoturvan markkinoille ja kasvua on haettu sekä orgaanisesti että yritysostoin. Yritystietoturvaliikevaihto oli vuonna 2014 noin 46 MEUR ja vuonna 2022 WithSecuren liikevaihto asettuu ennusteellamme noin 135 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa keskimäärin noin 14 %:n vuosikasvua, josta arviomme mukaan reilusti yli puolet on tullut orgaanisen kasvun kautta.

WithSecuren strategian keskiössä olevien pilvipohjaisten tuotteiden jatkuva vuosilaskutus (ARR) oli Q3'22:n lopussa 71,7 MEUR. Tämä tarkoittaa noin 29 %:n kasvua vertailukaudesta tai 6 %:n kasvua edellisestä neljänneksestä. Q3-raportissa WithSecure kommentoi myyntiputkensa jatkaneen myönteistä kehitystä, mutta tilaukset kertyivät neljänneksellä huomattavan takapainotteisesti. Tällä oli jossain määrin heikentävä vaikutus Q3:lla nähtyyn kasvuvauhtiin.

WithSecuren kannattavuus on tällä hetkellä reilusti tappiolla ja viimeisen 12kk oikaistu käyttökate on noin -26,1 MEUR. Q3'22:lla oikaistu käyttökate oli -4,0 MEUR ja tappiotahti alkoi selvästi taittua alkuvuoteen nähden (H1'22: -16,6 MEUR). Odotamme asteittain paranevan trendin jatkuvan myös tulevaisuudessa hyvin skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan kasvun myötä.

Kulurakenne

WithSecuren bruttokate oli vuonna 2021 68 %,

mikä ei ole ohjelmistoyhtiölle erityisen korkea taso. Bruttokatetta rajoittaakin vielä konsultoinnin suhteellisen suuri osuus liikevaihdosta. Lisäksi MDR-ratkaisuiden bruttokatteet (tavoite >70 %) eivät yllä puhtaan ohjelmistoliikevaihdon (tavoite >85-90 %) tasolle, sillä liiketoiminta pitää sisällään myös ihmiskomponentin. Palveluiden tuottamiseen liittyvien kustannusten lisäksi myynnin suoriin kuluihin kirjataan muun muassa pilvipohjaisten palvelujen tuottamisesta ja asiakastuesta aiheutuvat kustannukset. Bruttokate-%:ssa on selvää nousuvaraa, kun pilvipohjaisten tuotteiden osuus liikevaihdosta kasvaa.

Myynnin ja markkinoinnin kulut vastasivat 56 % liikevaihdosta vuonna 2021 ja Q1-Q3'22:lla 62 %, missä näkyy kohottavasti WithSecuren brändin lanseeraukseen liittyviä kuluja. Kuluerä koostuu henkilöstön palkoista, markkinointikuluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Kulujen suhde liikevaihtoon on tällä hetkellä erittäin korkea ja näemme siinä selvää skaalautumispotentiaalia. Uusiasiakashankinta on kuitenkin kyberturvamarkkinalla suhteellisen kallista, joka osaltaan rajoittaa erän skaalautumista.

Tuotekehitysmenot olivat vuonna 2021 noin 25 % liikevaihdosta ja Q1-Q3:lla noin 29 %. Odotamme kuluerän osuuden liikevaihdosta skaalautuvan vain lievästi pitkällä aikavälillä, sillä kilpailukyvyyn ylläpito vaatii jatkuvia panostuksia tuotekehitykseen. WithSecure aktivoi kehitysmenoja taseeseen maltillisesti, aktivoitujen menojen oltua viime vuonna 5,6 MEUR.

Hallinnon kulut olivat vuonna 2021 noin 12 % liikevaihdosta ja tänä vuonna osittaisjakautumisesta aiheutuneet kustannukset

kohottavat sen suhteellista osuutta. Vuoden 2021 tasoon nähden näemme kuluerässä jonkin verran skaalautumispotentiaalia kasvun mukana.

Rahavirta

Tappiollisesta tuloksesta johtuen WithSecuren liiketoiminnan rahavirta on tällä hetkellä selvästi negatiivinen (Q3'22 YTD: n. -18 MEUR). Yhtiö rahoittaa kasvuinvestointejaan keväällä 2022 tehdyllä 77 MEUR:n suunnatulla osakeannilla.

Yleisesti WithSecuren rahavirtaa tukee asiakkailta saadut ennakkomaksut, sillä sopimusten maksut saadaan usein heti sopimuskauden alussa. Tämän ansiosta WithSecuren käyttöpääoma on selvästi negatiivinen.

Tase ja rahoitusasema

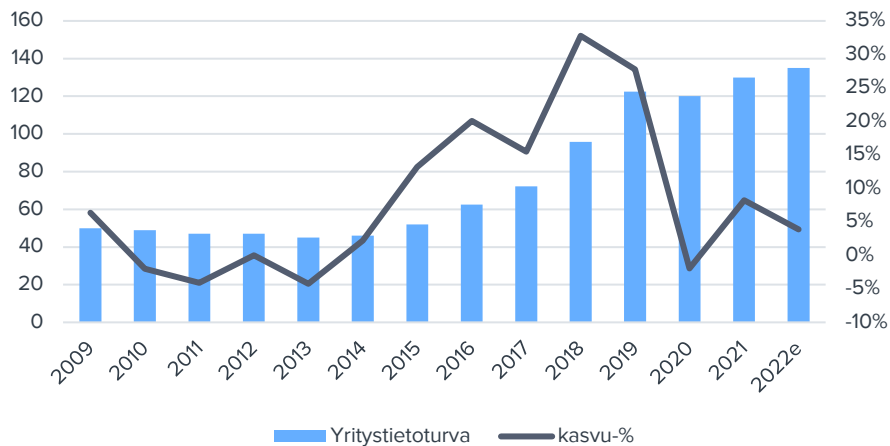
Suunnatun osakeannin jäljiltä WithSecuren tase on erittäin hyvässä kunnossa, mistä kielivät myös taseen tunnusluvut (Q3'22: omavaraisuusaste 80 %, gearing -42 %). Vahva tase antaa liikkumavaraa WithSecuren strategian toteuttamiseen ja mahdollistaa tilaisuuden tullen myös tuoteportfoliota täydentäviä yritysostoja.

