

F-Secure

Seurannan aloitus

2.7.2022 14:25



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



Roni Peuranheimo
+358 50 561 0455
roni.peuranheimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kuluttajatietoturvan vakaa kassavirtakone

Aloitamme perjantaina WithSecuresta jakautuneen, kuluttajatietoturvaan keskittyvän F-Securen seurannan lisäksi suosituksella ja 3,1 euron tavoitehinnalla. Vakaan kasvunäkymän, erittäin kannattavan liiketoiminnan ja rajallisten investointitarpeiden myötä F-Secure profiloituu hyväksi osingonmaksajaksi. Vakaan tuloskasvun, korkean osinkotuoton ja arvostuskertoimien nousuvaran myötä näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen lähivuosille nykyisellä osakekursilla houkuttelevana.

Kuluttajien kyberturvallisuuteen keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Securen tarjoomaan kuuluu tuotteita ja palveluita, jotka liittyvät kuluttajien päätelaitteiden suojaukseen, yksityisyyden suojaukseen, salasanojen ja digitaalisen identiteetin hallintaan sekä kotiverkkoon yhdistettyjä laitteita suojaavan reitittimen tietoturvaan. Yhtiöllä on noin 16 miljoonaa tilaajaa kaikissa sen kanavissa. F-Securen liikevaihto (2021: 106,3 MEUR) on luonteeltaan hyvin jatkuvaa ja viime vuonna noin 98 % siitä perustui toistuviin tilauksiin. Suurin osa myynnistä syntyy globaalisti noin 170 kanavakumppania kattavan verkoston kautta, mikä on yksi yhtiön keskeisiä vahvuuksia ja kilpailuetuja. Laaja ja pääosin operaattoreista koostuva kumppanikanava tuo yhtiön liiketoimintaan merkittävää skaalautuvuutta ja mahdollistaa vahvan kannattavuuden. F-Securen tuotteiden myynti on myös palveluntarjoajille erittäin hyvää liiketoimintaa, ja kumppanien menestyksen tukeminen onkin keskiössä F-Securen liiketoimintamallissa.

Vahva kassavirta ja rajalliset investointitarpeet mahdollistavat vuolaan osingonjaon

F-Secure profiloituu kypsäksi teknologiayhtiöksi, joka kasvaa vakaasti sekä tekee erinomaista kannattavuutta (2022e oik. EBITA: 40 %) ja vahvaa kassavirtaa. Vuolaan kassavirran ja maltillisemmän kasvuhakuisuuden vuoksi odotamme osinkojen olevan merkittävässä roolissa osakkeen tuotto-odotuksen kannalta. Uudessa strategiassaan yhtiö kuitenkin hakee historiallista tasoaan nopeampaa kasvua, mistä yhtiöllä on jo viime vuosilta (2019-2021: CAGR 6 %) näyttöjä. Siten näemme yhtiöllä edellytykset vakaalle orgaaniselle tuloskasvulle keskipitkällä aikavälillä, kun alkuvaiheen investoinnit omaan organisaatioon sekä kasvun vauhdittamiseen on saatu valmiiksi. F-Securen kasvustrategian keskiössä on asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen kokonaisratkaisuihin TOTALin avulla sekä kanavakumppaniverkoston laajentaminen operaattoreiden lisäksi vakuutusyhtiöihin, pankkeihin ja vähittäiskauppoihin. Myös uudemmat tuotteet (ID PROTECTION ja SENSE) tarjoavat yhtiölle pitkän aikavälin kasvupotentiaalia.

Kuluttajatietoturvan markkina kasvaa vakaasti

Kuluttajatietoturvan markkinat (2020: 5,7 mrd.€) ovat kypsässä vaiheessa ja kasvu (~4 %) on vakaata. Markkina pitää kuitenkin sisällään osa-alueita, joissa on nähtävissä nopeaa kasvua, kuten identiteettivarkauksilta suojautumiseen tarkoitetuissa tuotteissa. Koronapandemian ja sitä kautta lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat myös aiempaa valmiimpia maksamaan kyberturvasta, mikä on näkynyt viime vuosina myös F-Securen kiihtyneessä kasvussa.

Arvostuksessa nousuvaraa ja lähivuosien osinkotuotto nousee korkealle tasolle

Näkemyksemme mukaan F-Securen liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden neutraali EV/EBIT-kerroin yhtiölle on noin 10-14x. Ensimmäisen kaupankäyntipäivän jälkeen vuosien 2022-2023 EV/EBIT- (10,5x-9,6x) ja P/E-kertoimet (14x-13x) ovat ennusteillamme maltillisella tasolla, vaikka F-Securen kannattavuus ei lähivuosina ole vielä täydessä potentiaalissaan. Vuoden 2023 tulosennusteella myös osinkotuotto (6,3 %) nousee korkeaksi, mikä antaa selvää tukeaa tuotto-odotukselle.

Suositus

Lisää

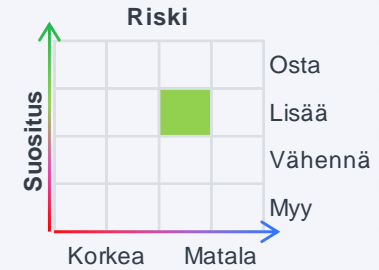
(aik. -)

3,10 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

2,70



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	106,3	111,3	116,8	122,9
kasvu-%	6 %	5 %	5 %	5 %
EBIT oik.	45,9	43,0	45,0	48,6
EBIT-% oik.	43,2 %	38,7 %	38,5 %	39,5 %
Nettotulos	34,4	31,0	35,5	38,4
EPS (oik.)	0,21	0,20	0,20	0,22

P/E (oik.)	0,0	13,8	13,3	12,3
P/B	0,0	15,2	8,7	7,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,6 %	6,3 %	7,0 %
EV/EBIT (oik.)	0,0	10,5	9,6	8,7
EV/EBITDA	0,0	11,1	9,2	8,3
EV/Liikevaihto	0,0	4,1	3,7	3,4

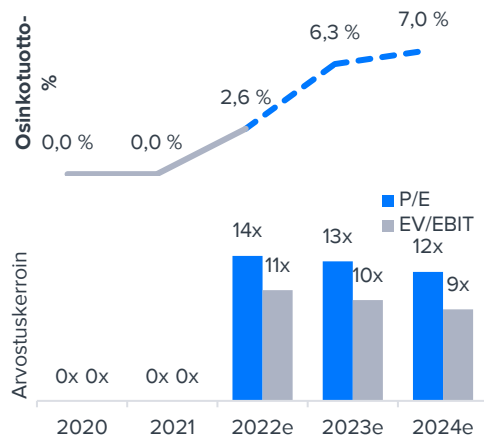
Lähde: Inderes

Ohjeistus

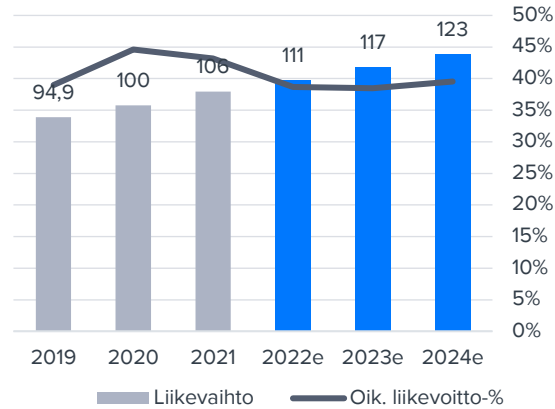
(Ennallaan)

"F-Securen liikevaihdon odotetaan kasvavan 4-6 % edellisestä vuodesta. Vuoden 2022 oikaistun EBITAn odotetaan olevan noin 40 %.

Arvostus

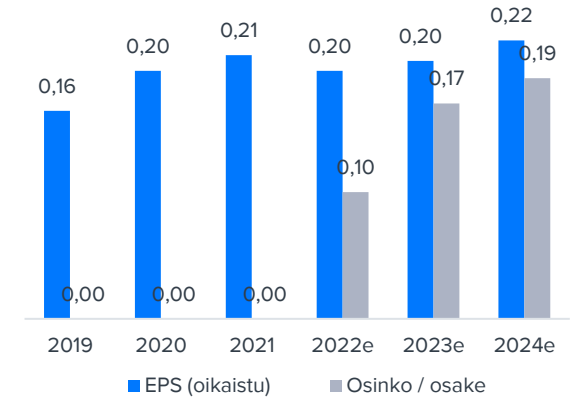


Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vakaa kasvu ja erittäin vahva kannattavuus
- Vahva kassavirta mahdollistaa vuolaan osingonjaon ja investoinnit kasvuun
- Suuri ja vakaasti kasvava kokonaismarkkina
- Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta



Riskitekijät

- Päätelaitteiden suojausten kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Ilmaisen tietoturvan kilpailu-uhka
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista
- Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi voi aiheuttaa väliaikaista epäjatkuvuutta ja odotuksia suurempia kustannuksia

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,70	2,70	2,70
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	471	471	471
Yritysarvo (EV)	453	431	423
P/E (oik.)	13,8	13,3	12,3
P/E	15,2	13,3	12,3
P/Kassavirta	16,9	13,8	12,5
P/B	15,2	8,7	7,5
P/S	4,2	4,0	3,8
EV/Liikevaihto	4,1	3,7	3,4
EV/EBITDA (oik.)	11,1	9,2	8,3
EV/EBIT (oik.)	10,5	9,6	8,7
Osinko/tulos (%)	39,4 %	83,5 %	86,4 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	6,3 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitusprofiili	13-15
Toimiala	16-19
Kilpailu	20-21
Strategia	22-21
Taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-28
Arvonmääritys	29-30
Taulukot	31-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

F-Secure lyhyesti

F-Secure on kyberturvallisuustuotteita ja -palveluita tarjoava yhtiö, jonka ratkaisut auttavat kymmeniä miljoonia kuluttajia suojautumaan tietoturvahuhkilta.

