

# F-Secure

Yhtiöraportti

7/2019

# Hallittu kokonaisuus kestäväan kasvuun

Toistamme F-Securen lisää-suosituksen ja 2,9 euron tavoitehinnan. F-Secure tarjoaa mielestämme hyvin hallitun ja johdetun kokonaisuuden voimakasta kasvua tavoittelevaa investointivaiheessa olevaa liiketoimintaa (yritystietoturva) sekä vankoilta perustoilta rakennettua vakaata liiketoimintaa. Yhtiö on käynyt viimeisen 5 vuoden aikana läpi merkittävän murroksen kuluttajavetoisesta päätelaitteiden suojausyhtiöstä yrityspuolen kyberturvayhtiöksi. Murros on nyt edennyt viimeisen vuoden aikana selvästi kiihdytysvaiheeseen, kun F-Secure löysi strategiaan yhteensopivan yritystietoturvan ja strategian kannalta keskeiset uudet tuotealueet alkavat näkyä kasvun kiihtymisenä. Strategian edetessä nykyisillä urilla pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta houkuttelevana.

## Tietoturvyhtiö muuntautumassa kyberturvan ratkaisutoimittajaksi

F-Securelle on kehittynyt sen historian myötä vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvauhkien torjunnassa. Yhtiön päätelaitteiden suojaustuoteisiin painottuva liiketoimintamalli on hyvin vakaalla pohjalla sekä luonteeltaan hyvin jatkuva ja skaalautuva, mikä antaa yhtiölle hyvän perustan investoida kyberturvamarkkinan kasvualueille. Markkinan muutos uhkien torjunnasta niiden havainnointiin ja reagointiin on asettanut F-Securen kaltaiselle vakiintuneelle ja kuluttajaliiketoimintaan historiallisesti keskittyneelle toimijalle myös haasteita ja muutospaineen. F-Securen pitää muutokseen vastataksaan yhä kehittää ja yhtenäistää sen tuote- ja palvelutarjontaa sekä siirtää painopistettä keskiuuriin ja suuriin yrityksiin.

## Arvonluonti tapahtuu yritystietoturvan kasvulla

F-Secure näkee nykyisessä markkinatilanteessa parhaan arvonluontipotentialin voimakkaassa liikevaihdon kasvussa yritystietoturvan markkinoilla. F-Securen yritystietoturvan nykyiset tuotteet ja palvelut (2019e: 57 % liikevaihdosta) ovat käsityksemme mukaan hyvin kilpailukykyisiä ja viime vuosina laajentunut tarjonta luo ristiinmyyntimahdollisuuksia, mutta yhtiön on vielä investoitava tuoteportfolion yhtenäistämiseen sekä myyntikanaviin. Kuluttajaliiketoiminnassa (43 % liikevaihdosta) yhtiö tavoittelee vakaata kasvua ja vahvaa kannattavuutta. F-Secure investoi strategiassaan merkittävästi yrityspuoleen tavoitellen yli 15 %:n vuosikasvua pitäen samalla konsernitason kannattavuuden positiivisena kuluttajaliiketoiminnan avulla.

## Toimialan kasvunäkymät erinomaiset, mutta alalla myös ylikuumenemisen merkkejä

Kyberturvayhtiöt ratkaisevat yhtä digitalisoituvan yhteiskunnan suurinta ongelmaa, minkä takia markkinan kysyntäfundamentit ovat isossa kuvassa erinomaisia. Globaali kyberturvallisuuden markkina on tänä vuonna kooltaan noin 124 mrd. dollaria ja kasvaa noin 10 % vuosittain. F-Securen liiketoiminta painottuu vielä yleistä markkinaa hitaammin kasvaville vakiintuneille tuotealueille, mutta erittäin nopeasti kasvavien havainnointi- ja reagointituotteiden sekä nopeasti kasvavien kyberturvapalveluiden osuus yhtiön liiketoiminnasta kasvaa jatkuvasti strategian edetessä. Sijoituskohteena kyberturvasectori on sen kasvunäkymistä huolimatta muuttumassa haastavaksi. Näemme riskin, että sektorin nykyiset osittain hyvin korkeat arvostustasot eivät ole kestäviä, kun kilpailupaine lisääntyy alaan viime vuosina kohdistuneen investointiaallon jälkeen.

## Arvostuksessa nousuvaa strategian edetessä oikeilla urilla

F-Securen osakkeen arvostus (2019e EV/Liikevaihto 1,9x) on kyberturvasectorin kontekstissa ja yhtiön historialliseen arvostustasoon nähden matala. Arvostus nojaa paljon yritystietoturvan kasvuvauhtiin, minkä osalta markkinan luottamus ei ole vielä täysin palautunut viime vuoden kasvupettymysten jälkeen. Ensimmäiseltä vuosipuoliskolta yhtiö on näyttänyt kiihtyvää kasvua ja arviomme tämän heijastuvan asteittain luottamuksen palautumisena ja osakkeen arvostuksessa, kun yhtiö jatkaa kasvuaan odotusten mukaisilla urilla. Myös osien summa -laskelmamme perusteella osakkeessa on nousuvaa yhtiön strategian edetessä suunnitelmien mukaan tulevina vuosina.

## Analytikot



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



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

## Suositus ja tavoitehintaa

### Lisää

(aik. Lisää)



**2,90 EUR**

(aik. 2,90 EUR)

Osakekurssi: 2,55 EUR

Potentiaali: 13,9 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

"Yritystietoturvan liikevaihdon odotetaan kasvavan yli 30% verrattuna vuoteen 2018. Kuluttajaliiketoiminnan liikevaihdon odotetaan pysyvän noin vuoden 2018 tasolla. Oikaistun käyttökatteen odotetaan olevan yli 21 MEUR sisältäen IFRS 16:n vaikutus."

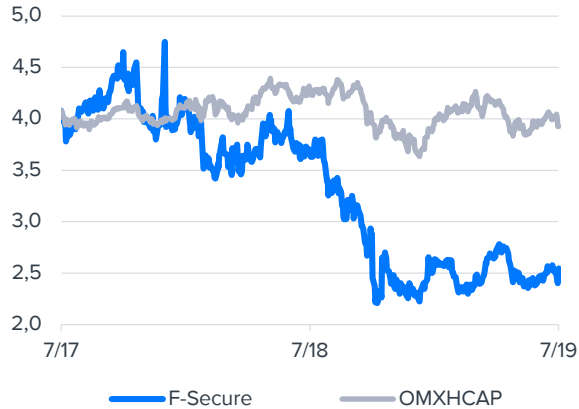
## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	191	221	238	258
<b>kasvu-%</b>	12 %	16 %	8 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	10,6	9,2	17,4	27,8
<b>EBIT-% oik.</b>	5,6 %	4,2 %	7,3 %	10,8 %
<b>Nettotulos</b>	0,8	4,5	9,5	17,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,04	0,04	0,08	0,13

<b>P/E (oik.)</b>	52,6	72,0	33,0	20,0
<b>P/B</b>	5,5	5,7	5,0	4,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	1,2 %	2,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	35,2	44,9	23,5	14,3
<b>EV/EBITDA</b>	27,1	13,1	13,7	10,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,0	1,9	1,7	1,5

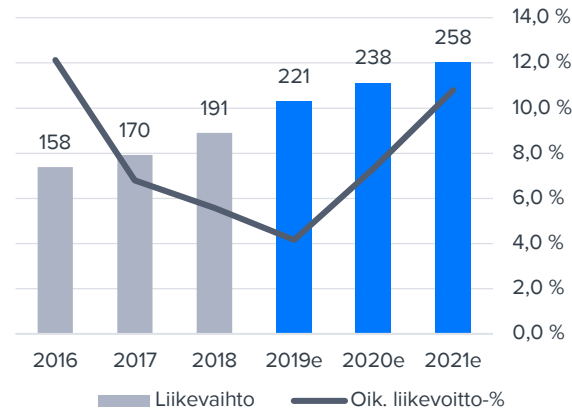
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



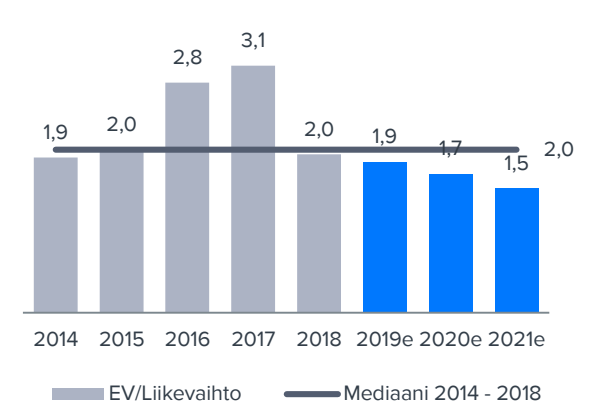
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Arvostus



MCAP  
**401**  
MEUR

EV  
**413**  
MEUR

EV/S  
**1,9x**  
2019e

EV/S  
**1,7x**  
2020e

### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Sektorin arvostustasot korkeita, F-Securen liikevaihtokerroin sektoriin nähden matala
- F-Securen tietoiset kasvupanostukset rasittavat tulosta
- Liikevaihdon kasvunopeus tärkein arvoajuri osakkeelle
- Näemme osakkeessa nousuvaraa strategian edetessä suunnitellusti

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-13</b>
Sijoitusprofiili	<b>14-16</b>
Toimiala	<b>17-22</b>
Kilpailu	<b>23-24</b>
Strategia	<b>25-27</b>
Historiallinen kehitys	<b>28-30</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>31-36</b>
Taulukot	<b>37-40</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>41</b>

# F-Secure lyhyesti

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

**1988**

Perustamisvuosi

**1999**

Listautuminen

**190,7 MEUR (+12 % vs. 2017)**

Liikevaihto 2018

**+20 % 2015-2018**

Yritystietoturvan liikevaihdon keskimääräinen kasvu

**17,4 MEUR (9,1 % lv:sta)**

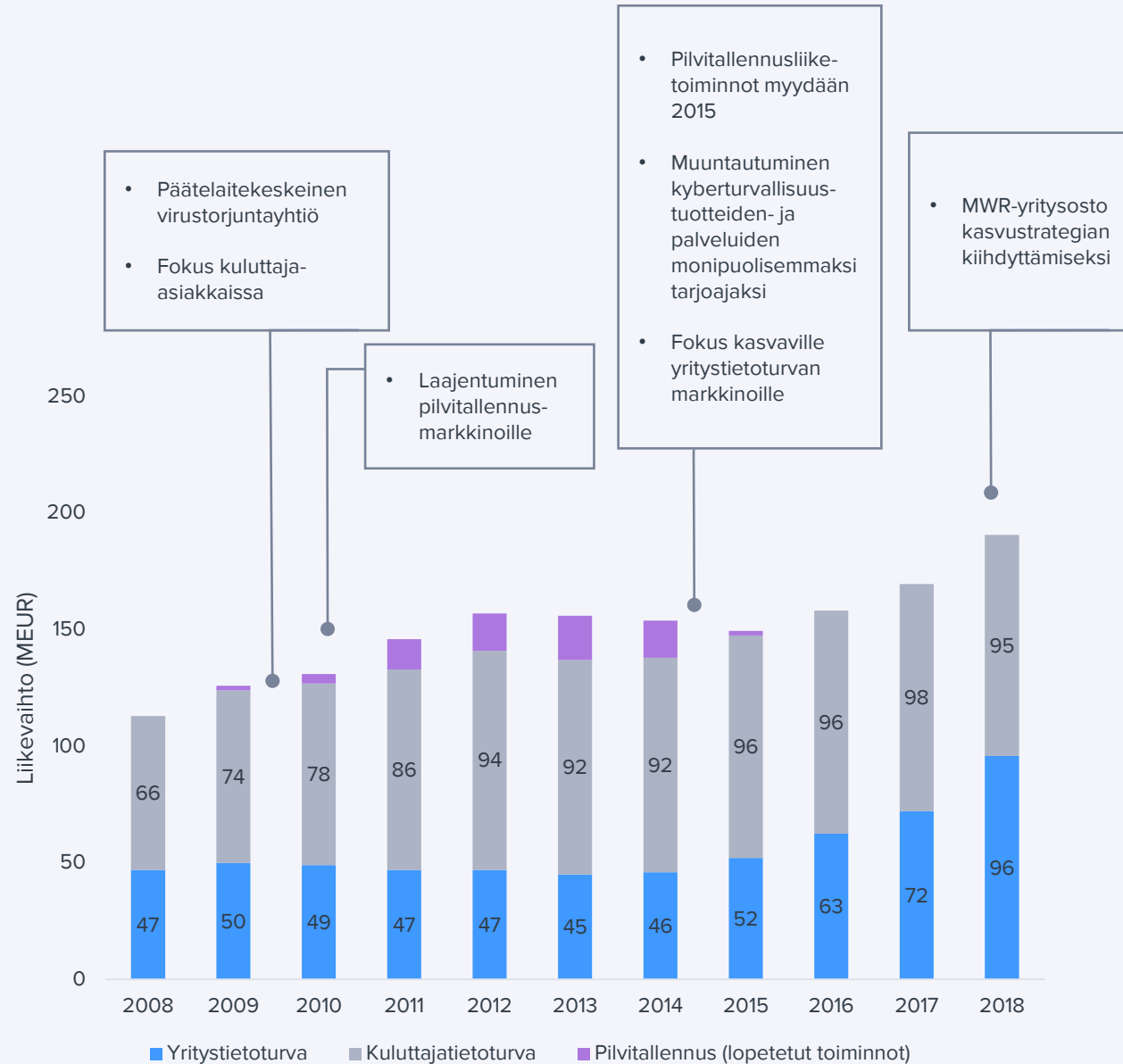
Oik. käyttökate 2018

**1666**

Henkilöstö 2018 lopussa

**49,7 % / 50,3 %**

Kuluttaja / yritystietoturvan osuus liikevaihdosta 2018



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Yhtiökuvaus

### Kyberturvallisuuteen keskittynyt ohjelmistoyhtiö

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

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

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

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

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

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

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



## Markkinan muutos

### Ennen

- Massavirukset
- Ennaltaehkäisy
- Tietoturva on teknologiaa
- Pistemäiset ratkaisut

### Nyt

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



## F-Securen muutos

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

## Liiketoimintamalli

### Kaksi liiketoiminta-aluetta

Tänä päivänä F-Securen liiketoiminta koostuu yritysten tietoturvaluotteiden -ja palveluiden sekä kuluttajien tietoturvaluotteiden kehittämisestä, tarjoamisesta ja myynnistä. Vuonna 2018 yhtiön liikevaihto oli 191 MEUR ja oik. käyttökate 17,4 MEUR. Yritystietoturvan osuus yhtiön liikevaihdosta oli 50 % ja kuluttajatietoturvan 50 %. Yrityspuolella yhtiön kasvu on voimakasta ja kuluttajapuolella vakaata. Liikevaihto on luonteeltaan hyvin jatkuvaa ja perustuu eripituisiin vuosilisensseihin ja kasvavassa määrin SaaS-kuukausimaksuihin. Maantieteellisesti yhtiön painopiste on Euroopassa. Pohjoismaiden osuus yhtiön liikevaihdosta oli 35 % ja muun Euroopan osuus 44 % vuonna 2018. Loppuosa liikevaihdosta tuli Pohjois-Amerikasta (9 %) ja muualta maailmasta (11 %). Yhtiö työllisti 1666 henkilöä vuoden 2018 lopussa, joista 1045 työskenteli myynnissä ja markkinoinnissa (sisältää konsultit ja asiakastuen), 437 tuotekehityksessä ja 184 hallinnollisissa tehtävissä.