Q3'22 lopussa taseen loppusumma oli 250 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin kassasta (75,1 MEUR), yrityskauppojen liikearvosta (83,3 MEUR), saamisista (34,7 MEUR) sekä muusta aineettomasta omaisuudesta (24,5 MEUR).

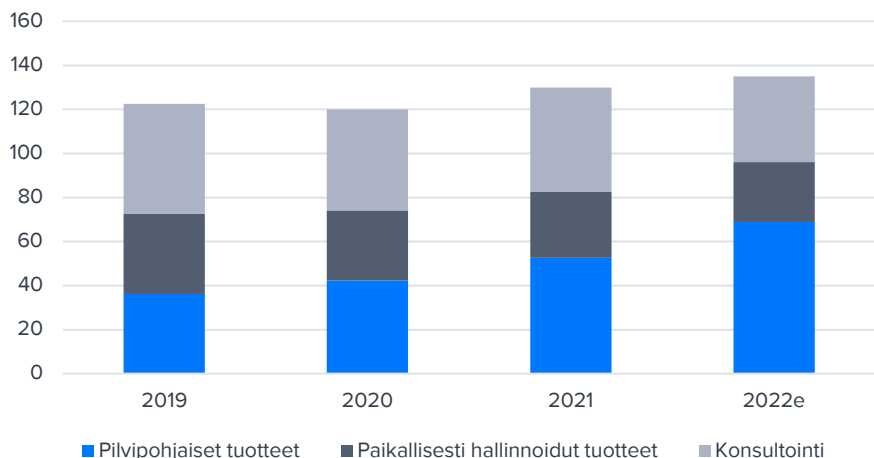
Taseen vastattavaa puoli koostui enimmäkseen omasta pääomasta (146,5 MEUR), saaduista ennakoista (66 MEUR) sekä muista lyhytaikaisista korottomista veloista (19,4 MEUR). Korollista velkaa Q3:n lopussa oli yhteensä 13,7 MEUR, josta osa selittyi IFRS 16 -vuokrasopimusveloilla.

Taloudellinen tilanne

WithSecuren yritystietoturvan liikevaihto ja kasvu-%



Liikevaihdon jakauman kehitys



Tase Q3'22 (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

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

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

Pidämme WithSecuren kasvutavoitteita erittäin kunnianhimoisina ja omat ennusteemme ovat tässä vaiheessa niitä varovaisempia. Yhtiö tavoittelee vertailukelpoisen liikevaihtonsa tuplaamista orgaanisesti vuoteen 2025 mennessä (= lv. n. 246 MEUR), kun ennusteemme on noin 190 MEUR:ssa. Ennusteellamme liikevaihto

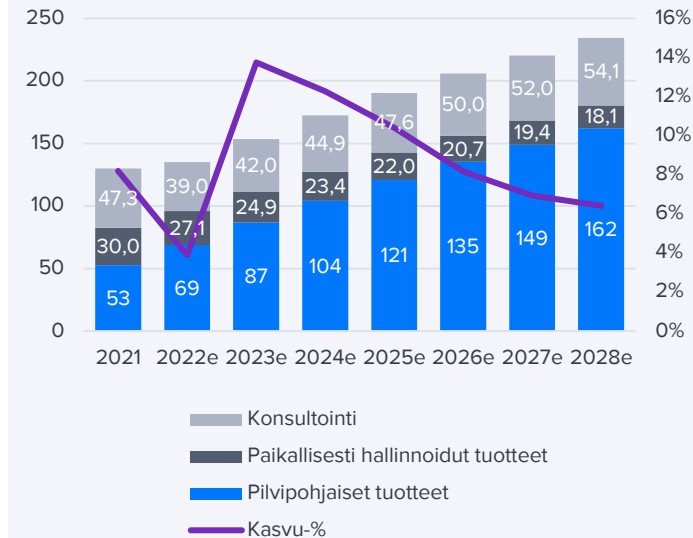
saavuttaa yhtiön tavoitetason tämän vuosikymmenen lopussa.

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

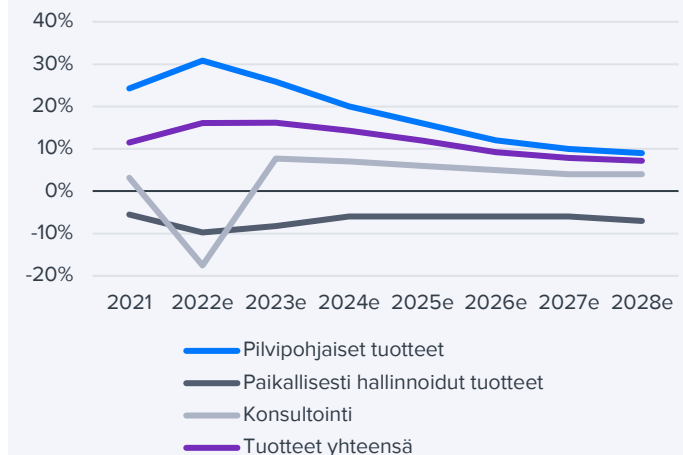
Vuoden 2022 ennuste

WithSecure ohjeistaa tälle vuodelle vertailukelpoisen liikevaihdon (122,8 MEUR) kasvavan toistakymmentä prosenttia” (eng. ”low double-digit”). Kasvua ajaa etenkin pilvipohjaiset tuotteet, joiden odotetaan kasvavan noin 30 %. WithSecure arvioi vertailukelpoisen käyttökatteen (2021: -11,3 MEUR) laskevan edellisvuodesta, jota selittää lisäinvestoinnit uusiin tuotealueisiin sekä myynti- ja markkinointikulujen kasvu mm. brändin uudistamisen vuoksi. Kannattavuuden yhtiö odottaa kuitenkin paranevan H2:lla alkuvuoteen nähden, mistä nähtiinkin jo merkkejä Q3:lla.