1988

Perustamisvuosi (WithSecure)

2022

Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi WithSecuresta

106,3 MEUR (+6 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

+6 % 2019-2021

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

45,9 MEUR (43,2 % lv:sta)

Oik. liikevoitto 2021

>350

Henkilöstö jakautumisen jälkeen

79 % / 21 %

Kumppanikanavan / suoramyynnin osuus liikevaihdosta 2021

-2012

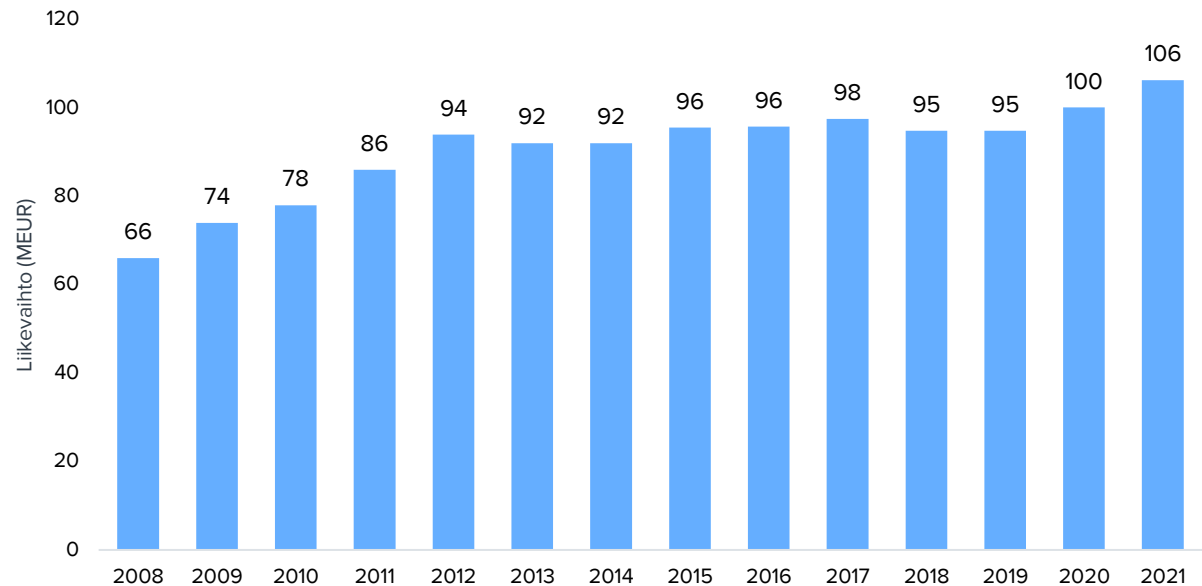
- Vahvaa liikevaihdon kasvua operaattorikanavan kasvun kautta
- Päätelaitteiden suojaukseen tarkoitettun SAFEn lanseeraus 2012
- Kanavakumppanien integraatioalustan lanseeraus 2012

2012-2021

- Tasainen liikevaihdon kehitys 2012-2019
- Kuluttajätietoturvan vahvat ja vakaat kassavirrat ohjattiin yritystietoturvan kasvuinvestointeihin
- FREEDOME VPN:n lanseeraus 2014
- TOTALin lanseeraus 2016
- SENSEn lanseeraus 2017
- ID PROTECTIONin lanseeraus 2020
- Kasvun pirstyminen koronapandemian aikana

2022-

- Jakaantuminen WithSecuresta ja toiminnan jatkaminen itsenäisenä pörssiyrityksenä
- Itsenäisen yhtiön organisaation rakentaminen vuosina 2022-2023
- Tavoitteena jatkaa vakaata ja erittäin kannattavaa kasvua



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Kuluttajien kyberturvallisuuteen keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Secure on suomalainen kyberturvallisuusyhtiö, jonka tuotteet auttavat kuluttajia yli 100 maassa ympäri maailmaa suojautumaan verkkoilta. Yhtiön tarjoomaan kuuluu tuotteita ja palveluita, jotka liittyvät päätelaitteiden suojaukseen, yksityisyyden suojaukseen, salasanojen ja digitaalisen identiteetin hallintaan sekä koko kodin ja kotiverkkoon yhdistettyjä laitteita suojaavan reitittimen tietoturvaan. Yhtiöllä on noin 16 miljoonaa tilaajaa kaikissa sen kanavissa.

Vuonna 2021 F-Securen liikevaihto oli 106,3 MEUR ja oikaistu liikevoitto 45,9 MEUR (43,2 % lv:sta). Liikevaihto on luonteeltaan hyvin jatkuvaa ja viime vuonna siitä noin 98 % oli tilauspohjaista. Maantieteellisesti F-Securen painopiste on Euroopassa. Vuonna 2021 Pohjoismaiden osuus liikevaihdosta oli 35 % ja muun Euroopan 47 %. Yhtiö työllisti 255 henkilöä Q1'22 lopussa ja jakautumisen jälkeen yli 350 henkilöä, kun WithSecurelta siirtyneet tuotekehitys- ja tukifunktiot huomioidaan laskennassa.

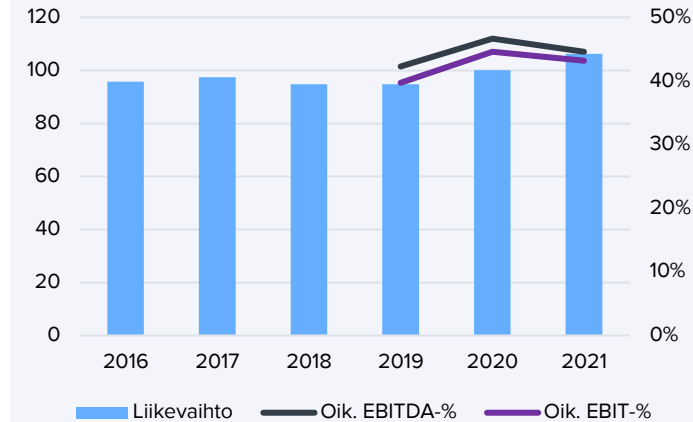
F-Secure jakautui itsenäiseksi uudeksi pörssiyhtiöksi WithSecuresta 30.6.2022, mutta kuluttajietoturvalla on taustallaan pitkä historia. F-Securen juuret ovat syvällä antivirusohjelmistojen liiketoiminnassa, missä yhtiö on toiminut perustamisestaan (1988) lähtien ja käytännössä niin kauan kuin tietokoneviruksia on ollut olemassa. Toimintansa alussa yhtiö tarjosi samoja tuotteita sekä kuluttajille että yrityksille, sillä niiden kohtaamat kyberuhat olivat melko samanlaisia. Historiansa myötä F-Securelle on

kehittynyt vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvaohjelmien torjunnassa sekä siitä, kuinka haittaohjelmat kehittyvät ja miten niiden teollinen logiikka toimii. F-Securen päätelaitteiden suojaustuotteet ovat voittaneet lukuisia palkintoja kansainvälisissä tietoturvatesteissä.

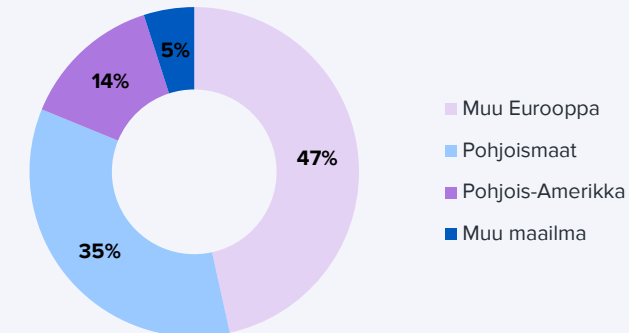
WithSecure alkoi noin 7 vuotta sitten muuntautua antivirusyhtiöstä monipuoliseksi kyberturvallisuustuotteiden ja -palveluiden tarjoajaksi, jonka kasvupanostukset kohdistuvat erityisesti yritystietoturvaan. Liikevaihdon kehitykseltään vakaa kuluttajietoturva jäi tällöin yhtiön strategiassa hieman taka-alalle ja sen vuolaista kassavirta investoitiin pitkälti yritystietoturvan kasvuun. Jakautumisen myötä molempien yhtiöiden arvonmuodostus selkeytyi huomattavasti, kun yhtiöt voivat keskittyä täysin strategioidensa toteuttamiseen sekä pääoman allokointiin kokonaan omista lähtökohdistaan. Näin esimerkiksi F-Securen erinomainen kannattavuus ja vuolaat kassavirrat pääsevät omaan arvoonsa, kun yhtiön ei tarvitse enää rahoittaa yritystietoturvan kasvuinvestointeja.