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

### Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

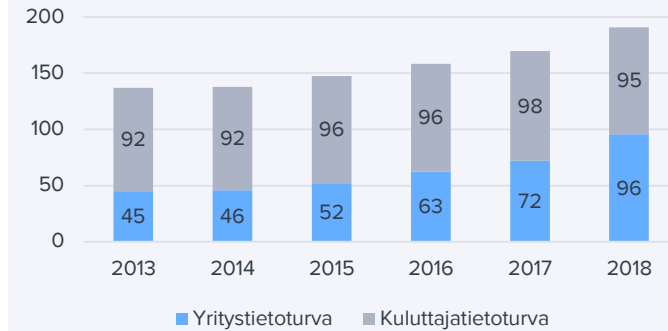
F-Secure panostaa tällä hetkellä voimakkaasti

yritystietoturvan liikevaihdon kasvattamiseen ja yhtiö on lisännyt viime vuosina reilusti resurssejaan myynnin ja markkinoinnin osalta. Myynnin ja markkinoinnin kustannukset olivat 95 MEUR vuonna 2018 eli noin 50 % liikevaihdosta.

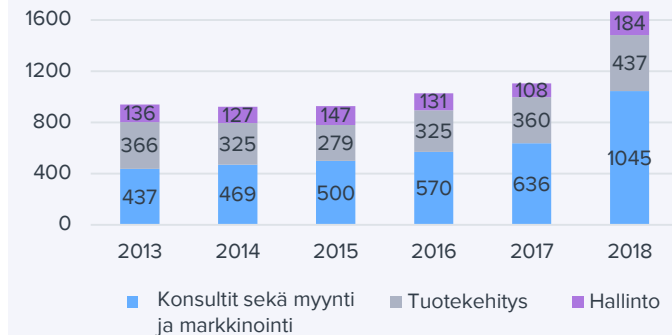
Yritystietoturvan tuotteita F-Secure myy kattavan jälleenmyyjäverkostonsa kautta, johon kuuluu globaalisti yli 6000 IT-palvelukumppania. Yhtiön oman myyntiorganisaation tehtävänä on tukea ja palvella tuotteiden jälleenmyyjä sekä kehittää ja kasvattaa tätä verkostoa yritystietoturvaluotteiden kasvun kiihdyttämiseksi.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

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

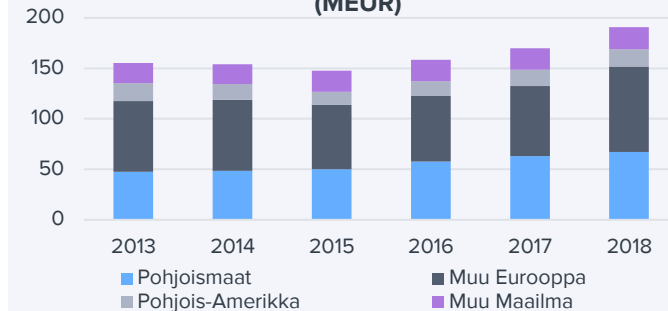
### Liikevaihdon jakauma (MEUR)



### Henkilöstön lukumäärä ja jakauma



### Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti (MEUR)



Lähde: Inderes

## Kumppanit



IT-palvelukumppanit



Operaattorit



Vähittäismyyjät

## Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja markkinointi



F-Secure Labs - tutkimuskeskus



## Resurssit

Pitkän linjan tietoturvaosaaminen



Kyberturvateknologiat- ja ohjelmistot



Laaja jälleenmyyjäverkosto



Vahva brändi, etenkin Euroopassa



## Liiketoimintaidea

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



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

## Myyntikanavat

### Yritystietoturva

IT-jälleenmyyjät:  
+6000 kumppania



### Kuluttajatietoturva

+200 operaattoria  
Vähittäismyyjät



Oma verkkokauppa



## Asiakassegmentit



Suuret yhtiöt ja julkisyhteisöt



Pienet ja keskiuuret yhtiöt



Kuluttajat

## Tuotteet

### Ratkaisut uhkien estämiseen (EPP)

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

*Merkittävä tuotealue, vakaa kasvu*

### Ratkaisut uhkien ennakointiin

- Radar ja phishd

*Pieni tuotealue*

### Ratkaisut uhkien havaitsemiseen ja niihin reagoimiseen

- Rapid Detection & Response (EDR)
- Rapid Detection & Response Service (MDR)
- Countercept (MDR)

*Vielä kohtuullisen pieni tuotealue, erittäin vahva kasvu*

### Kyberturvallisuuspalvelut

- Korkealaatuisia konsultointipalveluita kaikilla kyberturvallisuuden osa-alueilla

*Suuri painoarvo liiketoiminnassa, vahva kasvu*

### Kuluttajatietoturva

- Safe, Freedom, Key ja Sense

*Merkittävä tuotealue, vakaa kasvu*

## Kustannusrakenne (2018)



Materiaalit ja palvelut  
(20,6 %)\*



Myynti ja markkinointi  
(49,8 %)\*



Tutkimus ja tuotekehitys  
(18,7 %)\*

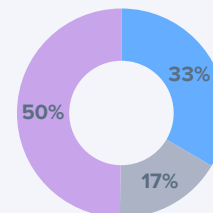


Hallinto  
(9,6 %)\*

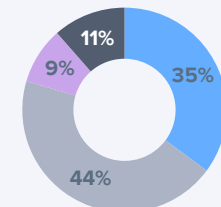
1666 hlö (2018)  
-188,4 m€ (2018)

## Tulovirrat (2018)

Liikevaihto 190,7 m€  
Oik. EBITDA 17,4 m€ (2018)



- Yritystietoturva (tuotteet)
- Yritystietoturva (konsultointi)
- Kuluttajatietoturva



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



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

## Tuotekehitys

F-Securen tuotekehitysmenot vuonna 2018 olivat 36 MEUR ja vastasivat noin 19 % liikevaihdosta. Yhtiö panostaa tuotekehityksessään erityisesti yritystietoturvan nykyisten havainnointi- ja reagointituotteiden (MDR ja EDR) ominaisuuksien kehittämiseen. Tärkeä kehittämiskohde on myös tuoteportfolion parempi yhteensovittaminen, jotta yrityksille pystytään tarjoamaan kokonaisvaltaisempia tietoturvaratkaisuja. Kuluttajatietoturvassa päätelaitteiden suojaustuotteisiin tuotekehitysinvestoinneissa ei ole nousupaineita, mutta yhtiö investoi kuluttajapuolella myös tietyille uusille tuotealueille (kuten Sense-tietoturvareitit).

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

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

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

## Yritystietoturva

F-Securen yritystietoturvan liiketoiminta koostuu tuoteliiketoiminnasta, hallinnoiduista palveluista, joissa tuote ja palvelu yhdistyvät sekä puhtaasta palveluliiketoiminnasta. Vuonna 2018 tuoteliiketoiminnan osuus yritystietoturvan liikevaihdosta oli 67 % ja konsultoinnin 33 %. Tuoteliiketoiminta skaalautuu erinomaisesti monistettavuuden ansiosta. Myös hallinnoidut palvelut (MDR) skaalautuvat hyvin pitkässä juoksussa. Konsulttiliiketoiminnassa yhtiö keskittyy pääasiallisesti korkeimman osaamistason palveluiden toimittamiseen. Siirtymä ”kyberturvasta teknologiana” kohti ”kyberturvaa prosessina” hämärtää jatkuvasti tuotteiden ja palveluiden rajaa F-Securella. Käymme seuraavaksi läpi yhtiön tärkeimmät tuotteet.

### Päätelaitteiden suojaustuotteet (EPP)

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

Perinteisesti suurin osa kokonaisvolyymista on määräaikaista lisenssejä, joiden uusimisasteet ovat käsityksemme mukaan olleet jatkuvasti hyvällä tasolla. Markkinalla on kuitenkin voimistuva siirtymä kohti jatkuviin kuukausilisensseihin pohjautuvia toimituksia.

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

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

## Rapid Detection & Response Service (RDS)

RDS on vuonna 2016 markkinoille tuotu F-Securen ensimmäinen tuote vastaamaan tietoturvamarkkinoilla tapahtuvaan ”paradigma-muutokseen”, missä pelkästä haittaohjelmien ja tietomurtojen ennakoivasta torjunnasta ollaan siirtymässä suojauksesta läpipäässeiden tietoturvahälytysten nopeaan havainnointiin ja niihin reagoimiseen. RDS on luonteeltaan hallinnoitu palvelu (MDR, Managed Detection & Response), missä teknologialla on iso rooli.

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

RDS soveltuu yrityksille, joiden tietoturvan vaatimustaso on korkea ja kohderyhmänä ovatkin yli 1000 henkilön yritykset. Sopimusten kokoluokat ovat sadan tuhannen euron tasolla ja

suurimmissa asiakkuuksissa selvästi korkeampia. RDS on yhtiön liiketoiminnassa painoarvoltaan vielä pieni sen ollessa melko uusi tuote, mutta sopimusten suurten kokoluokkien ansiosta sen merkitys yritystietoturvan kasvuun on jo merkittävä. F-Secure on onnistunut jo hankkimaan RDS:n piiriin asiakkaita mm. pankki-, media-, energia ja IT-alalta. Suurimpana haasteena näkemyksemme mukaan on se, että RDS:n kohderyhmä on suurempien yritysten kokoluokassa, missä F-Securella ei ole vielä vahvaa kumppani- ja jakeluverkostoa.

F-Securen kilpailijat tässä tuotekategoriassa tulevat pääosin USA:sta ja pääkilpailijoihin lukeutuvat CrowdStrike, Carbon Black, Cybereason ja Rapid7. F-Securen mukaan se erottuu kilpailijoista edukseen antiviruspuolelta tulevan vahvan teknologisen kyvykkyyden avulla, jonka ansiosta RDS:n kyberhyökkäysten havainnointikyky on erittäin hyvällä tasolla. Lisäksi Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoita vastaan siitä, että geopolittiset tekijät saattavat painaa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa.

## Countercept

Countercept siirtyi F-Securen tuoteportfolioon MWR-yrityskaupan myötä ja se on toimintalogiikaltaan RDS:n kaltainen hallinnoituna palveluna tarjottava kohdennettujen uhkien tunnistamiseen ja niihin vastaamiseen tarkoitettu ratkaisu. Erityisesti havaittujen uhkien reagointiin ja käynnissä olevien kohdennettujen kyberhyökkäysten vastaisessa taistelussa Counterceptin teknologia erottuu edukseen.

Countercept on tarkoitettu keskisuurten ja suurten

asiakkaiden joukossa suurimmille yhtiöille ja sopimusten koot liikkuvat sadoissa tuhansissa euroissa vuositasona. Kilpailukenttä tuotteelle on pitkälti sama kuin RDS-tuotteen osalta.

F-Secure integroi parhaillaan RDS:ää ja Counterceptia yhdeksi yhtenäiseksi MDR-kokonaisratkaisuksi, mistä asiakas voi valita tarvitsemansa moduulit kyberturvatarpeidensa mukaan. Integraatio on vaativa ja aikaa vievä prosessi ja on aikaisintaan valmis vuoden 2019 lopussa. Tällä hetkellä Counterceptia ja RDS:ää myydään vielä itsenäisinä tuotteina. Integraation valmistuessa F-Securen MDR-tuotetarjoonnan pitäisi olla erittäin kilpailukykyinen.

F-Securen odotukset MDR-tuotteiden (RDS ja Countercept) osalta ovat korkeat ja niiden myynnin onnistumisella on merkittävä vaikutus yritystietoturvan kasvuun sopimusten suuren kokoluokan vuoksi. F-Secure näkee kasvumahdollisuuksia tällä tuotealueella vielä useaksi vuodeksi ja yhtiö panostaa tulevina vuosina merkittävästi myyntiin, mikä painaa kannattavuutta. Kasvuvaiheen jälkeen tuotteilla on potentiaalia erinomaiseen kannattavuustasoon vahvan asiakaspidon tuodessa liikevaihtoon jatkuvuutta ja palvelukomponentin skaalautuessa liikevaihdon kasvun mukana.

## Radar ja phishd

Uhkien ennakointiin F-Securelta löytyy kaksi tuotetta, joiden painoarvo yritystietoturvan liikevaihdosta on käsityksemme mukaan pienehkö. Haavoittuvuuksien hallintaratkaisu Radarin avulla pystytään selvittämään yritysten tietoturvassa olevia heikkoja kohtia. Radar siirtyi F-Securelle vuoden 2015 nSense-yritysostonsa myötä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

MWR-kaupassa yhtiölle siirtynyt phishd puolestaan on käyttäytymisen hallinta-alusta, jolla voidaan estää verkkourkintaa. Isossa kuvassa F-Secure kohtaa näissä molemmissa tuotteissa pääasiallisesti näihin segmentteihin keskittyneitä suuria kilpailijoita, eikä yhtiön pääfokuksessa ole lähteä kilpailemaan suoraan näitä vastaan. F-Secure näkeekin Radarin ja phishdin potentiaalin olevan niiden toiminnallisuuksien integroinnissa yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteisiin. Tällöin yhtiö voisi saada kilpailuetua muita antiviruslähtöisiä kilpailijoita vastaan, joilta ei löydy vastaavia kyvykkyyksiä EPP-tuotteistaan.

## Rapid Detection & Response (EDR)

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

EDR toimii lisäkyvykkyutenä yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) päällä ja markkinoilla tämä tuotealue on yhdentymässä EPP-tuotteiden kanssa. F-Secure on suunnitellut oman EDR-tuotteensa niin, että se toimii yhteensopivana myös kilpailijoiden EPP-tuotteiden kanssa. Tämä erottaa F-Securea kilpailussa ja helpottaa osaltaan tuotteen myyntiä myös niille tahoille, joilla ei ole F-Securen EPP-tuotetta. Suurin potentiaali EDR:n osalta on myydä tuotetta F-Securen olemassa olevalle laajalle EPP-asiakaskunnalle.

EDR:n toimintaperiaate on hyvin samanlainen kuin

RDS:n, mutta tuotteen havaitessa poikkeaman yrityksen verkossa, tieto menee automaattisesti yrityksen IT-vastaavalle. Tuote myös antaa IT-vastaavalle toimintaohjeita tietoturvaan reagoimiseksi. Tuote sopii kaikenkokoisille yrityksille, mutta pääkohderyhmä ovat pienet ja keskiuuret yritykset. Tuotteen avulla loppuasiakkaalla tai jälleenmyyntikumppanilla on myös mahdollisuus lähettää havaitun poikkeavan tapahtuman tiedot F-Securen MDR-palvelukeskukseen, jossa F-Securen asiantuntijat auttavat asian ratkaisemisessa. Vaikka EDR on lähtökohdiltaan puhdas ohjelmistotuote, niin tämän ominaisuuden myötä se tuo F-Securelle myös palveluliikevaihtoa.

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

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

nähdessä.

## Kyberturvallisuuspalvelut

F-Secure tarjoaa suuryrityksille ja muille kriittisiä IT-järjestelmiä omistaville tahoille kyberturvakonsultointia kaikilla kyberturvallisuuden osa-alueilla. F-Securen konsultointiliiketoiminnan fokus on kaikista vaativimmissa tietoturvaongelmissa, mutta palveluvalikoima on laajentunut viime vuosien aikana yritysten yhä useammin halutessa kyberturvallisuuspalveluissa laajempia kokonaisratkaisuja. Konsultointiliiketoiminnan laajuus kasvoi myös merkittävästi MWR-yrityksoston myötä ja F-Securella työskentelee jo yli 300 asiantuntijaa konsultoinnin parissa.