Liikevaihto ja kasvu-%



Liikevaihdon kasvun komponentit



Ennusteet 2/2

WithSecure kommentoi Q3-raportissa myyntiputkensa jatkaneen myönteistä kehitystä, eikä taloudellinen epävarmuus näytä olennaisesti vaikuttavan tällä hetkellä tietoturvaratkaisujen kysyntänäkymään.

Ennusteemme on linjassa WithSecure näkymien kanssa ja odotamme noin 10 %:n vertailukelpoista kasvua, mikä tarkoittaa raportoidun liikevaihdon kasvavan 4 % 135 MEUR:oon. Jos konsultoinnin pehmeys jatkuu Q4:llä, voidaan yhtiöltä nähdä vielä lievä ohjeistuksen lasku kasvun osalta. Tämä ei kuitenkaan olisi kovinkaan dramaattista yhtiön arvonluonnin nojatessa ohjelmistoliiketoiminnan kasvuun. Oikaistun käyttökatteen ennustamme heikentyvän -23,1 MEUR:oon, mikä vastaa noin -19,6 MEUR:n arvioitua vertailukelpoista käyttökatetta. Tämä tarkoittaa tappioiden asteittaista pienentymistä myös Q4:llä.

Vuosien 2023-2026 ennusteet

Vuosina 2023-2024 odotamme pilvipohjaisten tuotteiden kasvavan 26-20 %:n vuosivauhtia samalla kun paikallisesti hallinnoitavien tuotteiden liikevaihto laskee 8-6 % vuodessa. Konsultoinnissa odotamme vahvan kysyntätilanteen ja tehtyjen rekrytointien myötä parantuneen toimituskyvyn kautta liikevaihdon kasvavan 8-7 % pehmeästä vuoden 2022 lähtötasosta. Näin kokonaisliikevaihto kasvaa 14-12 %.

Arviomme mukaan kasvun kiihdyttäminen rasittaa vielä lähivuosien tuloskehitystä, mutta odotamme paranevan bruttomarginaalin ja kustannusten skaalautumisen pienentävän nopeasti WithSecure tappioita verrattuna tähän vuoteen. Ennusteellamme oikaistu käyttökate-% paranee -3,9 %:iin vuonna 2023 ja kääntyy 1,5 %:n plussalle vuonna 2024. Oikaistun liikevoiton tasolla tulos

jää tällöin vielä lievästi pakkasen puolelle.

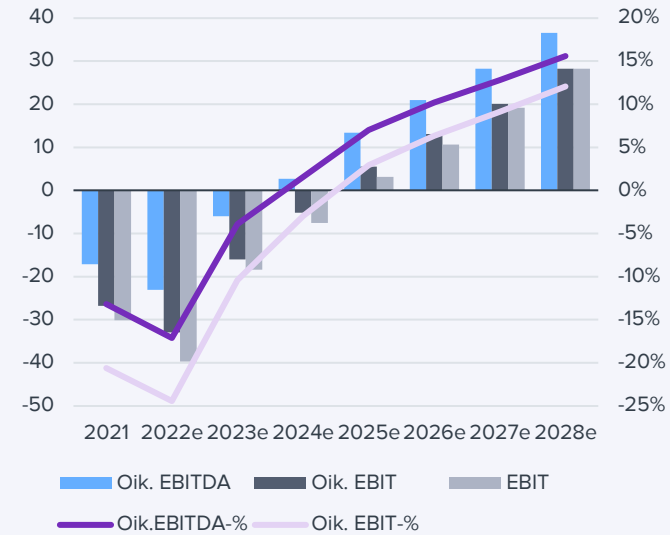
Vuosina 2025-2026 odotamme WithSecure liikevaihdon kasvavan pilvipohjaisten tuotteiden vedolla 10-8 % ja oikaistun käyttökatteen nousevan 7-10 %:n tasolle. Arviomme mukaan kasvu erittäin kilpailuilla yritystietoturvan markkinoilla vaatii merkittäviä panostuksia tuotekehitykseen ja myyntiin, mikä jarruttaa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

Pitkän aikavälin ennusteet

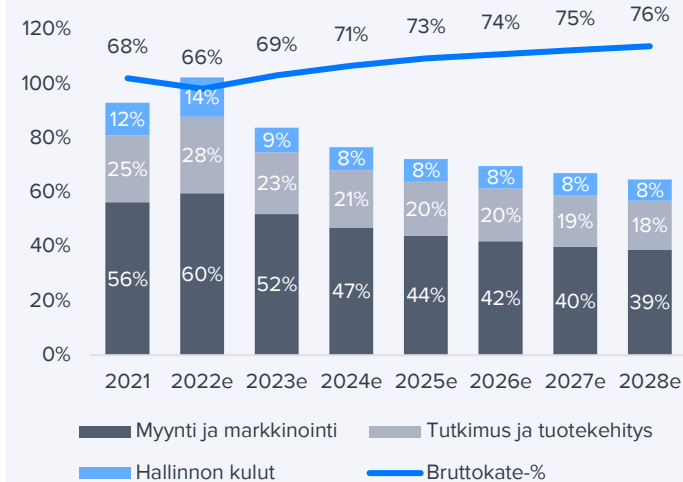
Vuosina 2027-2030 WithSecure kasvuvauhti laskee ennusteessamme asteittain 7%:sta 4 %:iin. Tämän jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on asetettu 2,5 %:iin vuodesta 2031 eteenpäin.