Kuluttajietoturvalla markkinat ovat kypsässä vaiheessa ja kasvu on vakaata. Markkina pitää kuitenkin sisällään osa-alueita, joissa on nähtävissä nopeakin kasvua, kuten identiteettivarkauksilta suojautumiseen tarkoitetuissa tuotteissa. Koronapandemian ja sitä kautta lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat myös aiempaa valmiimpia maksamaan kyberturvasta, mikä on näkynyt viime vuosina myös F-Securen kiihtyneessä kasvussa (2019-2021 CAGR 6 %). Ylipäättään digitalisaation eteneminen ja kuluttajien tietoturvaan liittyvien huolien kasvu toimivat markkinan selkeinä kasvujureina.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2021



Kumppanit



Operaattorit



Vähittäismyyjät

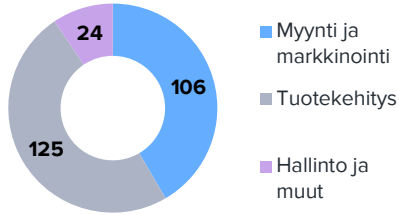


Pankit ja vakuutusyhtiöt



Verkkokaupat

Henkilöstö (Q1'22)



+ noin 100 WithSecurelta siirtyvää henkilöä tuotekehityksestä ja tukifunktioista

Resurssit

Pitkän linjan tietoturvaosaaminen



Kyberturvateknologiat- ja ohjelmistot



Laaja kanavakumppani-verkosto



Vahva brändi, etenkin Euroopassa



Liiketoimintaidea

F-Secure tarjoaa kokonaisvaltaisen valikoiman kyberturvaratkaisuja kuluttajille.



- Vahva ja pitkäaikainen teknologiaosaaminen
- Kokonaisvaltaiset ja useasti palkitut tietoturvaratkaisut
- Laaja, pääosin operaattoreista koostuva kanavakumppaniverkosto

Myyntikanavat

Kanavakumppanit

~130 operaattoria ja ~40 muita kumppaneita

Suoramyynti

Verkkokauppa, App Store ja Google Play

Asiakassegmentit



Kuluttajat

>16 miljoonaa tilaajaa

Tuotteet

Päätelaitteiden suojaus (F-Secure SAFE)

Yksityisyyden suojaus (F-Secure FREEDOME)

Identiteetin ja henkilötietojen suojaus (F-Secure ID PROTECTION)

Tietoturvareititin (F-Secure SENSE)

Paketoitu kokonaisratkaisu (F-Secure TOTAL)

Kustannusrakenne (2021)



Materiaalit ja palvelut (8 % lv:sta)



Myynti ja markkinointi (27 %)



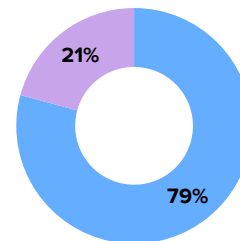
Tutkimus ja tuotekehitys (16 %)



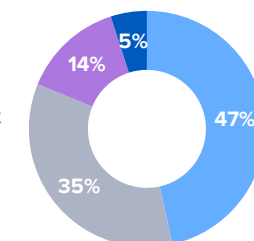
Hallinto (8 %)

Tulovirrat (2021)

Liikevaihto 106,3 m€
Oik. EBIT 45,9 m€



Kanavakumppanit
Suoramyynti



Muu Eurooppa
Pohjoismaat
Pohjois-Amerikka
Muu maailma

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Tuotekehitys ja teknologia

F-Securen liiketoiminnan ytimessä ovat sen teknologiaosaaminen ja palkintoja voittaneet tietoturvatuotteet. F-Securen tuotekehityksessä työskenteli 130 henkilöä vuonna 2021 ja tuotekehitysmenot vastasivat noin 16 % liikevaihdosta. Yhtiön teknologisen osaamisen voi jakaa kyberturvaosaamiseen sekä kanavakumppanuustoimintoihin, jossa yhtiön kumppaneille rakentama alusta on avainroolissa.

Kokonaisuudessaan F-Securen tuoteportfolio on melko kypsässä vaiheessa, josta tuotekehitysmenojen suhteellisen matala osuus osaltaan kertoo. Päätelaitteiden suojaustuotteita kehitetään tasaisella syklillä ja lisäksi panostuksia, tehdään tietyille uudemmille tuotealueille (SENSE ja ID PROTECTION).

Tuotekehityksessä kehitetään myös F-Securen Security Cloud -pilvipalvelua, joka saa dataa kymmeniltä miljoonilta loppuasiakkailta. F-Secure hyödyntää Security Cloudia koko tuotevalikoimassaan ja jatkuvan datavirran avulla tuotekehitystiimi pyrkii jatkuvasti kehittämään tuotteisiinsa uusia pilvipohjaisia sekä tekoälyyn perustuvia suojausominaisuuksia.

F-Securen kattavan kumppanikanavan vuoksi yhtiölle on vuosien saatossa kertynyt merkittävä osaamista erityisesti operaattorien liiketoimintaprosesseista, kuten toiminnan tukijärjestelmistä (OSS/BSS). Tämän myötä yhtiö on rakentanut teknologisen alustan kanavakumppaneilleen, jonka kautta kumppanit

voivat tarjota F-Securen tuotteita asiakkailleen skaalautuvasti ja tehokkaasti.

Tuotekehitys oli yksi liiketoiminnan osa-alue, jossa yritys- ja kuluttajatietoturvan välillä oli tiettyjä synergioita ydinteknologioiden ollessa molemmissa liiketoiminnoissa tietyiltä osin samanlaisia. F-Secure ja WithSecure jatkavatkin jakautumisen jälkeen tietyn datan jakamista varmistaakseen molempien yhtiöiden mahdollisimman laajan käsityksen uhkakentistä.

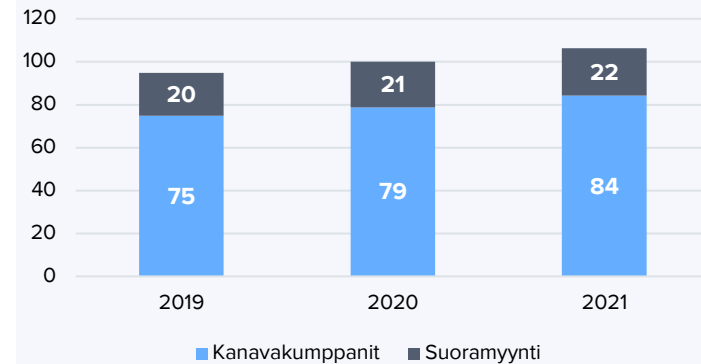
Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

Suurin osa F-Securen liikevaihdosta syntyy globaalisti noin 170 kanavakumppania kattavan verkoston kautta, mikä on yksi F-Securen keskeisiä vahvuuksia ja kilpailuetuja. Kuluttajatuotteita myydään myös suoramyynninä useiden sovelluskauppojen (App Store ja Google Play) sekä yhtiön oman verkkokaupan kautta.

F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja tänä päivänä sen noin 170 kanavakumppanin verkosto on laajin muihin tietoturvyhtiöihin verrattuna. Jakelukumppanit koostuvat pääosin operaattoreista (noin 130), mutta viime vuosina F-Secure on laajentanut kanavaa myös vakuutusyhtiöihin ja pankkeihin, joiden tarjoama tietoturvatuotteet hyvin täydentävät.

Laajentuminen näissä uusissa vertikaaleissa on yksi F-Securen strategian keskeinen osa-alue ja kasvun ajuri tulevina vuosina. F-Secure näkee selkeitä kasvumahdollisuuksia edelleen myös operaattoreissa. Vuonna 2021 F-Securen liikevaihdosta 79 % tuli kumppanikanavan kautta ja viisi suurinta kanavakumppania muodosti 25 % liikevaihdosta.

Suoramyyntin ja kanavakumppaniverkoston myynnin kehitys



Kanavakumppanien liiketoiminnan haasteita:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Kumppanikanava

Kanavakumppanit myyvät F-Securen tuotteita joko erillisinä lisäarvopalveluina tai yhdistettynä osaksi omia ydinpalveluitaan (esim. laajakaistapaketti). Kumppanikanavan kautta F-Secure saa laajan jakelun ja volyymin tuotteilleen. Tätä kautta tuotteiden monistettavuus ja skaalautuvuus mahdollistavat hyvän kannattavuuden, vaikka kumppanit ottavatkin suhteellisen ison osuuden tuotteiden bruttomyyntistä, heidän hoitaessa tuotteiden myynnin ja markkinoinnin.