Kysyntä konsultointipalveluille on vahvaa ja kasvua rajoittaa jatkuvasti osaajien saatavuus. F-Securella on jo satoja suuryritysassiakkaita konsultointipalveluiden piirissä. Konsultoinnin liikevaihto vuonna 2018 oli 32 MEUR, mikä vastaa 33 % yritystietoturvan liikevaihdosta. H1'19:llä, kun MWR-kauppa näkyi täysimääräisesti numeroissa, konsultoinnin liikevaihto oli 23,7 MEUR ja osuus yritystietoturvan liikevaihdosta 40 %. Konsultointi on vielä enimmäkseen projektivetoista liiketoimintaa, mutta yhtiö pyrkii jatkuvasti solmimaan jatkuvia konsultointisopimuksia asiakkaidensa kanssa.

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

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

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

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

## Kuluttajatietoturva

### Tuotteet

F-Securen tuotteita käyttävät miljoonat kuluttaja-asiakkaat ympäri maailman. Yhtiön tämänhetkisen tuotevalikoiman tärkeimmät tuotteet ovat: 1) päätelaitteiden suojaustuote F-Secure Safe, 2) yksityisyyden suojaustuote F-Secure Freedom, 3) salasanojen hallintatuote F-Secure Key ja 4) kodin kaikki älylaitteet suojaava tietoturvaritit F-Secure Sense.

Suurin osa kuluttajatietoturvan liikevaihdosta tulee päätelaitteiden suojaustuotteiden myynnistä (Safe). Freedom:n ja Key:n myynti on ollut viime

vuosina kasvussa, mutta arviomme mukaan niiden vaikutus kuluttajatietoturvan liikevaihtoon on vielä vähäinen verrattuna Safe:en. Yhä useammat asiakkaat vaihtavat kuitenkin tilaustaan uusiessaan yhdistelmäratkaisu Total:iin, joka sisältää sekä Safe:n että Freedom:n. Tämä tuotteiden paketointi on kuluttajatietoturvalle keskeinen myynnin kasvujuri.

Kesäkuussa 2017 markkinoille tullut Sense ei ole vaikuttanut merkittävästi kuluttajatietoturvan liikevaihtoon vielä vuosina 2017-2018, mutta yhtiö näkee kasvavaa kiinnostusta tuotteelle älylaitteiden jatkuvasti yleistyessä kodeissa. Odotukset tuotteen osalta ovat kuitenkin vielä varovaisia, koska markkina tuotteelle on hyvin alkuvaiheessa. Potentiaalisin reitti SENSEN laajempaan kaupalliseen levikkiin on SENSEN tarjoaminen ohjelmistona, joka voidaan asentaa kolmansien osapuolten reitittimiin. Vuoden 2018 lopussa yhtiö solmi ensimmäiset sopimukset operaattorien kanssa tällä saralla. Lyhyellä aikavälillä SENSEstä ei kuitenkaan ole luvassa liikevaihdon kasvun ajuria, mutta se tarjoaa pidemmällä aikavälillä onnistuessaan selvää kasvupotentiaalia kuluttajatietoturva-segmentille.

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

### Operaattorikanava

F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa

operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja sen operaattoriverkosto on ylivoimaisesti laajin muihin tietoturvyhtiöihin verrattuna. Verkostoon kuuluu tällä hetkellä noin 200 operaattoria. Kuluttajatietoturvassa operaattorit myyvät F-Securen tuotteita osana omia jatkuvia tietoturvapakettejaan. F-Secure saa operaattorikanavan kautta laajan jakelun ja volyymin tuotteilleen ja tätä kautta tuotteiden monistettavuus ja skaalautuvuus mahdollistavat hyvän kannattavuuden, vaikka operaattorit ottavatkin suhteellisen ison osuuden tuotteiden bruttomyyntistä heidän hoitaessa pääosan tuotteiden markkinoinnista. Operaattoreille yhteistyö F-Securen kanssa on myös hedelmällistä, sillä tarjoamalla tietoturvapaketteja laajakaistaliittymien yhteydessä operaattorit ovat kannattavan lisämyynnin lisäksi pystyneet parantamaan liittymiensä asiakaspysyvyyttä ja asiakastytyväisyyttä. Mielestämme F-Securen tuotteen menestys operaattoreissa perustuukin juuri siihen, että se ratkoo operaattoreille kahta niiden liiketoiminnan ydinongelmaa (keskihinta ja asiakasvaihuvuus).

### Suoramyyntikanava

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

# F-Securen liiketoimintamalli

Jaettu teknologia ja tuotekehitys 

Virustorjunta-laboratorio



Hallinnointi-palvelu (yritykset)







Analytiikka- ja monitorointialusta



## Kuluttajatietoturva

50 % liikevaihdosta 2018

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

## Tuotteet

33 % liikevaihdosta 2018

Pöytälaitteiden suojaus (EPP)

Pöytälaitteiden havainnointi- ja reagointi (EDR)

Uhkien ennakointi (Radar ja phishd)

Hallinnoitu havainnointi ja reagointi (RDS ja Countercept)

## Yritystietoturva

## Konsultointi

17 % liikevaihdosta 2018

Operaattorit

Jälleenmyyjät ja verkkokauppa

Jälleenmyyjät

IT-palvelukumppanit

IT-integraattori/  
suoramyynti  
(palvelut)

Uhkavainnointi ja sensoridata miljoonista käytössä olevista tuotteista



Kuluttajat

Kuluttajat

Pienyritykset  
(25-200)

Keskisuuret  
(200-5000)

Suuryritykset  
(>5000)

Tuotemyyntiä  
(jälleenmyynti/tulonjako  
operaattorin kanssa)

Tuotemyyntiä

Tuotemyyntiä

Tuote- ja  
palvelumyyntiä

Tuote- ja  
palvelumyyntiä

# Sijoitusprofiili

## Kasvu yritystietoturvasa luo arvoa

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

F-Securen omana tavoitteena on tasapainoilla jatkuvasti kasvupanostusten ja kannattavuuden välillä sen mukaan, mikä on omistaja-arvolle optimaalista. Lähestymistapa on mielestämme järkevä, mutta omistajille vaikea tulkita. Osaketta ei voida suoraan hinnoitella yksittäisellä menetelmällä tai arvostuskertoimella, vaan arvonmuodostusta on katsottava osana suurempaa kokonaisuutta. Mielestämme yhtiön arvonmuodostuksen keskeisimmät ajurit ovat (yritystietoturvan) kasvunopeus sekä koko yhtiön liikevoitto-%, eli vahva kasvunopeus kompensoi

heikkoutta kannattavuudessa ja toisinpäin. Tällä hetkellä osakemarkkina arvottaa kasvunopeutta hyvin korkealle ja se nähdään keskeisenä arvoajurina, sillä kyberturvamarkkinan nähdään olevan voimakkaan kasvun kynnyksellä ja toimijoille on tärkeää paaluttaa nyt markkinaa.

## Vahvuudet ja ajurit

Näkemyksemme mukaan F-Securen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **MDR/EDR-tuotteiden kasvu** on arvonmuodostuksen kannalta keskiössä, sillä näiden tuotteiden markkina on vielä hyvin alkuvaiheessa, se kasvaa erittäin nopeasti ja markkinaosuuksia jaetaan nyt. Näillä nopeasti kasvavilla tuotealueilla operoivia yhtiöitä hinnoitellaan paikoitellen erittäin korkeilla arvostuskertoimilla.
- **Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli** mahdollistaa erinomaisen kannattavuuden yhtiön nykyisen investointivaiheen onnistumisen jälkeen.
- **Tuotetarjoaman yhtenäistämisen onnistuminen** mahdollistaisi yhtiön siirtymän arvoketjussa entistä paremmin kohti suurempia asiakkaita ja kiihdyttäisi yritystietoturvan kasvua. Yhtenäisempi tuoteportfolio toisi yhtiölle myös kilpailuetua.
- **Uudet tuotealueet**, kuten kuluttajapuolen Sense-tietoturva-erittin voivat tarjota yhtiölle merkittävää skaalautuvaa kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä.
- **Vakaa ja etabloitunut asema päätelaiteiden suojauksessa** antaa yhtiölle hyvät resurssit

laajentaa F-Securen ydinosaamista ja teknologiaa uusiin segmentteihin sekä myydä uusia ratkaisuja nykyiseen asiakaskuntaan.

## Keskeiset riskit

- **Toimiala on potentiaalisesti yli-investoitu**, mikä voi johtaa merkittävään kilpailun lisääntymiseen lähivuosina. Uusien toimijoiden kultaryntäys voi johtaa siihen, että voimakkaasti kasvavasta markkinasta huolimatta leipää ei riitä jaettavaksi kaikille.
- **Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen** vaikuttaisi todennäköisesti negatiivisesti myös F-Securen osakkeelle markkinoilla hyväksytyyn arvostustasoon.
- **Kuluttajatietoturvan kilpailu-uhka ja liikevaihdon heikko kasvu** ilmaisten antivirusohjelmistojen vuoksi. Näistä jo vuosia pinnalla olleista uhkakuvista huolimatta kuluttajatietoturva vaikuttaa pysyvän hyvin elinvoimaisena liiketoimintana.
- **Myyntikanavat yritystietoturvasa** keskisuurten ja suurten yritysten markkinaan ovat vielä rakennusvaiheessa. Ilman sopivia kumppaneita yhtiön on haastavaa yltää kasvatavoitteisiinsa.
- **Transformaatio kyberturvayhtiöksi on vielä osittain kesken**. Muutos vaatii yhtiöltä vielä tuoteportfolion kehittämistä, MWR-kaupan integraatiotyötä ja yhtenäistämistä sekä myyntipanostuksia, mitkä rasittavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. F-Secure ei myöskään brändinä mielletä vielä vahvasti yritystietoturvaratkaisujen taloksi.

# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva kasvuhakuisuus  
yrittäjätietoturvassa**

2.

**Kuuma ja kasvava markkina**

3.

**Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli**

4.

**Transformaatio virustorjunnasta  
kyberturvayhtiöksi vielä osittain kesken**

5.

**Vahva kassavirta antaa kapasiteettia  
investoida yrittäjätietoturvassa kasvuun**

## Potentiaali



- Yrittäjätietoturvassa voimakas kasvu luo nyt omistaja-arvoa
- Vahvistuva kasvu ja kilpailuetu tuotetarjooman uudistumisen ja yhtenäistymisen myötä
- Markkinan kysyntänäköymät vahvat
- Kuluttajätietoturvassa vakaa ja kannattava liiketoiminta

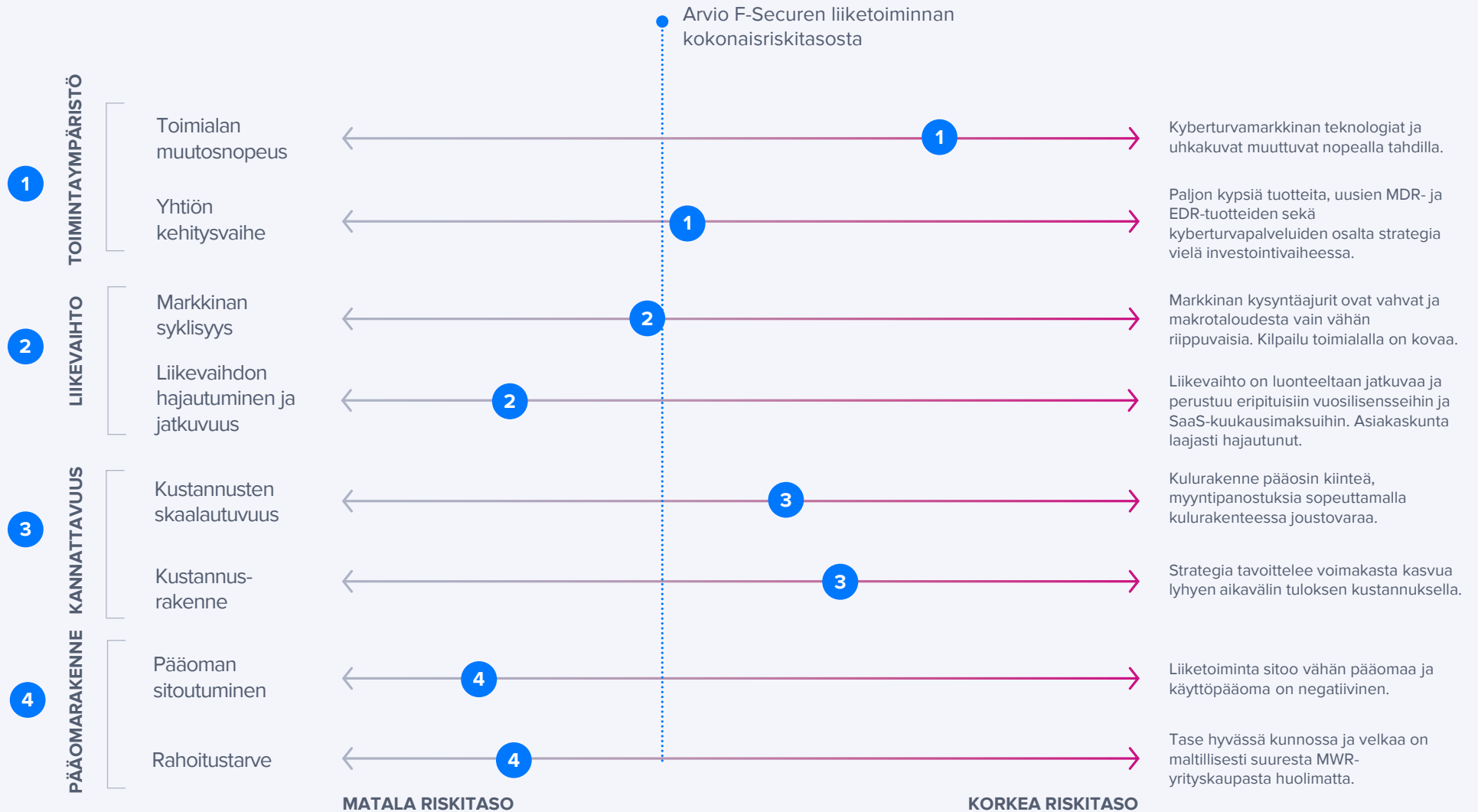
## Riskit



- Toimiala potentiaalisesti yli-investoitu, mikä voi johtaa kilpailun merkittävään lisääntymiseen lähivuosina
- Onnistuminen yrittäjätietoturvassa kasvuinvestoinneissa ja MWR-yrityskaupan integraatiossa
- Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti osakkeeseen
- Kuluttajätietoturvassa kilpailu-uhka ja heikko kasvu



# Liiketoimintamallin riskiprofiili





# Toimiala 1/4

## Markkinat

### Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat rajusti. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin (8/2018) arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina kasvaa vuonna 2019 noin 9 % 124 mrd. dollariin. Yleisesti markkinan odotetaan kasvavan noin 10 %:n vauhtia tulevina vuosina.

### Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti pyramidimalliin kolmeen

osaan hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden perusteella. Hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyks korreloi lähtökohtaisesti myös asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Hierarkian yläpäässä olevien organisaatioiden suojaustasoon eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille. Vastaavasti hierarkian ylätasolle kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa. Uuden teknologian kehitys keskittyy vaativimpiin ylätasoon segmentteihin, minkä jälkeen teknologiaa monistetaan alatasoille laajemmille segmenteille.

Kyberturvallisuusmarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on kyberturvayhtiöiden näkökulmasta niche-markkina, mutta se edustaa kaikkien korkeinta teknologiaa sekä osajien vaatimustasoa ja on siksi tärkeä. Markkinan suurin volyyymi on pyramidin keskimmäinen osa, joka käsittää kohdennetut hyökkäykset. Tällöin ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja julkishallinto sekä etenkin ne toimijat, joiden toiminta käsittää huoltovarmuuden kannalta kriittisiä toimintoja (kuten energia, pankit ja operaattorit). Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturvahkien laajentuessa, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvateknologien markkinaa.

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

markkinan nousevat trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin. Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keski-suuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla. Tässä segmentissä olevien yritysten tietoturvabudjetit pyörivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee tästä segmentistä houkuttelevan kyberturvatuotteita ja -palveluita tarjoaville yhtiöille. F-Secure on laajentunut tähän segmenttiin viime vuosina yritysostojen (konsultointipalvelut) sekä tuotetarjoaman laajentamisen kautta (esim. RDS).

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

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

# Toimiala

## Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



## Markkinan ajurit



# Toimiala 2/4

## Markkinan alasegmentit F-Securelle

F-Securen potentiaalista markkinaa voidaan tarkastella tarkemmin yhtiön tuote- ja palveluvalikoiman kautta. Kuluttajien tietoturvatuotteiden markkina oli Gartnerin (Q3'18) päivitetyn arvion mukaan kooltaan noin 6,6 mrd. dollaria vuonna 2017 ja sen odotetaan kasvavan keskimäärin 4 % vuodessa 2016-2022.

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

Yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) markkinakasvu on hidasta, mutta vakaata. Samaan aikaan EPP-markkinalla on käynnissä murros, kun uudet automatisoidut uhkien havainnointi- ja reagointituotteet (EDR) ovat yhdentymässä EPP-tuotteiden kanssa. Esimerkiksi Gartner niputtaa nämä tuotteet jo samaan kategoriaan ja arvioi koko EPP/EDR-markkinan kooksi noin 5 mrd. dollaria. Arvioimme EDR-tuotteiden osuuden vastaavan tästä vielä selvästi alle 1 mrd. dollaria. EDR-tuotteiden vahvan kasvun ansiosta näiden tuotteiden kokonaismarkkinan arvioidaan kasvavan noin 6 % vuosittain 2016-2022. Kasvua ajaa se, että yrityksiä vastaan tehtyjä tietomurtoja ei huomata usein kuukausiin ja tämä on siirtänyt fokusta pelkämästä tietomurroilta suojautumiseen niiden nopeampaan havainnointiin ja reagointiin. Suurilla yhtiöillä on mahdollisuus ostaa havainnointikyvykkyydet hallinnoina palveluna (kuten F-Securen RDS), mutta etenkin pienemmille yhtiöille puhdas tuoteratkaisu on ainoa

kustannuksiltaan järkevä ratkaisu. Gartner arvioi, että EDR-tuotteilla varustettujen päätelaitteiden osuus kaikista päätelaitteista tulee kasvamaan vuoden 2017 10 %:sta 35 %:iin vuoteen 2020 mennessä. F-Secure julkaisi oman tuotteensa EDR-markkinaan vuoden 2018 lopussa ja tuote on yhtiön kasvun kannalta tärkeässä roolissa tulevana vuosina.

Hallinnoitujen havainnointi- ja reagointipalveluiden (MDR) markkina on myös vasta muovaantumassa ja arviot markkinan koosta ja kasvusta ovat suuntaa antavia. MarketsandMarkets on arvioinut MDR-markkinan kooksi noin 0,4 mrd. dollaria ja sen odotetaan kasvavan erittäin voimakkaasti noin 32 % vuosivauhtia vuosina 2017-2022. F-Securen RDS ja Countercept toimivat tällä nopeasti kasvavalla markkinalla.

Yritysten ulkoistettujen kyberturvapalveluiden markkinan koko on Gartnerin arvion mukaan noin 19 mrd. dollaria ja markkinan odotetaan kasvavan noin 10 % vuodessa 2016-2022.

Haavoittuvuuksien hallintaratkaisujen markkinan kooksi Gartner on arvioinut noin 0,9 mrd. dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 7 %:n vuosivauhtia 2016-2022.

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

<b>Kuluttajien tietoturva</b> → <i>Merkittävä tuotealue</i>	<b>\$6,6 mrd.</b> → 4 %
<b>Yritysten päätelaitteiden suojaaminen (EPP) ja automatisoitu hyökkäysten havainnointi ja reagointi (EDR)</b> → EPP: <i>Merkittävä tuotealue</i> → EDR: <i>Uusi tärkeä tuotealue</i>	<b>\$5,0 mrd.</b> → 6 %
<b>Uhkien havainnointi ja reagointi hallinnoituna palveluna (MDR)</b> → <i>Uusi tärkeä tuotealue</i>	<b>\$0,4 mrd.</b> ↑ 32 %
<b>Haavoittuvuuksien hallinta</b> → <i>Pieni tuotealue</i>	<b>\$0,9 mrd.</b> → 7 %
<b>Kyberturvapalvelut</b> → <i>Tärkeä, kasvava alue</i>	<b>\$19,0 mrd.</b> ↑ 10 %

# Toimiala 3/4

## Markkinan ajurit

Mielestämme kyberturvallisuusmarkkina on vielä hyvin epäkypsä ja se tulee kehittymään voimakkaasti lähivuosina, minkä vuoksi nykyiset markkinaennusteet ovat parhaimmillaankin vain suuntaa antavia. Markkinan kasvu tulee todennäköisesti olemaan tasaisen vahvaa ja kiihtymään digitalisaatioinvestointien vetämänä. Lisäksi jatkuvat uutiset vakavista tietomurroista (riskilähtöinen ostaminen) sekä regulaation tuoma paine (pakotettu ostaminen) tulevat vauhdittamaan markkinan kasvua. Ylätasolla markkinan kasvua ajaa käytännössä siis kaksi voimaa: regulaatio ja uhkakuvat.

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

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

tuotteiden kysyntää tukee tällöin myös se, että kyberturvallisuus on yhä useammin kriittinen ja kiinteä osa uutta IT-järjestelmää, digitaalista palvelua tai tuotetta. Tämä tarkoittaa, ettei kyberturvallisuuteen liittyviä ongelmia voida ratkaista vain hankkimalla erillisiä hyllystä toimitettavia tietoturvaohjelmistoja ja -laitteistoja, vaan kyberturvallisuuden ratkaiseminen edellyttää myös korkean tason asiantuntijapalveluiden käyttöä. Näiden markkina-ajurien vuoksi myös F-Securen liiketoiminta on ollut viime vuodet murroksessa, jossa yhtiö on muuntautumassa päätelaittekeskeisestä virustorjuntayhtiöstä kyberturvallisuustuotteiden- ja palveluiden monipuolisemmaksi tarjoajaksi yrityssegmenttiin.

## Kuluttajietoturva muutoksessa

Kuluttajietoturvassa laitekannan muuttuminen on näkynyt PC:n virustorjuntaohjelmistojen hienoisena laskuna, mutta kokonaisuudessaan verkkoon kytkettyjen laitteiden lukumäärä kuluttajien kodeissa kasvaa nopeasti. Tämä tarjoaa kasvumahdollisuuksia uusille, kodin älylaitteet suojaaville tietoturvatuotteille, vaikka PC-vetoinen virustorjuntamyyni on haastava markkinana. Kuluttajietoturvassa kyse on siis enemmänkin markkinan luonteen muutoksesta kuin siitä, että markkina hiipuisi PC-virustorjunnan mukana. Esimerkiksi Windowsin oma tietoturva kannibalisoit perinteistä tietoturvaa, mutta tämä ei ratkaise kuluttajalle ongelmaa, miten suojata lukuisat eri päätelaitteet. Siten F-Securen kokonaisuudet kattaville kuluttajaratkaisuille on luontainen tarve, koska päätelaitteiden ja

käyttöjärjestelmien kirjo on laaja ja muuttuu jatkuvasti. Gartnerin arvion mukaan kuluttajien verkkoon kytkettyjen laitteiden lukumäärä kasvaa vuoden 2017 5,2 miljardista laitteesta 12,8 miljardiin vuoteen 2020 mennessä.

## EU:n tietosuoja-asetus

Vuoden 2018 toukokuussa voimaan astunut EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) on lisännyt huomattavasti kysyntää kyberturvapalveluille. Asetus asettaa henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita. EU:n tietosuoja-asetuksen kautta organisaatioille tulee esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattua. Asetusta valvovalla viranomaisella on mahdollisuus määrätä sanktioita asetuksen vastaisesta toiminnasta. Sanktiot voivat olla merkittäviä, sillä vakavimmissa rikkeissä sakko on 20 MEUR tai 4 % yrityksen vuotuisesta liikevaihdosta, millä on tarkoitus herätellä yritykset ottamaan uusi asetus vakavasti. Samaan aikaan sanktioiden rahallinen määrittely antaa osaltaan kyberrikollisille hintalapun, millä kiristää yrityksiä onnistuneen tietomurto-operaation jäljiltä. GDPR tukee osaltaan myös F-Securen tuoteliiketoimintaa, sillä asetuksen myötä yritysten on rakennettava parempia kyvykkyyksiä havaita toteutuneita tietomurtoja.

# Toimiala 4/4

## Toimialan konsolidaatio jatkuu

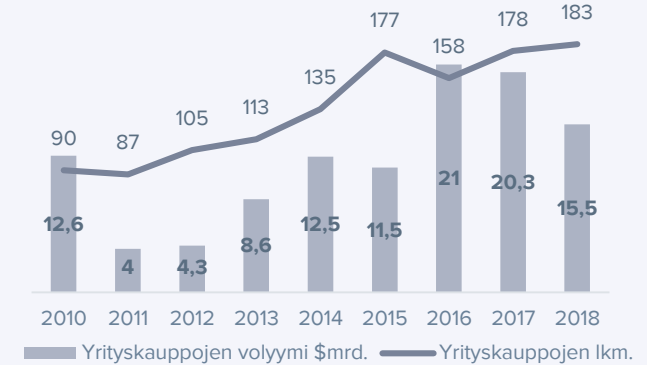
Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet sektorille viime vuosina paljon investointeja, mikä näkyy pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Toimiala on hyvin fragmentoitunut ja konsolidaatiokehitys tulee väistämättä jatkumaan, sillä markkinan kasvusta huolimatta kaikille nykyisille toimijoille ei ole tilaa markkinalla, mikäli se alkaa kypsyä tulevaisuudessa. Näemme riskinä, että toimiala on tällä hetkellä yli-investoitu, mikä voi tulevaisuudessa näkyä toimialan kilpailutilanteen kiristymisenä entisestään sekä sektorin kannattavuudessa, kun uusia toimijoita tulee kilpailuun mukaan uusilla ratkaisulla, jotka pyrkivät ratkomaan kyberturvallisuuden ongelmia aina kilpailijoita tehokkaammin ja/tai edullisemmin. Monet sektorin toimijoista ovat raskaasti tappiollisia ja niiden elinehtona oleva ulkoinen rahoitus katkeaa, jos ne eivät pysty näyttämään kasvua tai kannattavuutta.

Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, mikä osaltaan vaikeuttaa myös F-Securen edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Yrityskauppojen liikevaihtokertoimet ovat pahimmillaan nousseet palveluyhtiöissä 5x ja tuote-yhtiöissä yli 10x tasolle, joita voidaan pitää erittäin korkeina tasoina. Palveluyhtiöiden osalta osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat monelle toimijalle ainoa keino

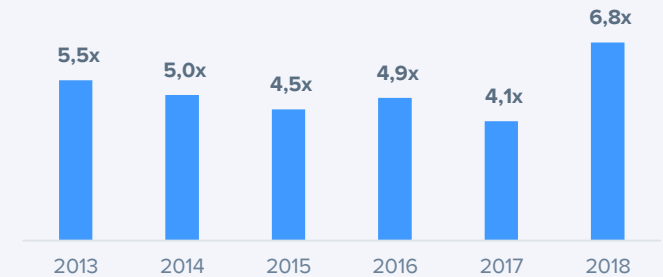
päästä kiinni markkinaan tai ne voivat toimia vaihtoehtoina rekrytoinneille. Tällöin kohteena ovat usein pienet erikoistuneet toimijat. Tuote-yhtiöiden yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfoliotaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturvasta tulee yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdistämään tarjoomiaan. Uskomme F-Securen olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa ostajan roolissa, mutta tällä hetkellä viimeisimmän MWR-yritysoston sulattelu sekä sektorin korkeat arvostustasot jarruttavat osaltaan yritysostoaikeita.

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

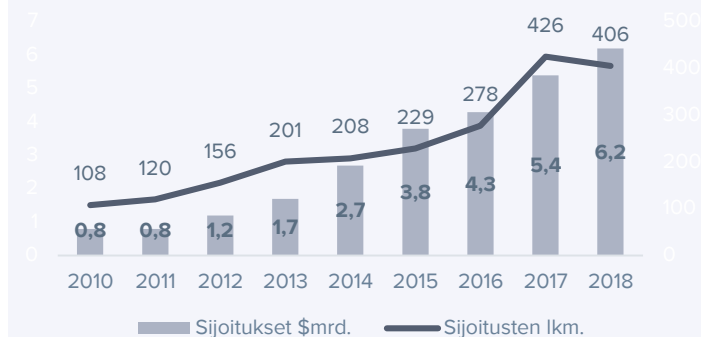
## Kyberturva-alan yrityskaupat



## Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin



## Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin

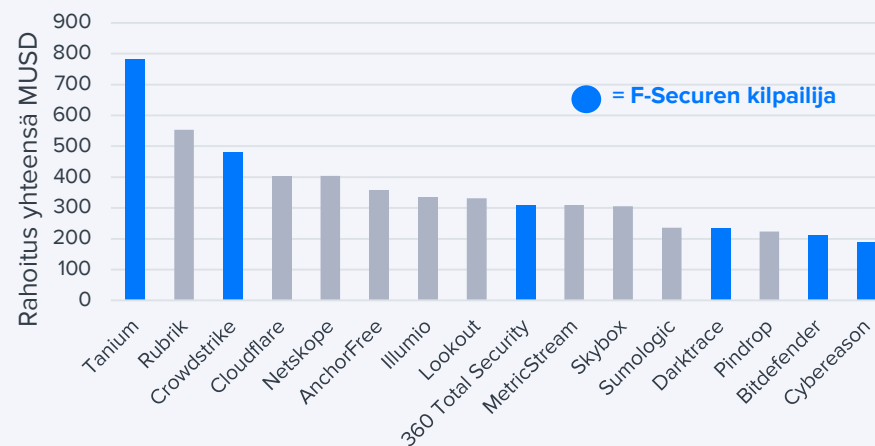


# Toimialan yrityskaupat ja sijoitukset

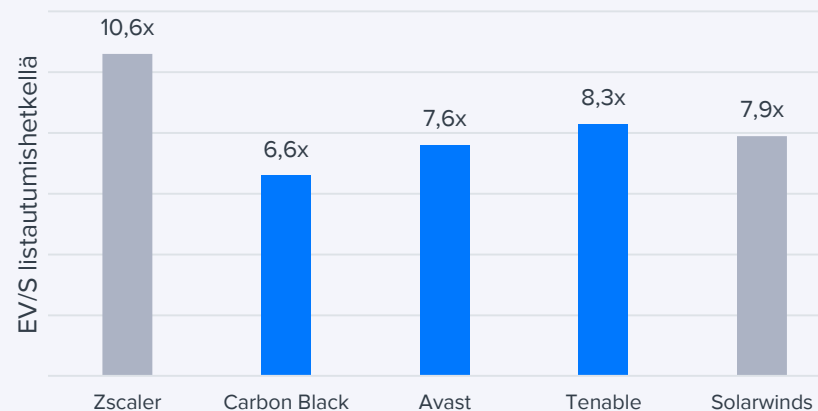
## Sektorin yrityskauppoja

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/Liikevaihto
5/2019	Orange	SecureLink	576	2,1x
2/2019	Carbonite	Webroot	618	2,9x
2/2019	Palo Alto Networks	Demisto	560	46,7x
11/2018	BlackBerry	Cylance	1 500	11,5x
10/2018	Thoma Bravo Fund	Imperva	1 800	5,2x
8/2018	Shearwater Group	Brookcourt Solutions	40	1,4x
8/2018	Cisco Systems	Duo Security	2 350	18,8x
6/2018	F-Secure	MWR Infosecurity	100-130	2,9x-3,9x
12/2017	Thales	Gemalto	5 541	1,8x
11/2017	Warburg Pingus	Cyren	119	3,8x
11/2017	Thoma Bravo Fund	Barracuda Networks	1 405	3,8x
7/2017	Open Text Corporation	Guidance Software	245	2,1x
3/2017	Crossrider	CyberGhost	10	4,5x
2/2017	Sophos Group	Invincea	120	4,8x
2/2017	Palo Alto Networks	LightCyber	105	10,5x
1/2017	Keysight Technologies	Ixia	1 603	3,3x
11/2016	Symantec	LifeLock	2 362	3,6x
9/2016	TPG	McAfee	4 200	2,5x
7/2016	Avast	AVG	1 463	3,4x
6/2016	Symantec	Blue Coat	4 722	7,9x
1/2016	FireEye	iSight Security	269	6,7x
11/2015	NCC Group	Fox-IT Group	141	4,9x
6/2015	F-Secure	nSense	20	2,6x
4/2015	Singtel	Trustwave Holdings	786	3,6x
4/2015	Marlin Equity Partners	Fidelis Cybersecurity	200	3,3x
3/2015	NCC Group	Accumuli	83	2,4x
12/2014	Belden	Tripwire	710	6,0x
7/2013	Cisco Systems	SourceFire	2 194	7,5x