Ennustamme WithSecure oikaistun käyttökatemarginaalin olevan noin 13 % vuonna 2027 ja nousevan tästä asteittain 20 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Liikevoiton tasolla nämä tarkoittavat 9-17 %:n marginaalia. Ikuisuusoletuksessa oletamme käyttökatteen olevan 22 % (EBIT: 19 %). Skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan valossa WithSecurella olisi hyvässä skenaariossa edellytyksiä ennusteitamme parempaan kannattavuuteen. Kyberturvamarkkinan kova kilpailupaine ja muutosnopeus luovat kuitenkin epävarmuutta pitkän aikavälin kestävän kannattavuustason arviointiin. Ennusteessamme tämän vuosikymmenen lopussa myös konsultointi vastaa vielä noin 20 % liikevaihdesta, mikä osaltaan rajoittaa kannattavuuspotentiaalia. Mielestämme WithSecurella on myös vielä todistettavaa vahvan kasvu- ja kannattavuuskehityksen ylläpidosta ennen kuin yhtiön tavoitteiden mukainen kehitys alkaa vaikuttaa ennusteissa perusskenaariolta.

Tuloksen ja kannattavuuden kehitys



Kulurakenne %-lv:sta* ja bruttokate-%



Lähde: Inderes *Huom. Tänä vuonna suhteellista kulurakennetta nostavat TSA-sopimuksen nojalla F-Securelle tuotettavien palveluiden kustannukset. Näihin liittyvät tuotot näkyvät liiketoiminnan muissa tuotoissa (ei näy tässä graafissa)

Ennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	220	31,5	31,9	32,1	34,5	130	32,4	32,5	33,5	36,7	135	154	172	190
Pilvipohjaiset tuotteet		11,8	12,7	13,5	14,7	52,7	15,2	16,9	17,9	19,0	69,0	86,8	104	121
Paikallisesti hallinnoidut tuotteet		7,7	7,5	7,4	7,4	30,0	7,1	6,8	6,7	6,6	27,1	24,9	23,4	22,0
Konsultointi		12,0	11,6	11,2	12,4	47,3	10,0	8,9	8,9	11,2	38,9	42,0	44,9	47,6
Käyttökate ilman kertaeriä	35,7	-3,2	-5,5	-3,1	-5,5	-17,2	-7,0	-9,7	-4,0	-2,4	-23,1	-6,0	2,7	13,4
Käyttökate	35,7	-3,2	-5,5	-3,1	-4,9	-16,6	-11,4	-10,5	-3,0	-2,4	-27,3	-6,0	2,7	13,4
Poistot ja arvonalennukset	-16,0	-3,1	-3,1	-3,0	-4,3	-13,5	-3,2	-3,0	-3,1	-3,1	-12,4	-12,4	-10,2	-10,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,9	-5,5	-7,8	-5,4	-8,0	-26,8	-9,5	-12,1	-6,5	-4,9	-33,0	-16,0	-5,2	5,5
Liikevoitto	19,7	-6,3	-8,6	-6,1	-9,2	-30,1	-14,6	-13,5	-6,1	-5,5	-39,7	-18,4	-7,6	3,1
Nettorahoituskulut	-3,2	0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	16,5	-6,0	-8,9	-6,3	-9,2	-30,4	-14,9	-13,7	-6,4	-5,7	-40,7	-18,9	-8,0	2,8
Verot	-3,6	1,5	0,5	1,5	1,5	5,0	1,9	1,4	1,5	0,8	5,5	2,8	1,6	-0,6
Nettotulos	12,9	-4,5	-8,4	-4,8	-7,7	-25,4	-13,0	-12,3	-4,9	-4,9	-35,2	-16,1	-6,4	2,2
EPS (oikaistu)	0,10	-0,02	-0,04	-0,02	-0,04	-0,13	-0,06	-0,06	-0,03	-0,02	-0,17	-0,08	-0,02	0,03
EPS (raportoitu)	0,08	-0,03	-0,05	-0,03	-0,05	-0,15	-0,08	-0,07	-0,03	-0,03	-0,20	-0,09	-0,04	0,01

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	1,3 %	-42,5 %	-39,9 %	-41,0 %	-40,4 %	-41,0 %	2,7 %	1,9 %	4,3 %	6,4 %	3,9 %	13,7 %	12,3 %	10,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	138,3 %	-236,5 %	-214,2 %	-170,5 %	-286,7 %	-	71,8 %	55,4 %	20,3 %	-39,1 %	-	-	-	-
Käyttökate-%	16,2 %	-10,1 %	-17,3 %	-9,6 %	-14,1 %	-12,8 %	-35,2 %	-32,5 %	-8,9 %	-6,5 %	-20,2 %	-3,9 %	1,5 %	7,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,4 %	-17,5 %	-24,5 %	-16,8 %	-23,3 %	-20,6 %	-29,2 %	-37,4 %	-19,4 %	-13,3 %	-24,4 %	-10,4 %	-3,0 %	2,9 %
Nettotulos-%	5,8 %	-14,3 %	-26,4 %	-15,0 %	-22,2 %	-19,5 %	-40,2 %	-38,0 %	-14,7 %	-13,3 %	-26,0 %	-10,5 %	-3,7 %	1,2 %

Lähde: Inderes, Huom. 2020 luvuissa vielä mukana kuluttajatietoturva

Arvonmääritys 1/2

Liikevaihtopohjainen arvostus painunut matalaksi

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

Absoluuttisesti tarkasteltuna WithSecuren nykyiset EV/Liikevaihto-kertoimet (2022e-2023e: 1,5x-1,3x) näyttävät ohjelmistoyhtiölle matalilta. Lisäksi pelkkään pilvipohjaisten tuotteiden jatkuvaan vuosilaskutukseen (Q3'22: 72 MEUR) suhteutettuna EV/ARR-kerroin on enää 2,8x. Kertoimet ovat olleet tänä vuonna paineessa, kun korkojen voimakas nousu on olennaisesti muuttanut kasvuyhtiöiden, ja erityisesti tappiollisten kasvuyhtiöiden hinnoitteluympäristöä. Lyhyellä tähtäimellä pelkän liikevaihtokertoimen antama tuki arvostukselle on siis pienentynyt. WithSecuren nykyiset kertoimet eivät kuitenkaan enää anna olennaista painoarvoa yhtiössä piilevälle skaalautuvalla kasvupotentiaalille, ja näemmekin kertoimissa nousuvaraa yhtiön strategian edetessä.