Liikevaihto kumppanikanavan kautta on lähes kokonaan jatkuvalaskutteista tilausliikevaihtoa. Liikevaihtoa tulee myös kertaluonteisesti F-Securen integroidessa ratkaisujaan kumppanien laskutus- ja provisointijärjestelmiin sekä vuosimaksuna tarjotun asiakastuen kautta. Näiden osuus on kuitenkin vain muutamia prosentteja liikevaihdosta.

Operaattorit ovat F-Securen luonnollisia kumppaneita tietoturvapalveluiden liittyessä vahvasti laajakaista- ja mobiiliyhteyksiin. F-Securen oman tutkimuksen mukaan kaksi kolmesta kuluttajasta suosii tietoturvaratkaisunsa ostamista operaattorilta. Myös operaattoreille yhteistyö F-Securen kanssa on hedelmällistä. Tarjoamalla tietoturvapaketteja puhelin- ja laajakaistaliittymien yhteydessä operaattorit ovat kannattavan lisämyynnin lisäksi pystyneet parantamaan asiakaspysyvyyttä ja asiakastyytyväisyyttä. Mielestämme F-Securen tuotteiden menestys tässä kanavassa perustuukin juuri siihen, että se ratkoo operaattoreille kahta niiden liiketoiminnan ydinongelmaa (keskihinta ja asiakasvaihtuvuus). Vakuutusyhtiöt, pankit ja vähittäiskaupat painivat osaltaan samojen

haasteiden kanssa, jonka vuoksi F-Secure on viime vuosina alkanut laajentaa kumppaniverkostoaan näille toimialoille.

Kumppanien menestyksen tukeminen liiketoiminnan keskiössä

F-Secure tarjoaa monipuolisen integraatioalustan kanavakumppaneilleen. Kumppanit ovat tyypillisesti isoja organisaatioita ja alustan kautta F-Secure tarjoaa helpon ja skaalautuvan tavan myydä tietoturvaohjelmistoja loppuasiakkaille. Alustan kautta kumppanit voivat tarjota tuotteita joko F-Securen tai oman brändin alla. F-Securen ohjelmisto voi siis olla myös piilotettu täysin palveluntarjoajan rajapinnan taakse ja F-Securen brändi näkymättömissä loppukäyttäjälle. F-Securen tuotteiden ottaminen osaksi kumppanin tarjoomaa ei vaadi merkittävää kehitystyötä, mutta myyntisyklit uusien kumppanien voittamiseksi ovat usein hyvin pitkiä prosesseja (6-18kk). Tämän jälkeen ottaa vielä aikansa, kunnes F-Securen tuotteiden osuus asiakaskannassa alkaa kasvaa liikevaihdon kannalta merkittäviin lukemiin.

F-Secure tarjoaa myös muita myyntiä tukevia palveluita kumppaneille. Näitä ovat esimerkiksi laskutuksen ja asiakashallinnan integrointi, parhaiden käytäntöjen jakaminen tuotteiden lanseeraamisesta eri markkinoille, myynnin tehostaminen asiakkaan elinkaariarvon maksimoimiseksi ja datapohjaisten palveluiden tarjoaminen päätöksenteon tueksi.

Toimintamallillaan F-Secure on onnistunut saavuttamaan erittäin korkean (2021: >97 %) palveluntarjoajakumppanien pysyvyysasteen ja tyytyväisyysasteen (63 NPS vuonna 2019). Onnistumisen kannalta on kriittistä, että F-Securen tuotteiden myynti on palveluntarjoajille hyvää

liiketoimintaa ja kumppanien menestyksen tukeminen onkin keskiössä F-Securen liiketoimintamallissa. Yhtiö on tehnyt alustansa pohjalta yli 500 toimitusta ja projektia operaattorikumppaneilleen.

Suoramyyntikanava

F-Securen tuotteita myydään suoraan verkossa toimivien sovelluskauppojen (App Store, Google Play) sekä oman verkkokaupan kautta. Vähittäiskaupassa myydään myös edelleen jonkin verran fyysisiä ”paketteja”, joissa tulee mukana ohjelmiston lisenssi ja asennusohjeet. Kilpailu markkinalla on erittäin kovaa, asiakashankinta vaatii merkittäviä markkinointipanostuksia ja erilaiset ilmaistuotteet ja freemium-mallit tekevät kuluttajamarkkinasta haastavan tavoittaa suoramyyntin kautta. Vuonna 2021 liikevaihdosta 21 % tuli suoramyyntikanavien kautta.

Liikevaihto suoramyyntistä perustuu täysin jatkuvalaskutteisiin tilauksiin. Tilaukset voivat olla voimassa määrätyn ajan (1-2v) ja ne voivat myös uusiutua automaattisesti tilausjakson jälkeen. Lisäksi tuotteita myydään jatkuvana kuukausitilauksena. Tuotteita tarjotaan myös ilmaisiksi kokeilujaksoiksi, jonka jälkeen kuluttaja pyritään saamaan maksulliseksi tilaajaksi.

Suoramyyntikanavan ensisijaisena tehtävänä on tuottaa F-Securelle tietotaitoa ja tietoa parhaista käytännöistä, joita se voi hyödyntää kanavakumppaniverkoston tukemiseksi. Suoramyyntin kautta yhtiö voi myös viedä uusia tuotteitaan ”koemarkkinoille” ja kokeilla erilaisia markkinointikampanjoita ja tunnistaa optimaalisia hintapisteitä. Lisäksi suoramyynti on myös itsessään kannattavaa ja edistää yhtiön kasvua.

F-Securen liiketoimintamalli





Teknologia ja Tuotekehitys



Tuotteet

 Pöytälaiteiden suojaus
(F-Secure SAFE)

 Yksityisyyden suojaus
(F-Secure FREEDOME)

 Henkilötietojen suojaus
(F-Secure ID PROTECTION)

 Tietoturvariteitin
(F-Secure SENSE)

 Paketoitu kokonaisratkaisu
(F-Secure TOTAL)



Laskutus ja asiakas-
hallinnan integrointi



Asiakkuuksien
elinkaaren hallinta

Liiketoiminnan alusta



Asiakas-
palvelu



Liiketoimintatiedon
hallinta ja hyödyntäminen



Skaalautuva pilvipohjainen toimitusmalli

Kumppanikanava (~170 kumppania)
79 % liikevaihdosta 2021

Suoramyynti
21 % liikevaihdosta 2021

Teleoperaattorit
(~130)

Pankit ja vakuutusyhtiöt

Vähittäiskauppa*

Verkko- ja sovelluskaupat



Globaalit kuluttajatietoturvan markkinat

F-Securen liiketoimintamalli eri myyntikanavissa

	Myynnin- ja asiakashankinnan kulut	Loppukäyttäjän ostama palvelu	Loppukäyttäjän maksama hinta*	Myyntivolyymi	F-Securen saama yksikköhinta
Kanavakumppani (B2B2C)	Kumppani	Kumppanin ydinpalvelu	Sisällytetty esim. laajakaistan hintaan	Suuri	Matala
		Lisäarvopalvelu	~7 €/kk	Keskisuuri	Keskisuuri
Suoramyynti (B2C)	F-Secure	Lisäarvopalvelu	~7 €/kk tai ~80 €/vuosi	Pieni	Korkea

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tuotteet

F-Securen tuoteportfolio koostuu tällä hetkellä seuraavista tuotteista: 1) päätelaitteiden suojaustuote F-Secure SAFE, 2) virtuaalinen erillisverkko (VPN) F-Secure FREEDOME, 3) kodin kaikki älylaitteet suojaava tietoturvarieitin F-Secure SENSE sekä 4) identiteetin ja henkilötietojen suojaukseen tarkoitettu F-Secure ID PROTECTION.

F-Securen strategian keskiössä keskihinnan nostamiseksi on tarjota paketoitua kokonaisratkaisu F-Secure TOTALia, joka sisältää SAFEn, FREEDOMEn ja ID PROTECTIONin. TOTAL on yhtiölle tärkeä kasvuajuri, sillä kokonaisratkaisun hintapiste on kanavasta riippuen noin 20-50 % korkeampi kuin yksittäisten tuotteiden.

F-Secure SAFE: SAFE on päätelaitteiden suojaustuote, joka suojaa laitetta viruksilta, troijalaisilta ja kiristysohjelmilta sekä turvaa nettiostokset ja verkkopankin käytön. Tuotteella voidaan myös asettaa järkevät rajat perheen lasten internetin käytölle. Tuote yhdistää paikallista virustorjuntaa ja käyttäytymisanalyysiä sekä pilvi-/tekoälypohjaisia suojausteknologioita. SAFE on liikevaihdollisesti merkittävin F-Securen yksittäinen tuote. SAFE on voittanut AV Testin Best Protection -palkinnon 7 kertaa viimeisen 11 vuoden aikana, mikä kertoo tuotteen ominaisuuksien olevan huippuluokkaa.