## Eniten rahoitusta keränneitä listaamattomia kyberturvayhtiöitä



## Vuonna 2018 listautuneita kyberturvayhtiöitä



# Kilpailu

## Kasvava markkina houkuttelee paljon kilpailua

Kyberturvamarkkinan nopea kasvu ja sektorin korkea investointiaste ovat viime vuosina muokanneet kilpailukenttää voimakkaasti. Kilpailukenttä on hyvin pirstaloitunut ja markkina hakee vielä voimakkaasti muotoaan. Yhä suuremman osuuden markkinoiden kasvusta nappaavat uudet kyberturva-alan start-upit, jotka ovat usein erikoistuneet tiettyyn kyberturvan niche-segmenttiin palveluillaan tai tuotteillaan.

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

Isossa kuvassa markkinalla toimivat myös globaalit IT-sektorin jättiläiset kuten IBM, Microsoft ja Cisco, joiden kyberturvallikevähädot ovat miljardiluokassa. Olemme listanneet F-Securen kilpailijoita eri tuotealueilla sivun 24 kuviossa.

## Kilpailutekijät kyberturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää tai havaita haittaohjelmia luonnollisesti korostuu kilpailutekijänä. Havainnointi- ja reagoitukyvykkyydet tulevat olemaan olennainen osa päätelaitteiden suojausta ja ilman niitä perinteinen antivirusohjelmisto jää nopeasti kilpailussa jälkeen. Päätelaitteiden suojaustuotteissa alalle tulon kynnyks on kuitenkin pienentynyt tekoälyn ja pilviympäristöjen

tarjotessa tarvittavat algoritmit sekä kapasiteetin virustorjuntaohjelmistoille. Asiakkaiden luottamus tuotteeseen, menestys erilaisissa testeissä ja brändi korostuvatkin yhä enemmän kilpailutekijänä markkinalla.

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

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

## F-Securen kilpailuedut

F-Securen vahva brändi etenkin Pohjois-Euroopassa pohjautuu yhtiön pitkäaikaiseen ja vankkaan osaamiseen virustorjuntateknologioissa. Osoituksena tästä toimii yhtiön virustorjuntaohjelmistojen voittamat lukuisat palkinnot haittaohjelmien tunnistustesteissä. F-Securen brändi on erityisen vahva päätelaitteiden suojaustuotteissa pienten yritysten ja kuluttajien

keskuudessa. Yhtiöllä on vielä töitä tehtävänä brändinsä osalta yrityspuolella, jotta yhtiö mielletäisiin vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberturvataloksi, jonka ratkaisut kattavat myös suurempien yritysten tietoturvatarpeet. F-Securen konsultointipalvelut kiillottavat yhtiön brändiä yrityspuolella ja auttavat yhtiöitä positioitumaan vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi. Konsultointiliiketoiminta antaa yhtiölle myös kilpailuetua pelkkiä kyberturvatuotteita tarjoavia yhtiöitä vastaan.

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

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

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



# Kilpailukenttä

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



# Strategia 1/2

## Transformaatio kyberturvataloksi

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

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

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

Kokonaisuudessaan yhtiön transformaatio on edennyt tähän mennessä hyvin ja MWR-kaupan myötä yhtiön profiili muuttui jo selvästi yritystietoturvan kasvuyhtiöksi. Yhtiöllä on kuitenkin vielä töitä tehtävänä lähivuosina tuote- ja palvelutarjoomansa yhtenäistämässä sekä yritystuotteiden jälleenmyyjäkanavan kehittämisessä.

## Taloudelliset tavoitteet

F-Securen tavoitteena strategiakaudella 2018-2021 on kasvattaa yritystietoturvan liikevaihtoa yli 15 %:n vuosivauhtia. Yhtiö ei ole eritelty, onko tavoite organisaaliselle kasvulle vai sisältääkö se yritysostoja. Vuosina 2018-2019 kasvutavoite toteutuu jo pelkän MWR-yritystietoturvan tuoman kasvun avulla. Kasvupanostukset rasittavat yhtiön kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta kasvustrategian onnistuessa yhtiön kannattavuuden arvioidaan nousevan selvästi nykytasosta skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta. Mielestämme yhtiön pitäisi pystyä skaalautuvan tuoteliiiketoiminnan ansiosta pitkällä aikavälillä vähintään 15-20 %:n liikevoitto-marginaaliin. Yhtiö on kertonut hakevansa jatkuvasti oikeaa tasapainoa kasvuinvestointien ja kannattavuuden välillä optimoidakseen omistaja-arvon luonnin pitkällä aikavälillä.

F-Secure voisi halutessaan arviomme mukaan tehdä nyt erinomaista kannattavuutta siirtämällä liiketoiminnan painopistettä ”lypsytilaan”. Teknologia-yhtiöiden ikuinen paradoksi on kuitenkin se, että tämä tuhoaisi liiketoiminnan pitkän aikavälin kilpailukyvyn. Huomioiden toimialaan parhaillaan kohdistuva investointialto, on etabloituneiden kyberturvayhtiöiden todennäköisesti kasvatettava panoksiaan entisestään säilyttääkseen edes nykyiset asemansa.

Yritysegmentissä markkina kasvaa nyt nopeasti ja markkinaosuuksia jaetaan uusissa tuotealueissa, joten mielestämme kasvun tavoittelu on tässä vaiheessa F-Securen kannalta järkevää ja onnistuessaan omistaja-arvoa luovaa. Mielestämme yhtiöllä on realistiset mahdollisuudet

onnistua tavoittelemassaan kasvuvauhdissa yritystietoturvaan, mitä tukee myös viime vuosien kasvun track-record (2016: +20 %, 2017: +16 %, 2018: +33 %).

Kuluttajietoturvaan F-Securen riskinotto on maltillisempaa ja pääfokus on kasvun sijaan kannattavuudessa kuluttajamarkkinan kasvunäkymien ollessa huomattavasti heikkomat kuin yritystietoturvan puolella. Kuluttajietoturva on kuitenkin F-Securen strategian toteuttamisen kannalta merkittävässä roolissa sen tuottaessa hyvää kassavirtaa, joka mahdollistaa investoinnit yrityspuolelle. F-Securen strategiassa onkin investoida kuluttaja-tietoturvaan siten, että yhtiö säilyttää vahvan markkina-aseman, mutta yhtiö ei tavoittele merkittävää riskinottoa kuluttajapuolelle tehtävillä investoinneilla.

F-Securen osingonjakopolitiikkana on ollut jakaa noin puolet yhtiön vuotuisesta liikevoitosta omistajille. Vuosien 2014-2016 tuloksista yhtiö maksoi myös lisäosinkoa. Vuonna 2018 yhtiö päätti poiketa osingonjaosta MWR-kaupan tuotua yhtiön taseeseen velkaa ja raportoidun tuloksen jäätyä matalaksi kasvupanostuksista johtuen. F-Securen arvonaluonti perustuu kasvuun yritystietoturvaan, eikä yhtiö profiloitu osinkoyhtiöksi. Mielestämme yhtiön onkin järkevämpää käyttää varojaan kasvuinvestointeja varten hankitun velan lyhentämiseen kuin pienen osingon maksamiseen ja odotamme yhtiön jättävän osingonmaksun väliin myös seuraavana keväänä. Arviomme tämän jälkeen yhtiön osingonjaon heijastelevan yhtiön osinkopolitiikkaa, jolloin osingon taso jää alhaiseksi kasvuinvestointien edelleen rasittaessa tulosta.

# Strategia 2/2

## Yrityskaupat

Yrityskaupat kuuluvat F-Securen strategian työkaluvalikoimaan ja yhtiö on vauhdittanut viime vuosina muutostaan kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi yritysostoilla.

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

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

Vuonna 2018 F-Secure osti brittiläisen noin 400 henkeä työllistävän ja noin 31 MEUR:n liikevaihtoa tehneen MWR InfoSecurityn. Käteisenä maksettava kauppahinta oli 80 miljoonaa puntaa (91,6 MEUR) ja lisäksi järjestelyyn liittyy enimmillään 25 miljoonan punnan (28,6 MEUR) lisäkauppahinta. Lisäkauppahinnasta riippuen yrityskaupan EV/Liikevaihto-kerroin on noin 2,9x-3,9x, jota

voidaan pitää neutraalina peilattuna F-Securen omaan arvostukseen kauppahetkellä (EV/S viim. 12kk: 3,1x) tai sektorilla toteutuneisiin yrityskauppoihin. Yrityskauppa kasvatti F-Securen maantieteellistä peittoa, vahvasti merkittävästi konsultointiliiketoimintaa (yli puolet liikevaihdosta palveluista) ja toi F-Securen tuoteportfolioon strategisesti tärkeitä havainnointi- ja reagointiratkaisuja täydentäviä teknologioita (Countercept).

Kolmas vaihtoehto on jokin suurempi yritysjärjestely, jolla yhtiö tavoittelisi skaalaetuja tai saisi tuotteilleen jakelukanavaa keskisuurten ja suurten yhtiöiden asiakassegmenttiin ostettavan yrityksen kautta. MWR-kaupan jälkeen F-Securen taseasema (Q2'19: omavaraisuus 44 %, gearing 33 %) ei riittäisi suurien kauppojen tekemiseen, mutta käsityksemme mukaan yhtiö on valmis hankkimaan tarvittaessa sekä oman- että vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, jos sopiva ostokohde löytyisi. Emme odota yhtiön tekevän lähitulevaisuudessa suuria järjestelyjä, sillä MWR-kaupan sulattelu on vielä osittain kesken. Lisäksi suurempia järjestelyitä hidastaa arviomme mukaan tällä hetkellä kyberturvasektorin korkeat arvostustasot.

# Strategia



## Strategian onnistumistekijät

### Toteutunut

- Yritystietoturvan vahvistaminen onnistuneilla yrityskaupoilla palveluliiketoiminnassa
- Yritystietoturvan tuoteportfolion vahvistaminen (RDS, Countercept, EDR, Radar)
- Yritystietoturva nostettu selkeälle kasvu-uralle
- Kuluttajaliiketoiminnan kilpailukyky pidetty vahvana
- Organisaation ja kulttuurin muokkaaminen vastaamaan kasvustrategiaa

### Lähitulevaisuus 1-2v

- EDR-tuotteen onnistunut ylösajo
- Oman myyntiorganisaation vahvistaminen, jotta jälleenmyyjäkanavaa voidaan kehittää suurempien yritysten tarpeisiin
- Tuote- ja palvelutarjoaman yhtenäistäminen vastaamaan vielä paremmin suurempien asiakkaiden tarpeita
- Brändimielikuvan vahvistaminen virustorjuntayhtiöstä kyberturvayhtiöksi

### Seuraavat 5 vuotta

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

# Historiallinen kehitys

## Kasvu- ja tuloskehitys 2015-2018

Vuonna 2015 F-Secure muutti uuden strategiansa myötä liiketoimintansa painopisteen vahvemmin tietoturvatarkoituksiin ja myi omistamansa pilvitalennusliiketoiminnot 52 MEUR:n hinnalla (F-Secure maksoi liiketoiminnasta 30 MEUR vuonna 2009). F-Secure alkoi panostaa merkittävästi nopeasti kasvaville yritystietoturvan markkinoille rekrytoimalla kyberturvakonsultteja sekä myyntihenkilöstöä ja osti tanskalaisen nSensen. Lisäksi yhtiö teki kaksi pienempää yritysostoa vuonna 2017. Kesällä 2018 yhtiö kiihdytti yritystietoturvan kasvua MWR-yritysostolla, jonka epäorgaaninen kasvuvaikeus näkyy osittain vielä vuonna 2019. Kasvupanostukset ovat tuottaneet tulosta ja yritystietoturvan liikevaihto on kasvanut vuoden 2014 46 MEUR:sta 95,9 MEUR:oon vuoteen 2018 mennessä keskimääräisen vuotuisen kasvuprosentin ollessa 20,1 %. Kuluttajatietoturvassa yhtiö on kasvanut tällä aikavälillä maltillisesti noin 0,8 % vuodessa ja kuluttajatietoturvan liikevaihto oli vuonna 2018 94,9 MEUR.

Yhtiö kiihdytti strategian mukaisia kasvupanostuksiaan vuosina 2017-2018, mikä on näkynyt yhtiön kannattavuudessa. Raportoitu EBIT-% oli 2,4 % ja oikaistu EBIT-% 5,6 % vuonna 2018, kun se oli vuosina 2015-2016 12,2-13,6 %. Panostukset kasvuun jatkuvat myös vuonna 2019, mikä painaa kannattavuutta edelleen. F-Secure aktivoi tuotekehitysmenojaan hyvin konservatiivisesti taseeseen, minkä takia kasvuinvestoinnit tehdään pääosin suoraan tuloksesta. MWR-yrityskauppaan liittyvät aineettomien hyödykkeiden poistot (arviolta vajaa 4 MEUR vuositasolla) rasittavat raportoitua tulosta tulevina vuosina.

## Kulurakenne

F-Securen bruttokate oli vuonna 2018 79,4 %. Yhtiö kirjaa myynnin suoriin kuluihin pilvipohjaisten palvelujen tuottamisesta ja asiakastuesta aiheutuvat kustannukset, kyberturvallisuuspalvelujen tuottamisesta johtuvat suorat kustannukset sekä myynnin rahti- ja rojaltimaksuja. Pitkällä aikavälillä arvioimme bruttokate-%:n nousevan, kun uusien yritystietoturvan tuotteiden osuus yhtiön liikevaihdosta kasvaa.