WithSecuren osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia voidaan havainnollistaa olettamalla yhtiön yltävän jo tänä vuonna yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitetta heijastelevaan 15-20 %:n oikaistuun EBIT-%:iin. Tällöin osakkeen P/E-luku olisi noin 8x-11x ja EV/EBIT 5x-7x. Nämä kertoimet ovat jo hyvin matalia ja osaltaan kertovat maltillisista kasvuodotuksista.

Osien summa kieli myös maltillisesta arvostuksesta

WithSecure avaa konsultoinnin ja tuotteiden osuuden liikevaihdosta, minkä pohjalta olemme arvioineet

erikseen näiden liiketoimintojen arvot. Henkilöstövetoisena ja siten heikommin skaalautuvana konsultoinnin (lv. 2022e 39 MEUR) liikevaihtokertoimeen liittyy näkemyksemme mukaan vähemmän tulkittavaa. Hyvinä vertailukohtana voidaan käyttää esimerkiksi IT-palveluyhtiöiden kertoimia (2022e mediaani EV/S 1,0x). Siten olemme asettaneet konsultoinnin kertoimen 0,9x-1,1x tasolle.

Tuoteliikevaihdon (2022e: 96 MEUR) hinnoittelukerroin on lopulta kiinni siitä, miten hyvin WithSecure onnistuu kasvun kiihdyttämisessä tulevien vuosien aikana. Yhtiön kasvutavoitteiden mukaisella vauhdilla tuoteliikevaihdon pitäisi kasvaa selvästi yli 20 %:n vuosivauhtia, jolloin hyväksyttävä liikevaihtokerroin voisi heijastella jonkin verran lähemmäs globaalien kyberturvaverrokkien tasoa (2022e: 6,1x). Lähivuosina WithSecuren kannattavuus jää vielä vaatimattomaksi ja siten tällä hetkellä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä on moniin nopeasti kasvaviin tuoteyhtiöihin peilattuna matala. Samalla verrokkien kertoimet ovat olleet viime kuukausina paineessa. Tätä kokonaisuutta punniten hinnoitlemme tuoteliikevaihtoa neutraalissa skenaariossa 3,0x liikevaihtokertoimella haarukan ollessa 2,0x-4,0x. Vertailun vuoksi McAfeen yritysliiketoiminnot myytiin maaliskuussa 2021 pääomasijoittajalle 3,1x liikevaihtokertoimella.

Edellä mainittuja oletuksia soveltamalla WithSecuren velaton arvo neutraalissa skenaariossa on 327 MEUR haarukan ollessa 227-427 MEUR. Vuoden lopun ennustamamme nettokassa (2022e: 61 MEUR) huomioiden WithSecuren osakekannan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa 388 MEUR (2,2 EUR/osake) haarukan ollessa 1,7-2,8 euroa osakkeelta. WithSecuren osakekurssi on tällä hetkellä selvästi osien summan indikoiman arvon alapuolella, minkä valossa markkinat hinnoittelevat tuoteliikevaihtoa tällä hetkellä hyvin maltillisilla kertoimilla.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,51	1,51	1,51
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	264	264	264
Yritysarvo (EV)	202	206	208
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	7,0	neg.	neg.
P/B	1,9	2,2	2,3
P/S	2,0	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	78,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma

WithSecure	Alalaita	Neutraali	Ylälaita
Liikevaihto 2022e	135	135	135
Tuoteliikevaihto	96	96	96
x hinnoittelukerroin (EV/S)	2,0x	3,0x	4,0x
Tuoteliiketoiminnan arvo	192	288	384
Konsultointiliikevaihto	39	39	39
x hinnoittelukerroin (EV/S)	0,9x	1,0x	1,1x
Konsultointi arvo	35	39	43
Yritysarvo	227	327	427
+ Nettokassa 2022 lopussa	61	61	61
Osakekannan arvo	288	388	488
Osakekohtainen arvo	1,7	2,2	2,8

Arvonmääritys 2/2

Vertailuryhmä

Olemme keränneet WithSecure'n vertailuryhmään listattuja kyberturvayhtiöitä, joista osa on suoraan yhtiön kilpailijoita tai kilpailevat ainakin osittain tietyillä tuotealueilla. Vertailuryhmän yritykset ovat kokoluokaltaan pääosin huomattavasti WithSecurea suurempia ja mielestämme tämän pitää osaltaan näkyä WithSecure'n hinnoittelussa suhteessa sen vertailuryhmään. Yhtiöt ovat myös liiketoiminnan kehitysvaiheiltaan hyvin eri vaiheissa, mikä näkyy yhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofileissa ja hankaloittaa osaltaan yhtiöiden arvostustasojen vertailua.

Liikevaihtokertoimella WithSecure on arvostettu lähivuosina merkittävällä yli 70 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihin. WithSecure'n kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jää kuitenkin selvästi vertailuryhmän keskimääräistä tasoa heikommaksi, mikä heijastuu mielestämme osaltaan perustellusti matalampana arvostuksena. Arvostusero on kuitenkin jo niin merkittävä, että näemme siinä varaa kaventua WithSecure'n kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän vahvistuessa lähivuosina.

Pörssin alakulosta sekä kyberturvayhtiöiden laskeneista osakekursseista huolimatta verrokkien liikevaihtopohjainen arvostustaso on absoluuttisesti edelleen korkea (2022e-2023e 6,1x-5,0x). Siten näemme riskin, että kertoimissa nähtäisiin lisää korjausliikettä alaspäin. Toisaalta kyberturvamarkkinan vahvat kasvunäkymät antavat myös tukea sektorin yleisesti korkealle arvostukselle.