F-Secure ID PROTECTION: Vuonna 2020 lanseerattu tuote suojaa henkilökohtaisia tietoja, kuten käyttäjätunnuksia, salasanoja ja luottokorttinumeroita. Tuote myös havaitsee

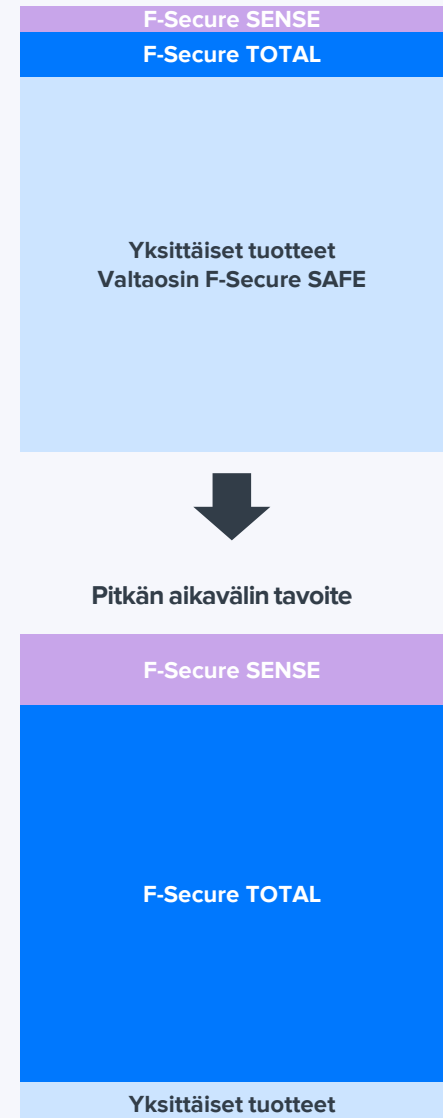
mahdolliset henkilötietojen tietovuodot ja lähettää käyttäjälle ohjeet näihin tilanteisiin reagoimiseksi. Tuote on otettu hyvin vastaan kumppanikanavassa ja se myös täydentää erinomaisesti TOTAL-kokonaisratkaisua.

F-Secure FREEDOME: FREEDOME on vuonna 2014 lanseerattu virtuaalinen erillisverkko (VPN), joka suojaa verkkoliikennettä ja mahdollistaa yksityisen internetselailun. Tuote suojaa myös selausta estämällä pääsyn haitallisille ja tietoja kalasteleville sivustoille. VPN:n avulla kuluttaja voi myös valita virtuaalisen sijaintinsa eli maantieteellisen IP-osoitteensa.

F-Secure SENSE: SENSE on 2017 lanseerattu tietoturva- ja yksityisydensuojaratkaisu, joka on yhteistyössä operaattorin kanssa integroitu kuluttajien langattomiin Wi-Fi-reitittämiin. SENSE suojaa koko kotiverkkoa ja kaikkia siihen liitetyjä laitteita estämällä haitallisen liikenteen ennen kuin se pääsee käsiksi kuluttajien laitteisiin.

F-Secure on tehnyt tähän mennessä sopimukset SENSEstä 9 operaattorin kanssa. SENSEn ohjelmiston sisältävien reitittimien kanta laajenee kuitenkin hitaasti kuluttajien parissa, sillä reitittämiä vaihdetaan suhteellisen harvoin. Tulevina vuosina asennettu kanta kuitenkin asteittain laajenee ja tarjoaa selvää kasvupotentiaalia F-Securelle.

Havainnollistus F-Securen liikevaihdon jakaumasta tuotteittain 2021:



Sijoitusprofiili

Kypsän vaiheen kannattava teknologiayhtiö

F-Securen sijoitusprofiili on kirkastunut merkittävästi yhtiön jakaututtua itsenäiseksi yhtiöksi. WithSecure oli sijoittajille vaikeasti hahmoteltava, sillä yhtiössä yhdistyi samaan aikaan vakaa kassavirtaliiketoiminta (F-Secure) ja investointivaiheessa oleva kassavirtanegatiivinen liiketoiminta (WithSecure). Yhtiö ei siis ollut täysiverinen kasvuyhtiö, mutta ei myöskään kypsän vaiheen teknologiayhtiö. Jakautumisen myötä molempien yhtiöiden arvonmuodostus selkeytyy, kun yhtiöt voivat keskittyä täysin strategioidensa toteuttamiseen sekä pääoman allokontiin omista lähtökohdistaan. Näin esimerkiksi F-Securen erinomainen kannattavuus ja vuolaat kassavirrat pääsevät omaan arvoonsa, kun yhtiön ei tarvitse enää rahoittaa yritystietoturvan kasvuinvestointeja.

Itsenäisenä yhtiönä F-Secure profiloituu kypsäksi teknologiayhtiöksi, joka kasvaa vakaasti sekä tekee erinomaista kannattavuutta ja vahvaa kassavirtaa. Vuolaan kassavirran ja maltillisemmän kasvuhakuisuuden vuoksi odotamme osinkojen olevan merkittävässä roolissa osakkeen tuotto-odotuksen kannalta. Uudessa strategiassaan yhtiö kuitenkin hakee historiallista tasoaan nopeampaa kasvua, mistä yhtiöllä on jo viime vuosilta näyttöjä. Siten näemme yhtiöllä edellytykset vakaalle organisaation tuloskasvulle keskipitkällä aikavälillä, kun alkuvaiheen investoinnit omaan organisaatioon sekä kasvun vauhdittamiseen on saatu valmiiksi.

Vahvuudet ja ajurit

Vahva ja etabloitunut asema vakaasti kasvavilla kuluttajatietoturvan markkinoilla tarjoaa hyvät

lähtökohdat liiketoiminnan kasvattamiselle myös jatkossa.

Asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen pakettiratkaisuilla on ollut kasvun kannalta avaintekijä viime vuodet ja tulee olemaan jatkossakin. Tässä keskeistä on F-Secure TOTALin myynnin kasvu.

Laaja kanavakumppanien verkosto, johon kuuluu noin 170 kumppania. Kumppanikanava on laajin kaikista tietoturvyhtiöistä ja tarjoaa F-Securelle laajan jakelun ja volyymin tuotteille. Kumppanien tyytyväisyys F-Securen tuotteisiin on erittäin korkea ja asiakaspysyvyys vahvalla tasolla.

Kanavakumppaniverkoston laajentaminen pankkeihin, vakuutusyhtiöihin sekä vähittäiskauppoihin tuo uusia kasvumahdollisuuksia. Tämä mahdollistaa F-Securen tuotteille merkittävästi nykyistä laajemman jakeluverkoston ja ratkoo kumppanien näkökulmasta samoja ongelmia kuin operaattoreille.

Uudet tuotteet, kuten SENSE ja ID PROTECTION, tarjoavat skaalautuvaa kasvupotentiaalia keskipitkällä aikavälillä. Myös muiden mahdollisten uusien tuotteiden lanseeraukset tai teknologioiden hankkiminen yritysostoin ovat pitkän aikavälin kasvun kannalta tärkeitä.

Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli mahdollistaa erittäin hyvän kannattavuuden.

Kuluttajien kasvava tietoisuus kyberuhista ja kasvava halukkuus investoida tietoturvaan ovat selkeitä positiivisia kysyntäajureita pitkällä aikavälillä.

Keskeiset riskit

Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi voi väliaikaisesti heikentää yhtiön toiminnan jatkuvuutta. Jakaantuminen voi myös lisätä merkittävästi hallintoon ja tuotekehitykseen vaadittavia investointeja, millä voi olla odotuksia negatiivisempi vaikutus kannattavuuteen.

Kireä kilpailu ja suurten toimijoiden vahvat resurssit: Kuluttajatietoturvamarkkina on yritysjärjestelyjen myötä jo keskittynyt melko vahvasti muutamien suurten toimijoiden käsiin. Näillä on F-Secureen nähden merkittävästi suuremmat resurssit investoida muun muassa tuotekehitykseen ja markkinointiin.

Ilmaisten tietoturvaohjelmistojen aiheuttama kilpailu-uhka: Näistä jo vuosia pinnalla olleista uhkakuvista huolimatta kuluttajatietoturva vaikuttaa pysyvän hyvin elinvoimaisena liiketoimintana ja aivan viime vuosina kasvunäkymä on vain vahvistunut.

Riippuvuus yksittäisistä kanavakumppaneista: Kanavakumppaniverkosto on F-Securelle erittäin tärkeä ja mahdolliset rakennemuutokset teleoperaattoreissa tai kilpailevien yhtiöiden muuttuminen houkuttelevimmiksi kumppaneiksi ovat selkeitä riskejä. Asiakasriski on myös olemassa, sillä 5 suurinta kanavakumppania muodosti 25 % F-Securen liikevaihdosta vuonna 2021.

Teknologiariskit voivat esimerkiksi ilmetä häiriönä tai puutteina F-Securen tuotteissa. Tämä voisi pahimmillaan altistaa kuluttajia kyberhyökkäysten uhreiksi ja siten voi aiheuttaa vahinkoa yhtiön maineelle laadukkaana kyberturvan tarjoajana.

Sijoitusprofiili

1.

Vakaa kasvu ja erittäin vahva kannattavuus

2.

Skaalautuva ja jatkuvaluonteinen liiketoimintamalli

3.

Suuri ja vakaasti kasvava kokonaismarkkina

4.