Myynnin ja markkinoinnin kulut olivat 95 MEUR ja vastasivat 49,8 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018. Kuluerä koostuu henkilöstön palkoista, markkinointikuluista, jälleenmyyjäverkostolle maksettavista myyntikomissioista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Myynnin ja markkinoinnin kuluerä joustaa arviomme mukaan parhaiten alaspäin, jos F-Secure päättää optimoida kannattavuuttaan kasvun sijaan.

Tuotekehitysmenot olivat vuonna 2018 35,7 MEUR eli 18,7 % yhtiön liikevaihdosta. Emme odota kuluerän suhteellisen osuuden skaalautuvan merkittävästi alaspäin pitkällä aikavälillä. Tuotekehityskuluista valtaosa on henkilöstökuluja. F-Secure aktivoi kehitysmenoja taseeseen melko maltillisesti aktivoitujen menojen oltua 4,7 MEUR vuonna 2018 (2017: 3,9 MEUR).

Hallinnon kulut olivat vuonna 2018 18,3 MEUR tai 9,6 % liikevaihdosta. Hallinnon kulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta tulee arviomme mukaan hieman laskemaan tulevaisuudessa liikevaihdon kasvun mukana.

## Rahavirta

F-Securen liiketoiminta tuottaa normaalisti hyvää kassavirtaa ja yhtiön liiketoiminnan rahavirta on

ollut vuosien 2013-2017 välillä 22-29 MEUR vuodessa. Vuonna 2018 rahavirta heikkeni 6,8 MEUR:oon johtuen pääosin MWR-kaupasta ja sen integraatiosta. Rahavirtaa tukee asiakkailta saadut ennakkomaksut, sillä useissa tapauksissa monivuotisten sopimusten maksut saadaan ennakkoon heti sopimuskauden alussa. Saatujen ennakkojen ansiosta F-Securen käyttöpääoma on selvästi negatiivinen. Saatujen ennakkojen kasvuvauhti tulee todennäköisesti hiipumaan hieman tulevaisuudessa asiakaskunnan suosiossa yhä enemmän kuukausilaskutukseen perustuvia sopimuksia.

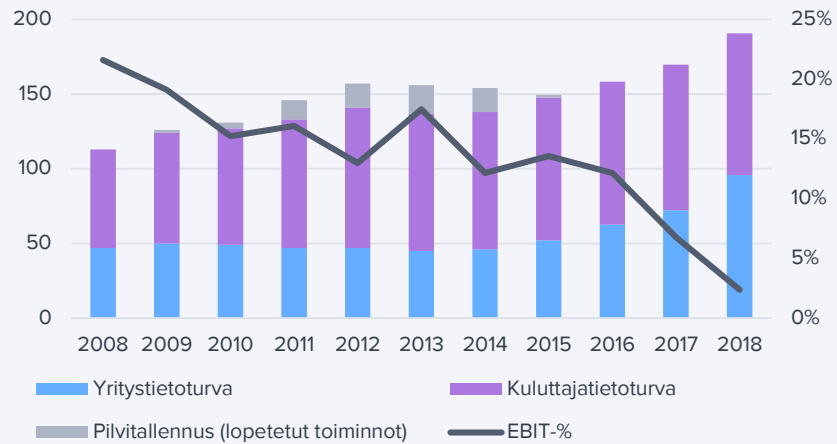
## Tase ja rahoitusasema

F-Securen tase on suuresta MWR-yritysostosta huolimatta hyvässä kunnossa ja antaa yhtiölle hyvin liikkumavaraa toteuttaa kasvustrategiaansa. Vuoden 2018 lopussa yhtiön nettovelkaantumistaso oli noin 14 % ja omavaraisuusaste noin 43 %. Taseen loppusumma oli 228 MEUR. Liikearvoa yrityskaupoista on kertynyt taseeseen 91 MEUR:n edestä. Yhtiö käyttää korkeaa noin 12 %:n WACC:ia liikearvon testaukseen, emmekä pidä liikearvossa arvon alentumisriskiä todennäköisenä. Muut aineettomat hyödykkeet olivat 38 MEUR. Muuten taseen varat koostuivat pääosin kassasta (28 MEUR), saamisista (57 MEUR).

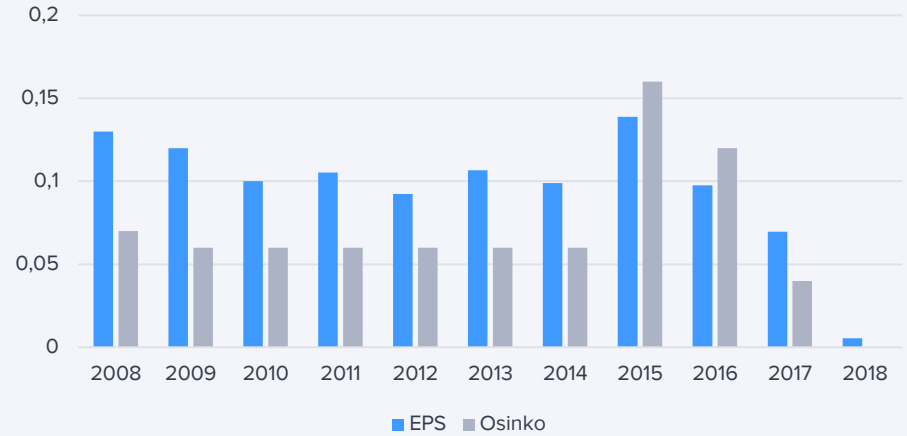
Taseen vastattavaa puoli koostui enimmäkseen omasta pääomasta (66 MEUR) sekä pitkäaikaisista (38 MEUR) ja lyhytaikaisista (85 MEUR) korottomista veloista. Korottomista veloista 73 MEUR oli saatuja ennakoita. Yhtiö rahoitti MWR-kaupan osittain korollisella velalla, jota yhtiöllä oli yhteensä 37 MEUR vuoden 2018 lopussa.

# Historiallinen kehitys

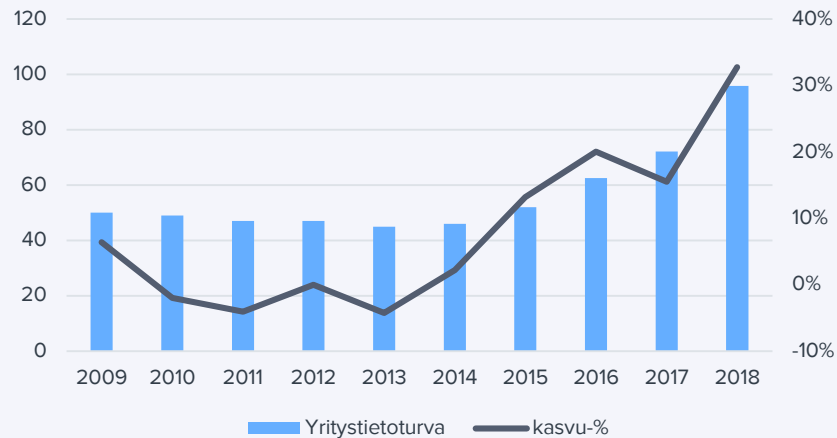
## Liikevaihto ja kannattavuus



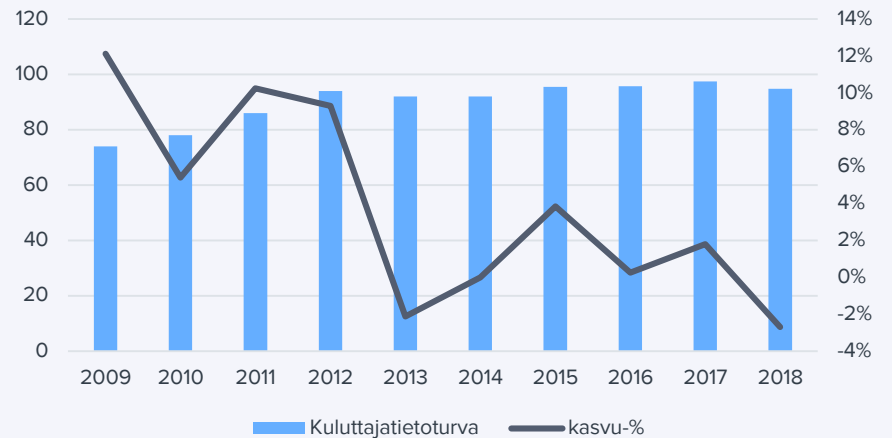
## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Yritystietoturvan liikevaihto ja kasvu-%



## Kuluttajietoturvan liikevaihto ja kasvu-%

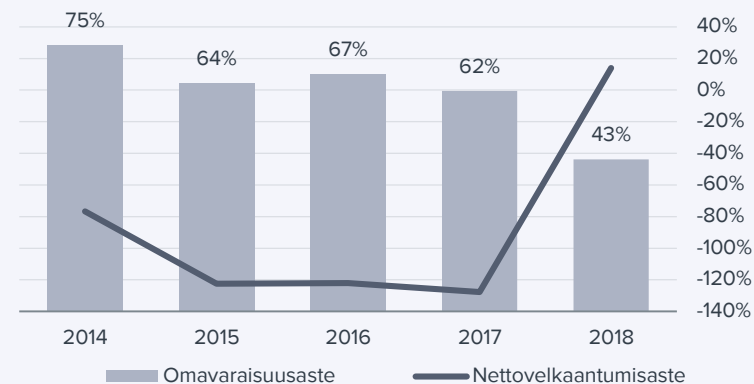


# Taloudellinen tilanne

Tase 2018 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet ja arvonmääritys 1/4

## Ennusteet

### Ennusteiden lähtökohdat

F-Securen strategiakauden 2018-2021 taloudelliset tavoitteet toimivat pohjana ennusteillemme. Yritystietoturvasa yli 15 %:n vuosittaisen kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii yhtiön kyberturvallisuuspalveluiden vahvan kysynnän jatkumista, MDR-tuotteiden (RDS ja Countercept) menestystä sekä onnistunutta EDR-tuotteen ylösajoa. EDR-tuote tarjoaa houkuttelevan lisämyyntimahdollisuuden F-Securen päätelaitteiden suojaustuotteiden asiakassegmenttiin. Tuoteportfolion yhtenäistäminen ja jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ovat myös avainroolissa, jotta yhtiö pääsee paremmin kiinni keskisuurten yritysten markkinasegmenttiin tarjoamaan kokonaisvaltaisempia tuote/palveluratkaisuja. Vuonna 2019 odotamme yhtiön yltävän kasvutavoitteeseensa MWR-kaupan vetämänä, mutta vuosina 2020-2021 ennustamme 13 %:n kasvua yritystietoturvasa heijastellen viime vuoden kasvupetymysten jälkeen tuolloin varovaisemmaksi muuttuneita ennusteitamme.

Kuluttajätietoturvasa odotamme yhtiön kasvuvauhdin strategiakaudella olevan vakaana (1 %) yhtiön keskittyessä täällä enemmän hyvään kannattavuuteen, jolla tukea yrityspoisen kasvua. Yhtiön tietoturvarieitin Sense tarjoaa onnistuessaan pitkällä aikavälillä mielenkiintoisen kasvuoption kuluttajätietoturvasa, mutta tässä vaiheessa sille ei voi antaa suurta painoarvoa, sillä markkinan kypsyyttä tuotteelle on vielä vaikea arvioida.

### Lyhyen aikavälin ennusteet

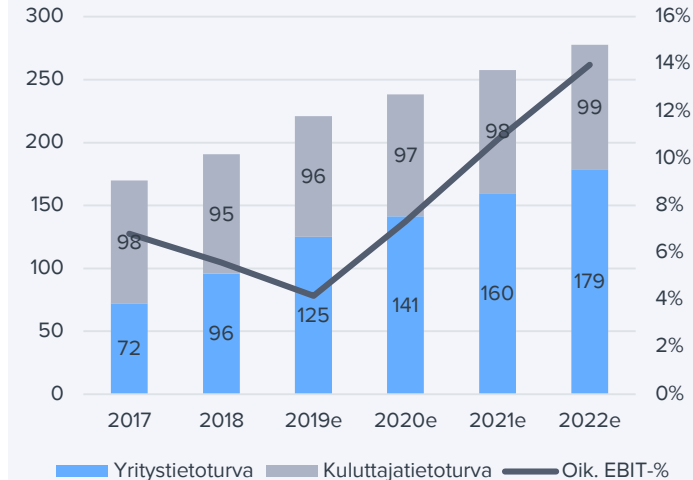
F-Secure ohjeistaa vuonna 2019 yritystietoturvan liikevaihdon kasvavan yli 30 % ja kuluttajätietoturvan liikevaihdon pysyvän vakaana vuoteen 2018 verrattuna. Oikaistun käyttökatteen yhtiö odottaa olevan yli 21 MEUR sisältäen IFRS 16 -vaikutuksen. Ennusteemme on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa ja odotamme yritystietoturvan liikevaihdon kasvavan 30,4 % 125 MEUR:oon ja kuluttajätietoturvan liikevaihdon kasvavan 1 %:n 96 MEUR:oon. Oikaistun käyttökatteen odotamme olevan 22,4 MEUR ja oikaistun liikevoiton 9,2 MEUR (oik. EBIT-% 4,2 %). Ennusteellamme raportoitu osakekohtainen tulos jää matalaksi 0,03 euroon ja tästä syystä odotamme yhtiön jättävän osingonmaksun väliin, kuten edellisvuonna.

### Strategiakauden loppupuolen ennusteet

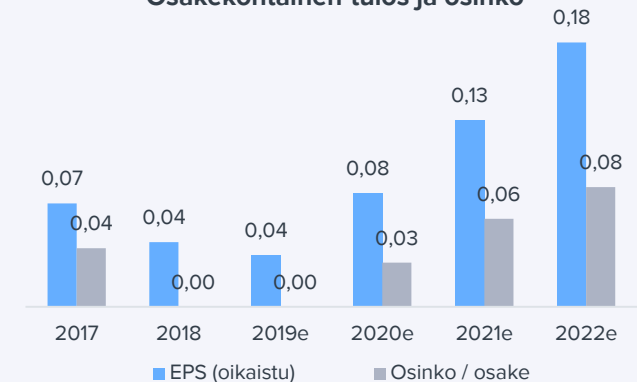
Vuosina 2020-2021 odotamme F-Securen yltävän 13 %:n liikevaihdon kasvuun yritystietoturvasa, jolloin liikevaihto on noussut 160 MEUR:oon. Ennusteellamme yritystietoturvan osuus yhtiön liikevaihdosta on tässä vaiheessa noussut 62 %:iin (2018: 50 %). Kuluttajätietoturvan liikevaihdon odotamme pysyvän vakaana 1 %:n kasvussa sen liikevaihdon ollessa 98 MEUR vuonna 2021.

Ennustamme F-Securen skaalautuvan liiketoimintamallin alkavan näkyä asteittain yhtiön kannattavuudessa tulevana vuosina. Vuosina 2020-2021 ennustamme oikaistun liikevoitto-%:n olevan 7,3 % ja 10,8 %. Liikevoitosta olemme oikaisseet MWR-kauppaan liittyvien aineettomien hyödykkeiden poistot, joiden arviomme olevan vajaa 4 MEUR vuositasolla.

### Liikevaihto ja kannattavuus



### Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet ja arvonmääritys 2/4

Arviomme suurimman kannattavuusparannuksen tulevan bruttomarginaalin noususta sekä myynnin ja markkinoinnin kuluja skaalautumisesta kasvun myötä. Oikaistu osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,13 euroon vuonna 2021.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Vuonna 2022 odotamme yritystietoturvan kasvavan 12 %. Tämän jälkeen yritystietoturvan kasvuvauhti alkaa tasaantua ennusteessamme asteittain 10 %:sta 4 %:iin vuosien 2023-2027 aikana. Kuluttajatietoturvan odotamme jatkavan 1 %:n kasvussa tällä aikavälillä. DCF-kassavirtalaskelmassa tarvittavan liikevaihdon ikuisuuskasvun odotamme olevan 2,5 % vuodesta 2027 eteenpäin.