WithSecure'n tulospohjaisten arvostuskertoimien vertailu verrokkeihin ei ole käytännössä mahdollista yhtiön tappiollisesta tuloksesta johtuen. Samalla myös moni verrokkiryhmän yhtiöistä investoi vielä

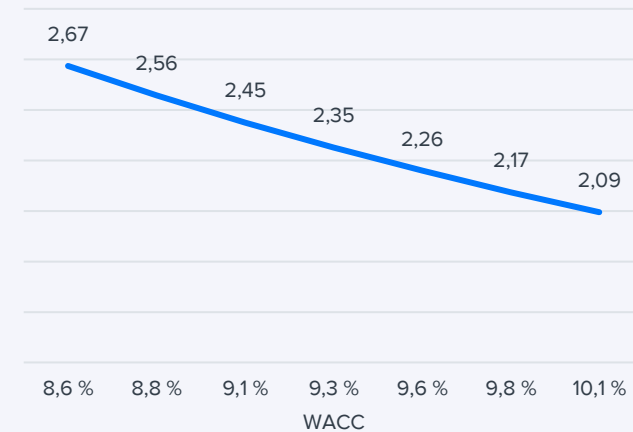
voimakkaasti kannattavuuden kustannuksella kasvuun. Siten verrokkiryhmän mediaanitason tuloskertoimista on vaikea vetää tulkintoja sektorin oikeasta hyväksyttävästä tulos pohjaisesta arvostuksesta.

DCF-malli

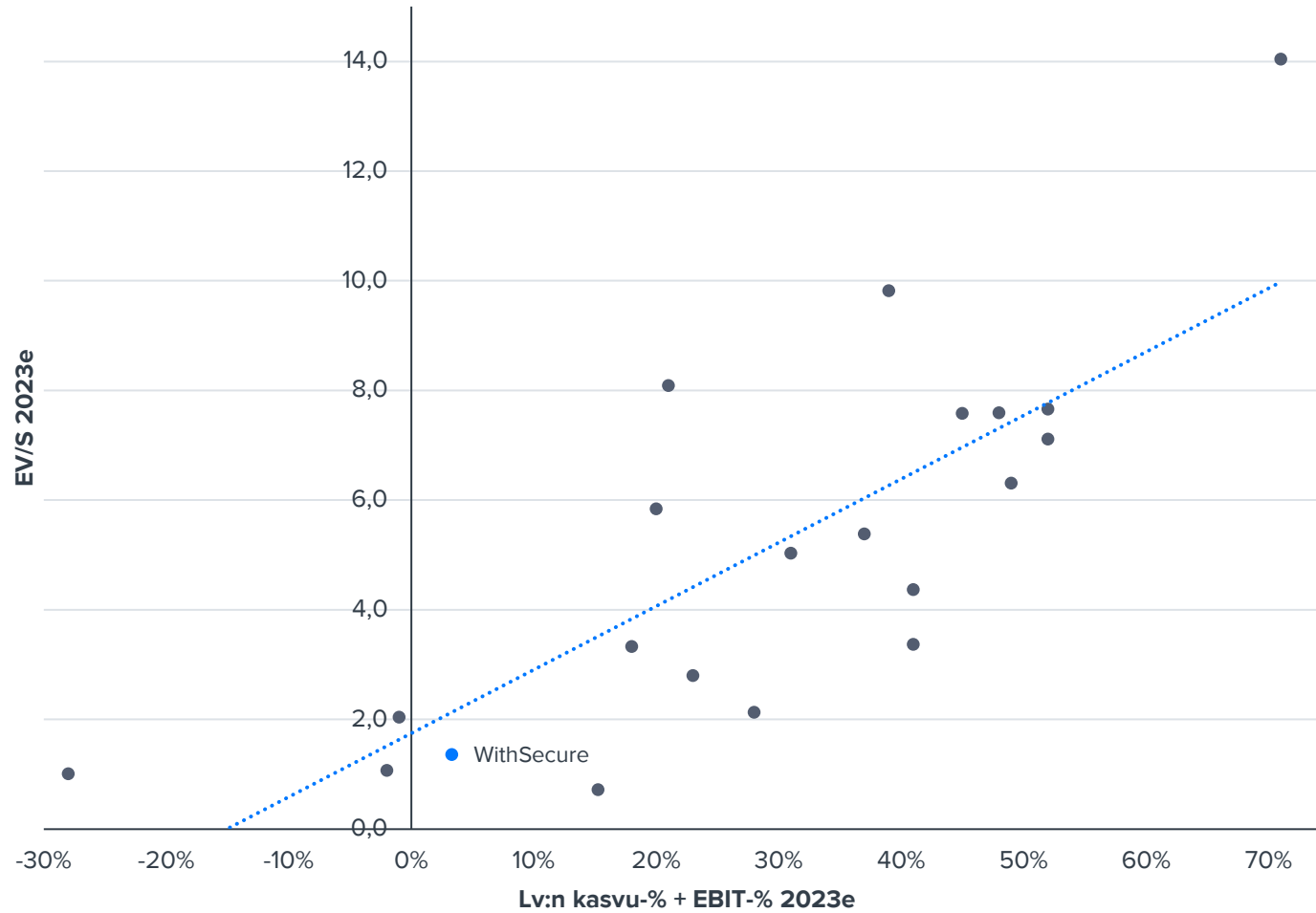
DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo WithSecurelle on 410 MEUR, eli 2,35 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 19 % ja kasvun 2,5 %. Käyttökatteella mitattuna kannattavuus vastaa 22 %:n marginaalia, mikä on hieman yli WithSecure'n keskipitkän aikavälin tavoitteen. Näemme yhtiöllä pitkällä aikavälillä hyvässä skenaariossa edellytyksiä myös jonkin verran parempaan kannattavuuteen ohjelmistoliiketoiminnan vahvan kasvun kautta, mutta tässä kohtaa pitkän aikavälin oletusten suhteen on syytä käyttää varovaisuutta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,3 %:iin. Mielestämme taso on nykyisessä kiristyneessä korkoympäristössä hyvinkin perusteltu ennustamaamme kasvuvauhtiin ja kannattavuusparannukseen peilattuna. Strategian edetessä ja kannattavuuden parantuessa näemme, että tuottovaatimuksessa voisi olla lievää laskupainetta. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 69 % velattomasta arvosta, mikä osaltaan kertoo suuren osan WithSecure'n arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevasta kassavirroista lisäten epävarmuutta. Olemme viereisessä kuvaajassa havainnollistaneet DCF-mallimme herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa.