Liiketoiminta luo vahvasti kassavirtaa, mikä tukee osingonmaksukykyä

5.

Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta

Potentiaali



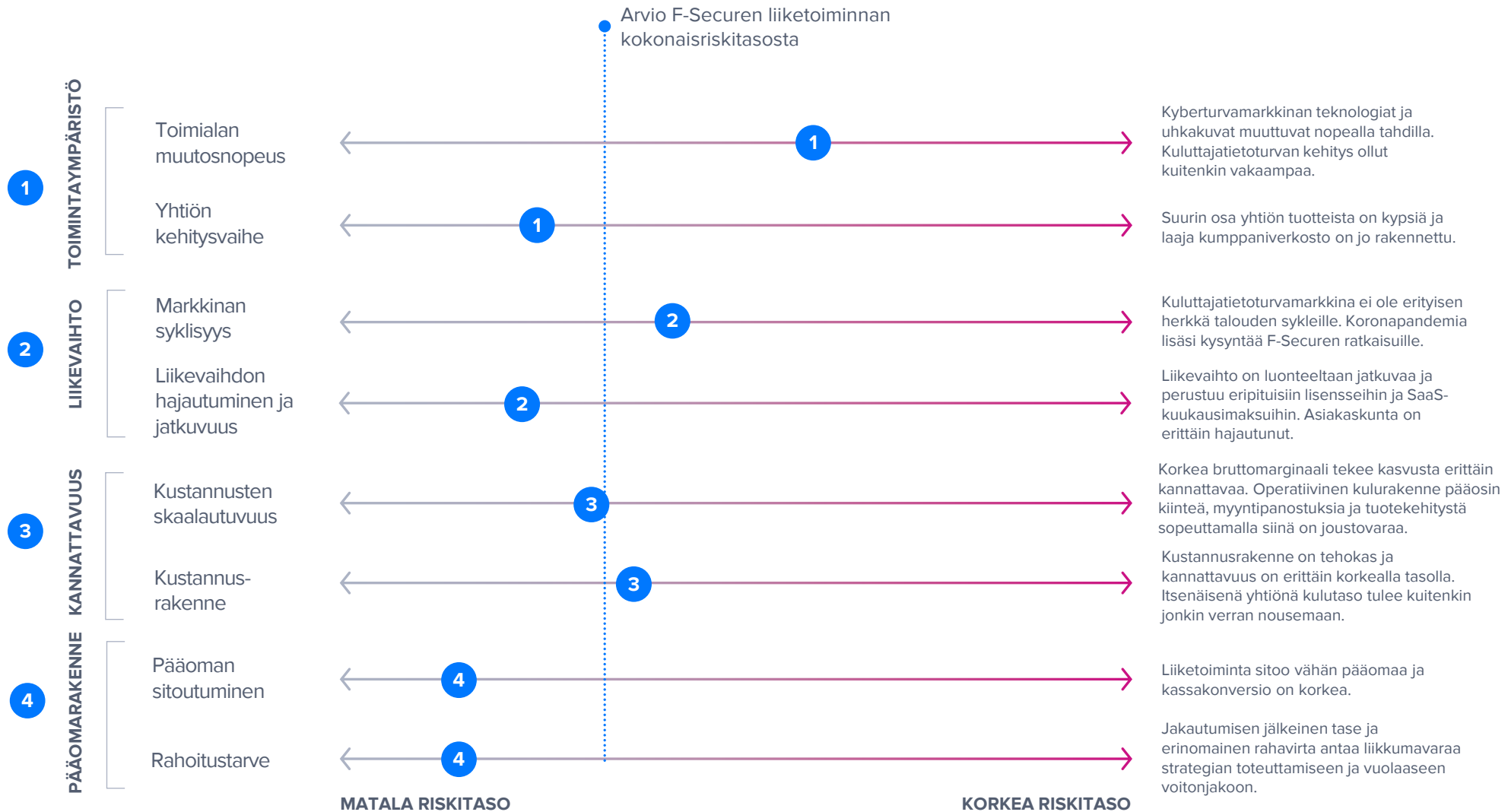
- Asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen
- Kanavakumppaniverkoston laajentaminen
- Uudet tuotteet
- Kuluttajien kasvava tietoisuus kyberuhista ja halukkuus panostaa siihen tukee markkinan kasvua
- Vahva kannattavuus ja kassavirta mahdollistaa vuolaan osingonjaon sekä investoinnit kasvuun

Riskit



- Päätelaitteiden suojauksen kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Ilmaisen tietoturvan kilpailu-uhka ja markkinan suhteellisen hidas kasvu
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista
- Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi voi aiheuttaa väliaikaista epäjatkuvuutta yhtiön toiminnassa ja odotuksia suurempia kustannuksia

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaisuusmarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat edelleen rajusti. Gartnerin arvion mukaan kokonaisuudessaan globaalien kyberturvamarkkinan koko vuonna 2021 oli noin 150 mrd. dollaria. Markkinan odotetaan kasvavan noin 10 %:n tahtia vuosittain ja saavuttavan 221 mrd. dollarin koon vuonna 2025.

Markkinasegmentit

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

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

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

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

Isossa kuvassa markkinan kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla tietoturvakysymykset nousevat keskeiseen rooliin uusien digitaalisten liiketoimintoja suunniteltaessa sekä 2) IT-markkinan trendit (teollinen internet, sosiaalinen

media, digitaalinen kaupankäynti, pilvisiirtymä) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin.

F-Securelle olennainen segmentti on kolmion alin kerros, johon sisältyvät pienet ja keskisuuret yritykset sekä kuluttajat. Pienille yrityksille ja kuluttajille usein tärkeintä on suojautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvaluotteilla, kuten päätelaitteiden suojaustuotteilla ja palomureilla.

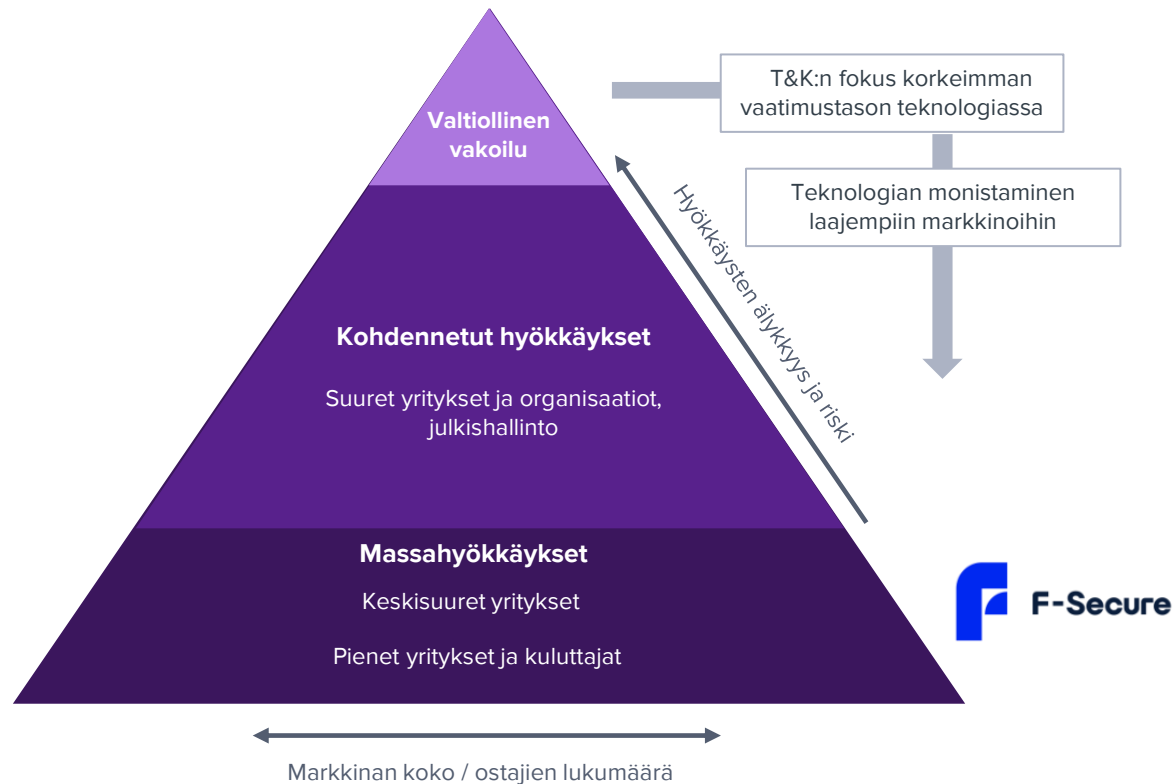
Markkinan ajurit

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

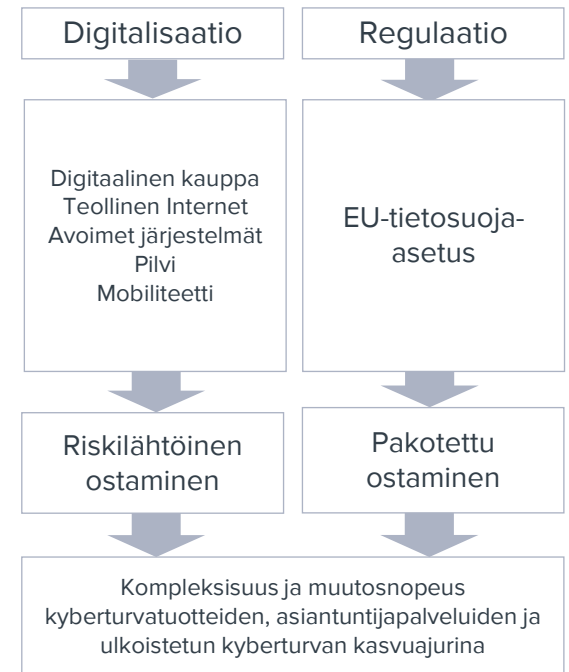
IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten pilvipalvelut, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvassa. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Yhtenä megatrendinä voidaan nostaa myös jatkuvasti kasvava ja monimuotoistuva laitekanta sekä erilaisten järjestelmien ja verkkopalveluiden kytkytyminen toisiinsa. Digitalisaation eteneminen siis kasvattaa jatkuvasti potentiaalista hyökkäyspinta-alaa kyberrikollisille.