Ennustamme F-Securen oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 14 % vuonna 2022 ja tästä eteenpäin asettuvan noin 16-17 %:n tasolle heijastellen hyvää kannattavuutta yhtiön kasvustrategian onnistumisen jälkeen. Ennen nykyistä strategiakautta yhtiö teki vuosina 2010-2015 15,0-17,5 %:n oikaistua liikevoittoa, johon peilaten kannattavuusennuste vaikuttaa realistiselta. Vuosina 2008-2009 yhtiö ylsi yli 19 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta tässä vaiheessa haluamme yhtiöltä ensin näyttöjä strategian onnistuneesta toteutuksesta ja sen myötä mahdollisesta nykyistä ennustettamme paremmasta kannattavuuspotentiaalista.



# Ennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>170</b>	<b>43,1</b>	<b>43,4</b>	<b>50,5</b>	<b>53,7</b>	<b>191</b>	<b>53,4</b>	<b>54,1</b>	<b>55,3</b>	<b>58,3</b>	<b>221</b>	<b>238</b>	<b>258</b>	<b>278</b>
Yritystietoturva	72,2	19,4	20,0	26,7	29,8	95,9	29,4	30,1	31,2	34,3	125	141	160	179
Kuluttajätietoturva	97,5	23,7	23,4	23,8	24,0	94,9	24,0	24,0	24,0	24,0	96,0	97,0	98,0	99,0
<b>Käyttökate ilman kertaeriä</b>	<b>17,8</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>	<b>17,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>22,4</b>	<b>30,1</b>	<b>39,6</b>	<b>52,7</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>17,8</b>	<b>3,8</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,6</b>	<b>13,8</b>	<b>5,0</b>	<b>13,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>31,6</b>	<b>30,1</b>	<b>39,6</b>	<b>52,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-1,6	-1,6	-2,9	-3,2	-9,3	-4,4	-10,7	-4,4	-4,4	-23,8	-16,2	-15,5	-17,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>11,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>4,3</b>	<b>2,9</b>	<b>10,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>9,2</b>	<b>17,4</b>	<b>27,8</b>	<b>38,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,5</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>4,5</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>7,7</b>	<b>13,9</b>	<b>24,1</b>	<b>35,2</b>
Nettorahoituskulut	0,8	-1,0	-0,6	-0,3	-0,9	-2,8	-1,5	0,1	-0,3	-0,3	-2,0	-1,2	-1,0	-0,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>12,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>5,7</b>	<b>12,7</b>	<b>23,1</b>	<b>34,3</b>
Verot	-1,3	-0,7	0,0	0,7	-0,9	-0,9	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	-1,2	-3,2	-5,8	-8,6
<b>Nettotulos</b>	<b>11,1</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>4,5</b>	<b>9,5</b>	<b>17,3</b>	<b>25,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,16</b>

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	7,2 %	5,7 %	0,1 %	22,6 %	20,9 %	12,4 %	23,8 %	24,8 %	9,5 %	8,4 %	15,9 %	7,8 %	8,1 %	7,8 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-39,8 %	45,5 %	-49,6 %	7,1 %	-21,6 %	-7,9 %	-22,4 %	24,1 %	-36,9 %	13,6 %	-13,5 %	89,6 %	59,3 %	39,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	10,5 %	8,8 %	4,9 %	6,5 %	8,6 %	7,2 %	9,3 %	25,8 %	10,9 %	11,4 %	14,3 %	12,6 %	15,4 %	19,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	6,8 %	5,2 %	2,6 %	8,6 %	5,5 %	5,6 %	3,3 %	2,5 %	5,0 %	5,7 %	4,2 %	7,3 %	10,8 %	14,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	6,5 %	1,3 %	-0,3 %	1,5 %	-0,7 %	0,4 %	-2,5 %	6,2 %	1,8 %	2,5 %	2,0 %	4,0 %	6,7 %	9,3 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet ja arvonmääritys 3/4

## Arvonmääritys

### Sijoitusnäkemys

Toistamme F-Securen lisää-suosituksen ja 2,9 euron tavoitehinnan. F-Secure on laadukas yhtiö, jonka markkinoilla on houkuttelevat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja -fundamentit. Yhtiöllä on mielestämme uskottava ja hyvä strategia, joka selkeästi painottaa omistaja-arvon luontia ja etenee hallituin riskein. Yhtiöllä on myös alustavia näyttöjä strategian toimivuudesta. F-Securen osakkeessa on mielestämme nousuvaraa yhtiön yritystietoturvaan nojaavan kasvustrategian edetessä suunnitelmien mukaan, mitä myös osien summa -laskelmamme tukee.

### Arvostuskertoimet

Nykyisillä ennusteillamme F-Securen tulos pohjaiset arvostuskertoimet pysyvät korkealla tasolla koko nykyisen strategiakauden ajan kasvupanostusten rasittaessa yhtiön tuloskuntoa. Osakkeen arvostus antaa hyvin erilaisen kuvan riippuen siitä, katsotaanko yhtiötä liikevaihto- vai tulos pohjaisten kertoimien näkökulmasta. Arvostusta ei voida tukea yksinään kumpaankaan näkökulmaan, sillä yhtiö tulee jatkuvasti tasapainoilemaan kasvun- ja kannattavuuden välillä riippuen kumpi sen näkemyksen mukaan luo enemmän omistaja-arvoa.

Ennusteillamme F-Securen 2019e ja 2020e P/E-kertoimet ovat 72x ja 33x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 45x ja 24x. Vuonna 2021, jolloin yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuus nostaa ennusteessamme kannattavuuden jo kohtuulliselle tasolle (oik. EBIT-% 10,8 %), P/E-kerroin on ennusteillamme 20x ja EV/EBIT 14x.

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

F-Securen osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia voidaan havainnollistaa olettamalla yhtiön yltävän jo vuonna 2021 kypsää vaihetta heijastelemaan 15-20 %:n oikaistuun EBIT-%:iin. Nykyisillä kasvuennusteillamme yhtiön P/E olisi tällöin noin 10x-13x. Nämä kertoimet ovat jo houkuttelevalla tasolla ja tämän perusteella F-Securen osakkeeseen ladatut kasvuodotukset ovat tällä hetkellä kohtuullisen maltillisia.

EV/Liikevaihto-kertoimella F-Securen arvostus näyttää huomattavasti edullisemmalta verrattuna tulos pohjaisiin kertoimiin. Ennusteillamme yhtiön EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 1,9x ja 1,7x vuosille 2019 ja 2020. F-Securen liikevaihtokerroin on vaihdellut 1,6x-3,1x välillä vuosina 2013-2018 mediaanin ollessa 2,0x tasolla. Yhtiön liikevaihtopohjainen arvostus on alle yhtiön historiallisen tason, vaikka yhtiö on strategiselta kehitysvaiheeltaan huomattavasti valmiimpi ja lisäksi yhtiön kasvunäkymät ovat nyt huomattavasti kirkkaammat kuin aiempina vuosina. Arvostus on myös merkittävästi alle yhtiön verrokkiryhmän, mitä tarkastelemme seuraavaksi tarkemmin.

### Vertailuryhmä

Olemme keränneet F-Securen vertailuryhmään listattuja kyberturvayhtiöitä, joista useat ovat suoraan F-Securen kilpailijoita tai kilpailevat ainakin osittain F-Securen kanssa tietyillä tuotealueilla.

Vertailuryhmän yritykset ovat kokoluokaltaan pääosin huomattavasti F-Securea suurempia ja tämän pitää osaltaan näkyä F-Securen hinnoittelussa suhteessa sen vertailuryhmään. Yhtiöt ovat myös liiketoiminnan kehitysvaiheeltaan hyvin eri vaiheissa, mikä näkyy yhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofileissa ja hankaloittaa osaltaan yhtiöiden arvostustasojen vertailua.

F-Securen EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat tänä vuonna 39-57 % yli ja ensi vuonna reilu 10-16 % alle vertailuryhmän absoluuttisesti korkeiden tuloskerroimien. Liikevaihtokertoimella F-Secure on arvostettu lähivuosina noin 70 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihin. Verrokkien liikevaihtopohjainen arvostustaso on erittäin korkea (2019-2020 6,2x-5,5x) ja näemme riskinä, että markkina ei välttämättä hyväksy yhtiöille tulevaisuudessa näin korkeita kertoimia, vaan kertoimien tulee normalisoitua liikevaihtojen kasvun myötä.

F-Securen liikevaihtopohjainen aliarvostus kuvastaa hyvin yhtiön nykyistä kehitysvaihetta, missä yritystietoturvan kasvupanostukset rasittavat tulosta, mutta kuluttajietoturvan hitaan kasvun vuoksi yhtiön kokonaiskasvu jää useiden nopeasti kasvavien verrokkien vauhdista, jolloin alhaisempi liikevaihtokerroin on osaltaan perusteltu. F-Securen liiketoiminnasta vielä iso osa muodostuu kuluttajaliiketoiminnasta sekä hitaammin kasvavista EPP-tuotteista, minkä takia yhtiötä ei voida profiloida samaan lokeroon sektorin kuumimpien yhtiöiden kanssa. Mielestämme liikevaihtopohjainen arvostusero on kuitenkin jo räikeän suuri. Näemme F-Securen suhteellisessa arvostustasossa nousuvaraa yhtiön strategian edetessä ja kasvun toteutuessa tänä vuonna.

# Ennusteet ja arvonmääritys 4/4

## Osien summa

Havainnollistamme osien summa -menetelmällä F-Securen arvonmuodostusta (laskelmat seuraavalla sivulla). Menetelmä vaatii tiettyjä oletuksia, mutta se toimii yhtenä näkökulmana arvonmääritykseen yhtiön kuluttaja- ja yritysliiketoimintojen eri kehitysvaiheiden takia.

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

Kuluttajatietoturvaa tulee mielestämme hinnoitella markkinoilla tulospohjaisesti sen hitaan kasvun, mutta hyvän kannattavuuden vuoksi. F-Secure ei erittele liiketoimintojen kannattavuuksia, joten joudumme tekemään sen osalta oletuksia. Oletamme kuluttajatietoturvan liikevoitto-%:n olevan 16-20 % välillä, mikä heijastelee kypsän vaiheen liiketoiminnalle kohtalaista kannattavuutta. Kuluttajatietoturvalla hyväksyttävän EV/EBIT-kertoimen asetamme 9x-11x haarukkaan, mikä heijastelee vertailuryhmässä olevien saman profiilin yhtiöiden kertoimia (Symantec, Trend Micro). Kuluttajatietoturvan

arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa oletetulla 18 %:n kannattavuudella ja 10x EV/EBIT-kertoimella 171 MEUR haarukan ollessa 137-209 MEUR.

Yritystietoturvassa F-Secure avaa konsultoinnin ja tuotteiden osuuden liikevaihdosta ja olemme tämän pohjalta arvioineet eri tuotealueiden painoarvon yhtiön liiketoiminnassa. Päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) liikevaihdon oletamme olevan tänä vuonna noin 56 MEUR ja sovellamme tuotealueelle 1,4x-2,2x liikevaihtokerrointa. Konsultoinnin liikevaihdon ennustamme olevan 49 MEUR ja hyväksyttävän liikevaihtokertoimen olemme asettaneet 1,2x-2,0x haarukkaan. Neutraalin skenaarion kerroin (1,6x) on linjassa kyberturvapalveluyhtiö Nixulle hyväksymämme arvostustason kanssa. Strategisesti tärkeiden MDR/EDR-tuotteiden liikevaihdon oletamme tänä vuonna olevan noin 20 MEUR. Tuotteiden erittäin vahvojen kasvunäkymien puitteissa hyväksymme niille 4x-6,0x liikevaihtokertoimen. Neutraalin skenaarion kerroin (5,0x) heijastelee noin 20 %:n alennusta suhteessa F-Securen verrokkiryhmään. Edellä mainittuja vuoden 2019 liikevaihtoennusteita ja liikevaihtokertoimia soveltamalla yritystietoturvan arvo neutraalissa skenaariossa on 280 MEUR haarukan ollessa 218-343 MEUR.

Vähentämällä liiketoimintojen arvoista F-Securen vuoden 2019 ennustetut nettovelat (12 MEUR) muodostuu F-Securen osakekannan arvoksi neutraalissa skenaariossa 442 MEUR tai 2,8 euroa osakkeelta. Pessimistisen ja optimistisen skenaarion haarukat ovat 345-542 MEUR tai 2,2-3,4 euroa osakkeelta.

Olemme laskeneet F-Securen osien summan arvon myös vuoden 2020 ennusteillamme käyttäen samoja arvostuskertoimia kuin edellä tehdyssä laskelmassa. Menetelmä havainnollistaa, kuinka nykyisessä strategiassa yhtiön arvo ja arvonluonti perustuvat yritystietoturvaan ja siellä erityisesti MDR/EDR-tuotteiden kasvunopeuteen. Oletamme laskelmassa EPP-tuotteiden liikevaihdon kasvavan 2 %, konsultoinnin 12 % ja MDR/EDR-tuotteiden liikevaihdon 44 %. Vuoden 2020 ennusteilla F-Securen osakekannan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa 504 MEUR tai 3,2 euroa osakkeelta. Pessimistisen ja optimistisen skenaarion arvohaarukka on 395-618 MEUR tai 2,5-3,9 euroa osakkeelta. F-Securen osakkeessa on osien summa -laskelmamme perusteella nousuvaraa yhtiön strategian edetessä suunnitelmien mukaan tulevinä vuosina.

Riskinä osien summa -laskelmassa on tällä hetkellä kyberturvayhtiöiden korkeat arvostustasot. Yhtiöille hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku heijastuisi negatiivisesti etenkin F-Securen yritystietoturvan arvostukseen MDR/EDR-tuotteiden osalta, joille hyväksymme tällä hetkellä korkeat kertoimet.

## DCF-malli

DCF-mallimme velaton arvo (EV) F-Securelle on 476 MEUR ja oman pääoman arvo 467 MEUR, eli 3,0 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 16 % ja kasvun 2,5 %. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,2 %:iin. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 63 % velattomasta arvosta, mikä osaltaan kertoo suuren osan F-Securen arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevasta kassavirroista lisäen epävarmuutta.