DCF-arvon herkkyys tuottovaateelle



WithSecuren ja kyberturvayhtiöiden arvostus



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Trend Micro	6954	5251	18,1		13,5	12,5	3,4	3,1	18 %	9 %	19 %	
Rapid7	1603	2146	86,0	44,2	47,2	32,4	3,3	2,8	29 %	17 %	4 %	6 %
Fortinet	40174	39475	34,7	28,7	32,1	26,3	9,2	7,6	33 %	22 %	27 %	26 %
Cyberark	6021	5654					9,8	8,1	20 %	21 %	-3 %	0 %
Palo Alto Networks	50449	50323	50,5	38,2	44,0	31,6	9,5	7,6	31 %	25 %	19 %	20 %
Check Point Software	16357	14875	14,9	14,2	14,6	14,1	6,6	6,3	8 %	5 %	44 %	44 %
Qualys	4580	4190	23,1	21,1	20,0	18,4	8,9	7,7	19 %	16 %	38 %	36 %
NCC Group	750	848	15,4	12,9	12,3	10,5	2,4	2,1	13 %	11 %	15 %	17 %
Nixu	46	49	33,0	12,3	15,4	8,9	0,8	0,7	16 %	9 %	3 %	6 %
SecureWorks	613	451			45,6		0,9	1,0	-4 %	-14 %	0 %	-14 %
Tenable	4149	3973	64,9	44,0	50,8	37,1	6,1	5,0	27 %	20 %	9 %	11 %
SolarWinds	1337	2389	9,4	8,8	9,0	8,3	3,5	3,4	-11 %	3 %	37 %	38 %
Splunk	12286	14336		54,7		38,5	5,8	4,4	17 %	33 %	-16 %	8 %
Varonis Systems	2210	1688	67,3	56,5	45,7	35,2	3,7	3,3	22 %	12 %	6 %	6 %
Sumo Logic	878	571					2,5	2,0	20 %	22 %	-22 %	-23 %
Knowbe4	4199	3935	99,0	72,9	72,0	56,4	12,2	9,8	37 %	25 %	12 %	14 %
Darktrace	3145	2833	133,9	90,6	41,9	34,8	7,1	5,4	50 %	31 %	5 %	6 %
ForgeRock	1784	1492					7,2	5,8	22 %	24 %	-14 %	-4 %
Riskified	808	316					1,3	1,1	14 %	18 %	-18 %	-20 %
SentinelOne	4464	2854					14,8	7,1		108 %	-90 %	-56 %
Crowdstrike	31694	30183	180,0	94,9	137,8	77,2	21,9	14,0	67 %	56 %	12 %	15 %
WithSecure (Inderes)	264	202	-6,1	-12,9	-7,4	-34,4	1,5	1,3	4 %	14 %	-24 %	-10 %
Keskisarvo			59,3	42,4	40,1	29,5	6,7	5,2	22 %	23 %	4 %	7 %
Mediaani			42,6	41,1	41,9	31,6	6,1	5,0	20 %	20 %	6 %	7 %
Erotus-% vrt. mediaani							-75 %	-73 %				

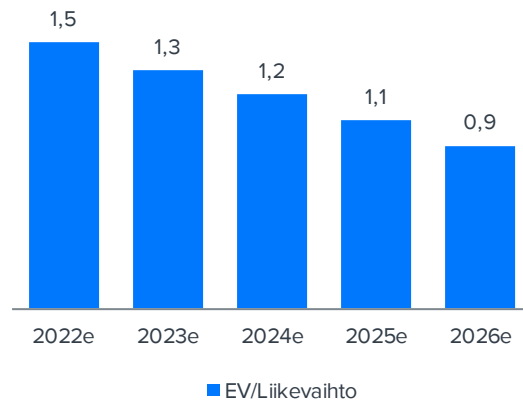
Lähde: Refinitiv / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	264	264	264	264	264
Yritysarvo (EV)	202	206	208	202	190
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	57,1	25,0
P/E	neg.	neg.	neg.	>100	32,3
P/Kassavirta	7,0	neg.	neg.	38,8	21,3
P/B	1,9	2,2	2,3	2,3	2,1
P/S	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,2	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	78,0	15,1	9,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	36,4	14,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