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/3

Kuluttajätietoturvamarkkina

F-Secure toimii kuluttajätietoturvamarkkinalla, joka suuresta koostaan huolimatta on suhteellisen pieni osa koko kyberturvamarkkinasta. Gartnerin arvion mukaan kuluttajätietoturvaluotteiden markkinan koko vuonna 2020 oli noin 5,7 miljardia euroa ja sen odotetaan kasvavan vakaasti noin 4 %:n vuosivauhtia vuoteen 2025.

Markkina pitää sisällään päätelaitteiden tietoturvaluotteita, kuten virustorjunnan, vakoiluohjelmien torjunnan, lasten laitteiden hallinnan ja mobiilitietoturvaan tarkoitetut tuotteet, sekä petosten tunnistamiseen, varmuuskopiointiin ja kuluttajan yksityisyydensuojaan verkossa liittyviä tuotteita. Suurimman osan markkinasta arvioidaan liittyvän päätelaitteiden tietoturvaluotteisiin. Kaiken kaikkiaan F-Securen kohdemarkkinat ovat yhtiön mittaluokkaan suhteutettuna erittäin suuret, eikä markkinan koko nouse rajoitteeksi yhtiön kasvulle.

Päätelaitteiden suojaustuotteiden markkinat ovat saavuttaneet jo kypsän vaiheen, mikä selittää kuluttajätietoturvamarkkinan melko hidasta kasvua. Lisäksi jatkuvasti kehittyvien ilmaisten virustorjuntaratkaisujen (esim. Windows Defender) suosio osaltaan jarruttaa markkinakasvua. Nopeasti kasvavia tuotealueita löytyy kuitenkin esimerkiksi yksityisyyden suojaamisen puolelta sekä kodin älylaitteiden suojaamiseen tarkoitetuista ratkaisuista. Koronapandemian ja sitä kautta lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat myös aiempaa valmiimpia maksamaan kyberturvasta, mikä on näkynyt myös F-Securen kasvuluvuissa.

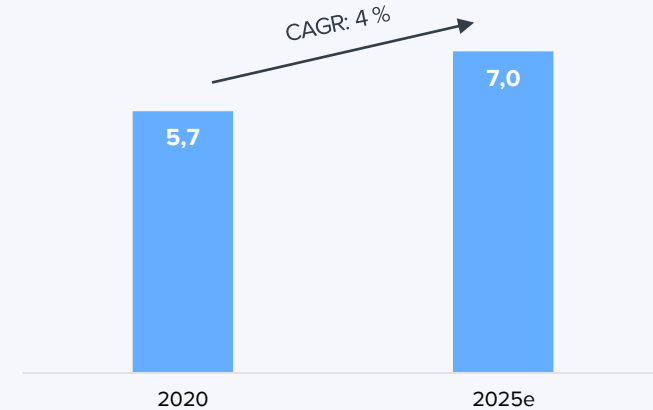
Markkinan kasvuajureita

F-Secure on tunnistanut itse tiettyjä ajureita, jotka voivat vauhdittaa kuluttajätietoturvamarkkinan ja yhtiön kasvua. Ensimmäinen näistä on loppukäyttäjien kulutuksen uudelleen jakautuminen olemassa olevilla markkinoilla. Suurin osa kuluttajista käyttää edelleen erillisiä tietoturvaratkaisuja, kuten pelkkää päätelaitteiden suojausta tai VPN:ää. Yhtiön markkinatutkimusten perusteella kuluttajat ovat kuitenkin siirtymässä entistä enemmän kohti kokonaisratkaisuja (kuten TOTAL), joiden hintapiste on yksittäisiä tuotteita korkeampi.

F-Securen markkinatutkimusten perusteella kuluttajat ovat entistä halukkaampia maksamaan tietoturvasta. Koronapandemia kiihdytti digitalisaatiota entisestään ja lisäsi erilaisten verkkopalvelujen käyttäjiä selvästi. Verkossa käytetyn ajan lisääntyessä kuluttajien huolet tietoturvaan liittyen ovat kasvaneet. F-Securen tutkimuksen perusteella esimerkiksi 55 % kuluttajista on huolissaan siitä, että joku varastaa heidän identiteettinsä ja käyttää sitä esimerkiksi verkko-ostosten tekemiseen.

Kuluttajat myös kokevat tietoturvan olevan liian monimutkaista ja eivät haluaisi investoida merkittävää määrää omaa aikaansa sen varmistamiseen. Keskeinen haaste kuluttajalle on, miten suojata lukuisat eri päätelaitteet monimutkaistuvassa ympäristössä. Tämän vuoksi kaiken kattavat kokonaisratkaisut ostettuna yhdestä paikasta kiinnostavat yhä enemmän. Näin kuluttajat myös kääntyvät yhä useammin tietoturvapaketteja tarjoavien operaattoreiden ja muiden palveluntarjoajien puoleen tietoturva-asioiden hoitamiseksi.

Kuluttajätietoturvamarkkina (mrd. €)



Kuluttajamarkkinan trendit:

Digitalisaatio lisää huolia tietoturvan suhteen

→ Kuluttajien maksuhalukkuus kasvussa

Tietoturva on kuluttajille monimutkaista

→ Kuluttajat kääntyvät palveluntarjoajien puoleen tietoturvaratkaisujen hankkimiseksi

Siirtymä kokonaisvaltaisiin tietoturvaratkaisuihin

→ Asiakaskohtainen liikevaihto kasvaa

Uusien tuotekategorioiden syntyminen

→ Esim. identiteettivarkauksilta suojautuminen ja reitittimien tietoturva

Toimiala 3/3

F-Secure näkee myös markkinalle syntyvän uusia tuotekategorioita, jotka tarjoavat kasvumahdollisuuksia. Esimerkiksi identiteettivarkauksilta suojaavien palveluiden markkinan arvioidaan olevan noin 9,3 miljardia dollaria ja kasvavan 17 %:n vuosivauhtia. Markkinaan kuuluvia palveluita on esimerkiksi luotovalvonta, suoja petoksia vastaan (luottokortti- ja pankkipetokset) ja kyberturvallisuusvakuutus. Kun kuluttajat ovat yhä tietoisempia identiteettivarkauksista, kasvaa kysyntä myös identiteetin hallintaan ja tietovuotojen valvontaan liittyville ratkaisuille (kuten F-Secure ID PROTECTION).

Lisäksi alan kasvutrendinä voi nähdä kodin älykkäiden IoT-laitteiden määrän kasvun. Laitekannan muuttuminen on näkynyt PC:n virustorjuntaohjelmistojen hienoisena laskuna, mutta kokonaisuudessaan verkkoon kytkettyjen laitteiden lukumäärä kuluttajien kodeissa kasvaa nopeasti. Tämä tarjoaa kasvumahdollisuuksia uusille, kodin älylaitteita suojaaville tietoturvatuotteille (kuten F-Secure SENSE).

Toimiala on konsolidoitunut merkittävien järjestelyjen seurauksena

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet viime vuosikymmenen ajan sektorille paljon investointeja. Tämä on näkynyt pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Trendi on näkynyt erityisesti yritystietoturvamarkkinalla, missä odotettu kasvuvauhti on kuluttajietoturvamarkkinaa nopeampi ja markkinaosuudet osittain vielä

jakamatta.

Kuitenkin myös kuluttajietoturvamarkkinoilla on nähty viime aikoina merkittäviä yritysjärjestelyjä. Suurimpia järjestelyjä ovat olleet Nortonin ja LifeLockin yhdistyminen vuonna 2016, vuonna 2020 Aviran myyminen NortonLifeLockille sekä vuonna 2021 tiedotettu Avastin ja NortonLifeLockin potentiaalinen yhdistyminen. Avastista tehty noin 8,6 miljardin dollarin ostotarjous on vielä Iso-Britannian kilpailuviranomaisten syynissä, eikä kaupan läpimeno ole vielä takeita.