# Osien summa -laskelma

## Osien summa 2019 ennusteilla

Kuluttajätietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Oletettu EBIT-%	16 %	18 %	20 %
EBIT 2019e	15	17	19
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	9,0x	10,0x	11,0x
<b>Yritysarvo</b>	<b>138</b>	<b>173</b>	<b>211</b>

Yritystietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2019e	125	125	125
EPP liikevaihtoarvio	56	56	56
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,4x	1,8x	2,2x
<b>EPP arvo</b>	<b>78</b>	<b>101</b>	<b>123</b>

Konsultointi liikevaihtoarvio	49	49	49
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,2x	1,6x	2,0x
<b>Konsultointi arvo</b>	<b>59</b>	<b>78</b>	<b>98</b>

MDR ja EDR liikevaihtoarvio	20	20	20
x hinnoittelukerroin (EV/S)	4,0x	5,0x	6,0x
<b>MDR ja EDR arvo</b>	<b>81</b>	<b>101</b>	<b>121</b>

<b>Yritystietoturvan arvo yhteensä</b>	<b>218</b>	<b>280</b>	<b>343</b>
--	------------	------------	------------

Osien summa	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Kuluttajätietoturva	138	173	211
Yritystietoturva	218	280	343
<b>Yritysarvo</b>	<b>357</b>	<b>453</b>	<b>554</b>
- Nettovelat 2019 lopussa	12	12	12
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>345</b>	<b>442</b>	<b>542</b>
Osakekohtainen arvo	2,2	2,8	3,4



Kasvu MDR/EDR-tuotteissa lähivuosien tärkein arvoajuri

## Osien summa 2020 ennusteilla

Kuluttajätietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Oletettu EBIT-%	16 %	18 %	20 %
EBIT 2020e	16	17	19
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	9,0x	10,0x	11,0x
<b>Yritysarvo</b>	<b>140</b>	<b>175</b>	<b>213</b>

Yritystietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2020e	141	141	141
EPP liikevaihtoarvio	58	58	58
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,4x	1,8x	2,2x
<b>EPP arvo</b>	<b>81</b>	<b>104</b>	<b>128</b>

Konsultointi liikevaihtoarvio	55	55	55
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,2x	1,6x	2,0x
<b>Konsultointi arvo</b>	<b>66</b>	<b>88</b>	<b>110</b>

MDR ja EDR liikevaihtoarvio	29	29	29
x hinnoittelukerroin (EV/S)	4,0x	5,0x	6,0x
<b>MDR ja EDR arvo</b>	<b>117</b>	<b>146</b>	<b>175</b>

<b>Yritystietoturvan arvo yhteensä</b>	<b>264</b>	<b>339</b>	<b>413</b>
--	------------	------------	------------

Osien summa	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Kuluttajätietoturva	140	175	213
Yritystietoturva	264	339	413
<b>Yritysarvo</b>	<b>404</b>	<b>513</b>	<b>627</b>
- Nettovelat 2020 lopussa	9	9	9
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>395</b>	<b>504</b>	<b>618</b>
Osakekohtainen arvo	2,5	3,2	3,9

# Verrokkiryhmä

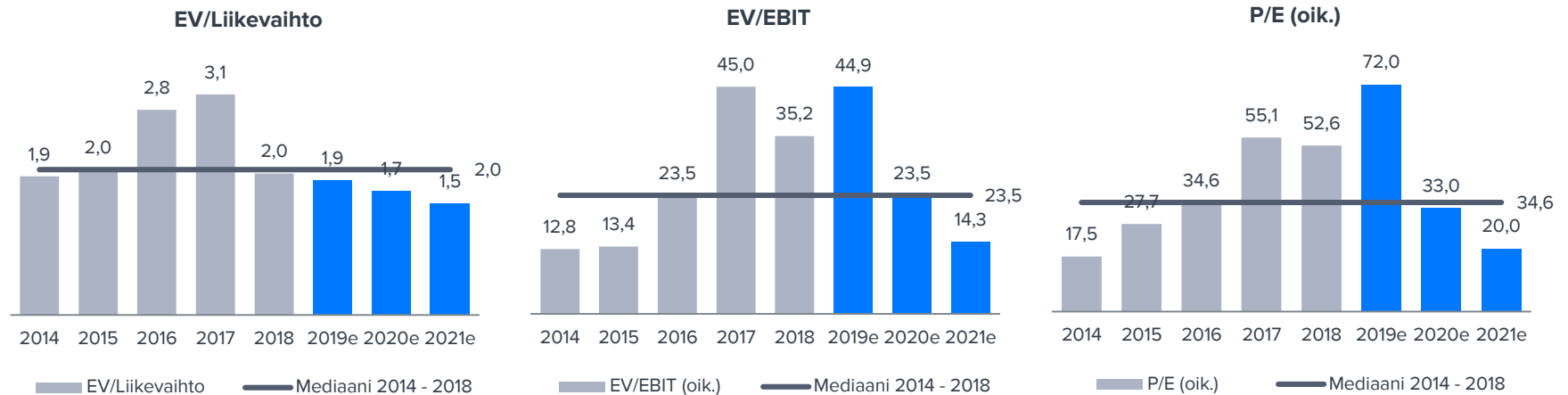
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
FireEye Inc	15,55	2786	2648	77,7	37,4	38,5	24,3	3,3	3,1	100,0	50,7		
Symantec Corp	23,16	12611	14747	11,4	11,0	10,2	9,9	3,5	3,5	14,4	13,6	1,3	1,3
Trend Micro Inc	4820,00	5598	4300	13,3	12,4	9,4	8,8	3,1	2,9	23,0	21,3	3,6	3,8
Sophos Group PLC	450,30	2389	2508	30,2	31,8	25,5	22,3	4,0	3,7	33,7	37,8	0,9	1,0
Rapid7 Inc	63,50	2702	2636		142,8	266,1	89,7	9,4	7,7		163,0		
Fortinet Inc	88,31	13093	11495	27,0	22,9	23,9	20,2	6,2	5,5	40,3	35,8		
Cyberark Software Ltd	141,17	4676	4263	46,6	38,8	42,9	35,7	11,5	9,7	64,7	55,0		
Palo Alto Networks Inc	224,20	18924	17615	31,1	25,5	25,9	21,7	6,9	5,8	41,2	35,7		
Check Point Software Technologies	117,77	15782	14222	16,0	15,3	15,8	15,1	8,0	7,7	19,3	18,1		
Qualys Inc	89,62	3064	2800	32,4	27,3	25,5	21,6	9,8	8,4	45,7	39,9		
Proofpoint Inc	124,83	6178	5950	72,8	46,4	50,0	37,1	7,6	6,3	84,8	62,3		
NCC Group PLC	173,60	532	587	15,5	13,4	11,9	10,5	2,1	1,9	19,6	16,7	2,8	3,1
Nixu Oyj	11,60	88	86	86,2	28,7	43,1	17,2	1,5	1,3	113,3	29,4	0,1	0,3
Carbon Black Inc	18,73	1178	1042					4,8	4,1				
Avast PLC	339,60	3627	4623	11,6	10,9	11,0	10,4	6,1	5,7	14,1	12,9	2,9	3,4
SolarWinds Corp	18,83	5204	6523	17,0	15,0	16,4	14,3	7,8	7,0	23,3	20,4		
SecureWorks Corp	12,93	955	857			81,9	419,2	1,9	1,8				
ForeScout Technologies Inc	39,32	1536	1435				101,3	4,4	3,6				
Splunk Inc	139,64	18432	17526	95,8	61,4	76,0	52,8	11,3	8,7	118,3	76,5		
Mimecast Ltd	48,79	2673	2641	113,1	70,2	55,1	41,8	8,8	7,1	184,1	115,5		
SailPoint Technologies Holdings Inc	20,92	1644	1567	98,1	55,9	81,7	53,6	6,3	5,5	138,7	74,2		
<b>F-Secure (Inderes)</b>	<b>2,55</b>	<b>401</b>	<b>413</b>	<b>44,9</b>	<b>23,5</b>	<b>13,1</b>	<b>13,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>72,0</b>	<b>33,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>46,8</b>	<b>37,1</b>	<b>47,9</b>	<b>51,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>63,5</b>	<b>48,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>31,1</b>	<b>28,0</b>	<b>25,9</b>	<b>22,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	<b>41,2</b>	<b>36,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>44 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-49 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>-70 %</b>	<b>-69 %</b>	<b>75 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-47 %</b>

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

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,25	2,47	3,48	3,89	2,32	<b>2,55</b>	<b>2,55</b>	<b>2,55</b>	<b>2,55</b>
Osakemäärä, milj. kpl	155,8	155,8	156,0	156,7	157,5	<b>157,7</b>	<b>157,7</b>	<b>157,7</b>	<b>157,7</b>
Markkina-arvo	357	392	544	610	365	<b>401</b>	<b>401</b>	<b>401</b>	<b>401</b>
Yritysarvo (EV)	296	298	451	519	375	<b>413</b>	<b>410</b>	<b>398</b>	<b>380</b>
P/E (oik.)	17,5	27,7	34,6	55,1	52,6	<b>72,0</b>	<b>33,0</b>	<b>20,0</b>	<b>14,1</b>
P/E	22,2	32,0	34,6	55,1	>100	<b>89,5</b>	<b>42,3</b>	<b>23,2</b>	<b>15,6</b>
P/Kassavirta	16,9	8,3	40,1	43,3	neg.	<b>neg.</b>	<b>&gt;100</b>	<b>22,1</b>	<b>14,2</b>
P/B	4,5	5,1	7,2	8,6	5,5	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>
P/S	2,3	2,7	3,4	3,6	1,9	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
EV/Liikevaihto	1,9	2,0	2,8	3,1	2,0	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
EV/EBITDA (oik.)	10,6	11,5	18,4	29,1	27,1	<b>13,1</b>	<b>13,7</b>	<b>10,0</b>	<b>7,2</b>
EV/EBIT (oik.)	12,8	13,4	23,5	45,0	35,2	<b>44,9</b>	<b>23,5</b>	<b>14,3</b>	<b>9,8</b>
Osinko/tulos (%)	161,1 %	158,2 %	119,5 %	56,7 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>49,8 %</b>	<b>54,6 %</b>	<b>50,0 %</b>
Osinkotuotto-%	7,1 %	4,9 %	3,4 %	1,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>1,2 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>3,2 %</b>

Lähde: Inderes



# DCF-kassavirtalaskelma

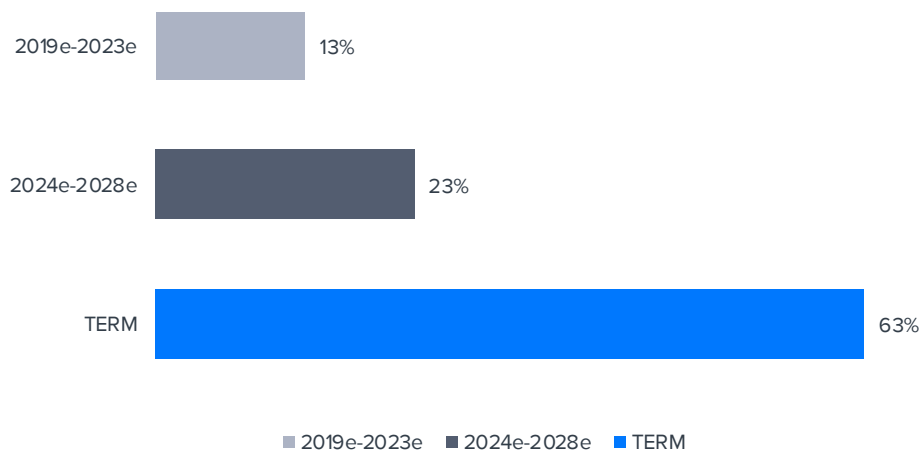
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,5</b>	<b>7,7</b>	<b>13,9</b>	<b>24,1</b>	<b>35,2</b>	<b>46,7</b>	<b>50,3</b>	<b>54,0</b>	<b>56,3</b>	<b>56,0</b>	<b>57,4</b>	
+ Kokonaispoistot	9,3	23,8	16,2	15,5	17,6	20,0	21,2	21,0	20,8	21,6	22,3	
- Maksetut verot	2,0	-1,2	-3,2	-5,8	-8,6	-11,1	-12,0	-12,5	-13,0	-13,0	-13,3	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-5,8	4,6	2,5	4,6	4,9	4,5	2,4	1,3	1,6	1,7	1,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,3</b>	<b>34,5</b>	<b>29,1</b>	<b>38,2</b>	<b>48,8</b>	<b>60,0</b>	<b>61,8</b>	<b>63,8</b>	<b>65,8</b>	<b>66,4</b>	<b>67,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	13,9	-13,7	1,0	1,1	1,1	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	
- Bruttoinvestoinnit	-115,3	-21,5	-26,5	-21,1	-21,7	-22,4	-23,1	-23,3	-23,4	-23,9	-23,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-92,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>18,1</b>	<b>28,2</b>	<b>38,3</b>	<b>39,5</b>	<b>41,3</b>	<b>43,1</b>	<b>43,3</b>	<b>45,6</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-92,1	-0,8	3,6	18,1	28,2	38,3	39,5	41,3	43,1	43,3	45,6	695
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>14,6</b>	<b>20,8</b>	<b>25,8</b>	<b>24,4</b>	<b>23,3</b>	<b>22,3</b>	<b>20,5</b>	<b>19,8</b>	<b>302</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		476	477	474	459	438	412	388	365	342	322	302
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>476</b>										
- Korolliset velat		-37,1										
+ Rahavarat		27,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>467</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,0</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieeraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



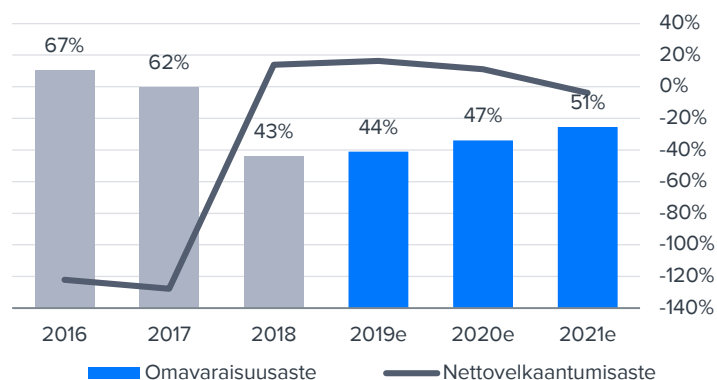
# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>32,8</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>147</b>	<b>152</b>
Liikearvo	10,1	90,7	85,2	91,2	91,2
Aineettomat hyödykkeet	14,7	38,4	32,3	28,8	26,3
Käyttöomaisuus	3,2	5,2	14,5	22,2	30,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>142</b>	<b>89,4</b>	<b>105</b>	<b>108</b>	<b>118</b>
Vaihto-omaisuus	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	1,4	4,3	4,3	4,3	4,3
Myyntisaamiset	50,1	56,7	65,7	70,8	74,7
Likvidit varat	90,2	27,8	34,4	32,1	38,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>175</b>	<b>228</b>	<b>241</b>	<b>254</b>	<b>271</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>70,6</b>	<b>66,3</b>	<b>70,8</b>	<b>80,3</b>	<b>92,9</b>
Osakepääoma	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Kertyneet voittovarot	67,6	63,1	67,6	77,1	89,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Muu oma pääoma	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22,5</b>	<b>70,0</b>	<b>61,3</b>	<b>59,3</b>	<b>57,3</b>
Laskennalliset verovelat	1,4	4,1	4,1	4,1	4,1
Varaukset	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	31,0	36,0	33,0	30,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	19,9	33,7	20,0	21,0	22,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>82,0</b>	<b>91,7</b>	<b>109</b>	<b>115</b>	<b>120</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	6,1	10,0	8,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	80,1	84,9	98,4	106	115
Muut lyhytaikaiset velat	1,9	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>175</b>	<b>228</b>	<b>241</b>	<b>254</b>	<b>271</b>

Taseen avainlukujen kehitys





# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavaa arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kolme yhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.3.2018	Lisää	3,90 €	3,65 €
7.5.2018	Lisää	3,90 €	3,68 €
20.6.2018	Lisää	4,20 €	3,85 €
9.8.2018	Lisää	4,00 €	3,62 €
19.10.2018	Vähennä	2,70 €	2,88 €
5.11.2018	Lisää	2,90 €	2,65 €
14.2.2019	Lisää	2,90 €	2,51 €
9.5.2019	Lisää	2,90 €	2,60 €
22.7.2019	Lisää	2,90 €	2,55 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



2015, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017  
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018  
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2018  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**