DCF-kassavirtalaskelma

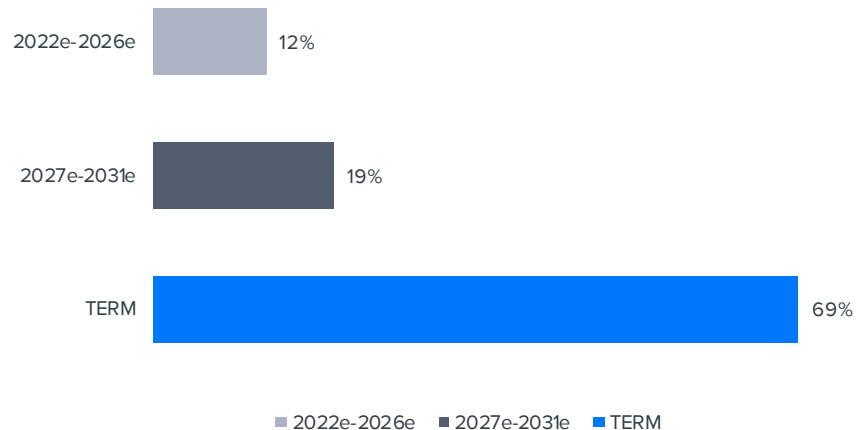
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-41,0 %	3,9 %	13,7 %	12,3 %	10,4 %	8,2 %	6,9 %	6,4 %	5,0 %	4,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-23,2 %	-29,4 %	-12,0 %	-4,4 %	1,7 %	5,2 %	8,7 %	12,1 %	15,0 %	17,0 %	19,0 %	19,0 %
Liikevoitto	-30,1	-39,7	-18,4	-7,6	3,1	10,7	19,2	28,3	36,9	43,5	49,8	
+ Kokonaispoistot	13,5	12,4	12,4	10,2	10,2	10,3	9,0	8,3	8,4	8,5	8,7	
- Maksetut verot	5,5	3,6	2,8	1,6	-0,6	-2,3	-4,2	-6,2	-8,1	-9,5	-10,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,6	-3,5	0,2	0,9	1,5	1,4	0,5	0,2	0,8	0,3	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-10,6	-27,3	-3,0	5,1	14,2	20,1	24,5	30,5	38,0	42,8	47,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,9	-1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	
- Bruttoinvestoinnit	-15,6	-10,8	-0,9	-7,8	-8,2	-8,5	-8,6	-8,7	-8,8	-9,0	-9,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-25,3	-39,4	-3,2	-2,0	6,8	12,4	16,7	22,7	30,1	34,7	39,5	
+/- Muut	0,0	77,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-25,3	37,6	-3,2	-2,0	6,8	12,4	16,7	22,7	30,1	34,7	39,5	595
Diskontattu vapaa kassavirta		37,3	-2,9	-1,6	5,2	8,6	10,6	13,2	16,0	16,9	17,6	265
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		386	348	351	353	348	339	329	315	299	283	265
Velaton arvo DCF		386										
- Korolliset velat		-28,4										
+ Rahavarat		52,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		410										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,35										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,10 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	119	147	146	134	130
Liikearvo	81,9	85,1	85,1	85,1	85,1
Aineettomat hyödykkeet	18,0	43,3	36,3	32,1	29,0
Käyttöomaisuus	14,1	12,7	9,9	8,4	8,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	6,6	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	4,0	4,1	6,0	6,0	6,0
Vaihtuvat vastaavat	103	109	103	104	105
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Myyntisaamiset	50,9	54,7	33,8	38,4	42,3
Likvidit varat	51,4	52,9	67,2	63,7	61,3
Taseen loppusumma	238	246	240	229	228

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	82,3	95,5	137	121	115
Osakepääoma	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Kertyneet voittovarot	79,6	87,8	52,6	36,5	30,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,2	6,1	83,1	83,1	83,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	50,6	45,7	30,9	31,7	32,4
Laskennalliset verovelat	1,3	1,9	1,9	1,9	1,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	23,9	17,6	4,0	4,0	4,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	25,3	26,3	25,0	25,8	26,5
Lyhytaikaiset velat	105	105	71,7	76,5	81,3
Lainat rahoituslaitoksilta	15,9	10,8	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	83,3	90,1	68,9	73,7	78,5
Muut lyhytaikaiset velat	5,7	4,2	0,8	0,8	0,8
Taseen loppusumma	238	246	240	229	228

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	130,0	135,0	153,6	EPS (raportoitu)	-0,15	-0,20	-0,09
Käyttökate	-16,6	-27,3	-6,0	EPS (oikaistu)	-0,13	-0,17	-0,08
Liikevoitto	-30,1	-39,7	-18,4	Operat. kassavirta / osake	-0,06	-0,16	-0,02
Voitto ennen veroja	-30,4	-40,7	-18,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,15	0,22	-0,02
Nettovoitto	-25,4	-35,2	-16,1	Omapääoma / osake	0,56	0,79	0,69
Kertaluontoiset erät	-3,3	-6,7	-2,4	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	246,2	239,8	229,4	Liikevaihdon kasvu-%	-41 %	4 %	14 %
Oma pääoma	95,5	137,2	121,2	Käyttökateen kasvu-%	-147 %	64 %	-78 %
Liikearvo	85,1	85,1	85,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-217 %	23 %	-52 %
Nettovelat	-24,6	-61,2	-57,7	EPS oik. kasvu-%	-234 %	30 %	-54 %
Kassavirta	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-12,8 %	-20,2 %	-3,9 %
Käyttökate	-16,6	-27,3	-6,0	Oik. Liikevoitto-%	-20,6 %	-24,4 %	-10,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,6	-3,5	0,2	Liikevoitto-%	-23,2 %	-29,4 %	-12,0 %
Operatiivinen kassavirta	-10,6	-27,3	-3,0	ROE-%	-28,6 %	-30,2 %	-12,4 %
Investoinnit	-15,6	-10,8	-0,9	ROI-%	-24,5 %	-29,7 %	-13,6 %
Vapaa kassavirta	-25,3	37,6	-3,2	Omavaraisuusaste	59,6 %	79,9 %	76,1 %
				Nettovelkaantumisaste	-25,8 %	-44,6 %	-47,6 %
Arvostuskertoimet	2021	2022e	2023e				
EV/Liikevaihto	5,9	1,5	1,3				
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.				
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.				
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.				
P/B	8,2	1,9	2,2				
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %				

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.2.2021	Vähennä	3,60 €	3,92 €
30.4.2021	Vähennä	3,80 €	4,09 €
15.7.2021	Vähennä	4,00 €	4,30 €
1.9.2021	Vähennä	4,60 €	4,79 €
22.10.2021	Vähennä	4,80 €	4,95 €
17.11.2021	Vähennä	5,30 €	5,46 €
20.1.2022	Lisää	4,80 €	4,36 €
18.2.2022	Lisää	4,80 €	4,24 €
28.4.2022	Lisää	5,60 €	5,21 €
6.6.2022	Lisää	5,60 €	4,98 €
<i>**Kuluttajatietoturva irtosi osakkeesta 1.7.2022**</i>			
2.7.2022	Vähennä	2,60 €	2,53 €
21.7.2022	Lisää	2,20 €	1,80 €
28.10.2022	Lisää	2,00 €	1,62 €
25.11.2022	Osta	2,00 €	1,51 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**