Kuriositeettina mainittakoon, että nykyinen NortonLifeLock syntyi vuonna 2019, jolloin Symantec päätti myydä yritystietoturvaliiketoimintansa Broadcomille ja keskittyä pelkkään kuluttajietoturvaan. Lisäksi pääomasijoittajista koostuva joukko teki McAfeesta noin 14 miljardin dollarin julkisen ostotarjouksen marraskuussa 2021. Tätä ennen myös McAfeen yritystietoturvaliiketoiminnot oli myyty maaliskuussa 2021 pääomasijoittajalle. Siten WithSecuren ja F-Securen jakautuminen noudattelee pitkälti toimialalla viime vuosina nähtyä järjestelyjen trendiä.

Jo tapahtuneiden järjestelyiden myötä kuluttajietoturvamarkkinoilla tuskin nähdään enää kovin merkittävää konsolidaatioaaltoa. Kuitenkin yksittäisiä suurempia järjestelyjä voidaan nähdä myös jatkossa. Keskipitkällä aikavälillä on myös mahdollista, että F-Securelta nähdään yritysstoja, jotka arviomme mukaan voivat olla pienempiä teknologiahankintoja tai keskisuuria järjestelyjä, joilla tavoitellaan maantieteellisen peiton kasvattamista.

Kuluttajietoturvamarkkinan yritysjärjestelyjä:

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/S	EV/EBITDA
3/2022	Avast	SecureKey	-		
12/2021	Avast	Evernym	50		
8/2021	Advent	McAfee	14000	7,5x	16,6x
8/2021*	NortonLifeLock	Avast	7662	8,2x	15,6x
12/2020	NortonLifeLock	Avira	359		
5/2019	Avast	TrackOFF	-		
11/2017	NortonLifeLock	SurfEasy	39		
11/2016	Norton	LifeLock	2362	3,6x	50,0x
7/2016	Avast	AVG	1463	3,4x	11,7x

* Kauppa ei ole vielä mennyt läpi.

Kilpailu

Markkina keskittynyt muutamille isoille toimijoille

Konsolidaation myötä kuluttajatietoturvamarkkinasta merkittävä osa on keskittynyt muutamien suurten toimijoiden ympärille. Samalla korkea alalle tulon kynnyks ja koko kyberturvamarkkinaan nähden suhteellisen pieni koko on rajoittanut uusien kilpailijoiden syntymistä tälle kypsälle markkinalle. Suurimpiin toimijoihin lukeutuvat NortonLifeLock, McAfee, Avast, Kaspersky, TrendMicro ja BitDefender. Yhtiöt kilpailevat F-Securen kanssa sekä suoramyynti- että kumppanikanavassa, vaikka yhtiöiden go-to-market-strategiat ja liiketoimintamallit osaltaan eroavatkin toisistaan. Maksullista tietoturvaa tarjoavien kilpailijoiden lisäksi F-Secure kilpailee myös ilmaiseksi tarjottavia ratkaisuja vastaan. Näistä pahin kilpailija on käytännössä kaikille Windows-koneille esiasennettu Microsoftin tietoturvaratkaisu.

SENSE-tuotteen osalta myös läheisissä tuoteryhmissä, kuten kodin ja kotiverkkoon yhdistettyjen laitteiden suojauksessa toimivat yritykset, voidaan katsoa F-Securen kilpailijoiksi kumppanikanavassa. Suoramyyntikanavassa yllä mainittujen tietoturvakettien toimittajien lisäksi kilpailua löytyy erikoistuneista VPN-toimittajista, salasanojen ja henkilöllisyyden suojaukseen erikoistuneista yrityksistä sekä perheen lasten laitteiden suojaamiseen erikoistuneista toimijoista.

Kilpailutekijät kuluttajatietoturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää ja havaita haittaohjelmia luonnollisesti korostuu kilpailutekijänä. Lisäksi asiakkaiden luottamus tuotteeseen, tuotteen hinta,

suojausominaisuuksien laajuus ja helppokäyttöisyys ovat tärkeitä tekijöitä. Myös brändi ja tuotteen menestys erilaisissa testeissä vaikuttavat ostopäätöksiin. Osaltaan edellä mainittujen asioiden edistäminen on kiinni tuotekehitys- ja markkinointiresurssien laajuudesta.

F-Securelle keskeisessä kumppanikanavassa pitkien asiakassuhteiden ja uusien kumppanien voittamisessa keskeisiä tekijöitä ovat kyky tukea kanavakumppaneita niiden liiketoiminnan tavoitteiden saavuttamisessa. Näistä tärkeimpiä ovat asiakaspidon parantaminen sekä asiakaskohtaisen laskutuksen kasvattaminen.

F-Securen kilpailuedut

F-Securen pitkäikäisen virustorjuntateknologioiden osaamisen myötä yhtiön tuotteet ovat hyvin kilpailukykyisiä. Tästä osoituksena toimivat yhtiön voittamat lukuisat palkinnot päätelaitteiden suojaustesteissä. Kaikista tietoturvayhtiöistä laajin kanavakumppaniverkosto on myös yhtiön keskeisimpiä kilpailuedun lähteitä. Vahvasta asemasta kumppanikanavassa kertovat myös erittäin pitkät asiakassuhteet. Operaattorikumppaneissa hyväksi havaittua menestyksen reseptiä sovelletaan nyt myös pankki-, vakuutus, ja vähittäiskaupan alalle.

Pohjoismaissa F-Securen brändi on myös varsin vahva, joskin globaalisti brändin tunnettuus jää jälkeen suurimmista pääkilpailijoista. Suurimmilla kilpailijoilla on lähtökohtaisesti myös suuremmat resurssit investoida tuotekehitykseen ja myyntiin. Yleisesti näemme F-Securen kilpailukyvyyn olevan hyvällä tasolla, joskin pysyviä kilpailuetuja teknologiasektorilla on vaikea saavuttaa.

F-Securen merkittävimmät kilpailijat:



Muita erikoistuneita kilpailijoita:

Kotiverkkoon yhdistettyjen laitteiden suojaus ja DNS-turvallisuus:



VPN-toimittajat:

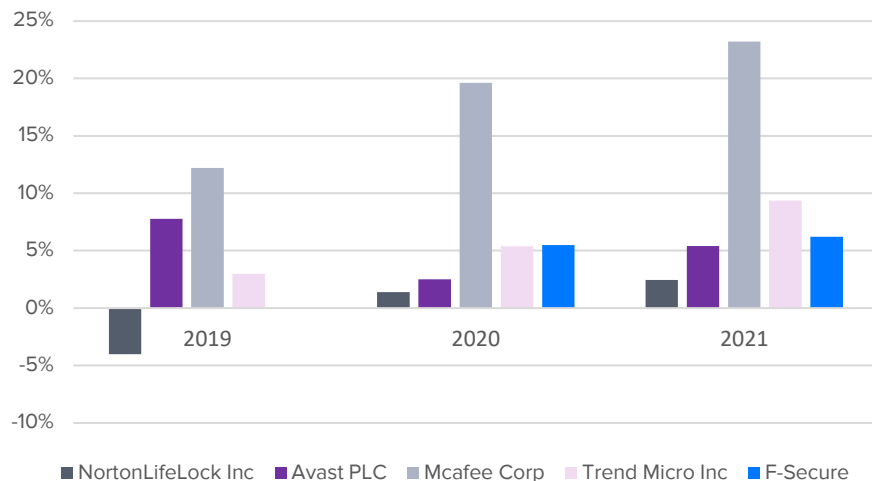


Salasanojen ja henkilöllisyyden suojaus sekä perheen lasten laitteiden suojaaminen:

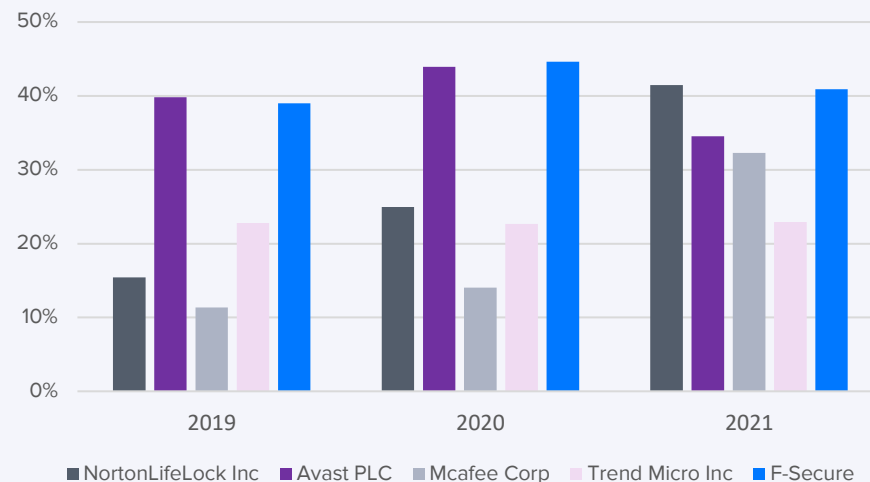


Verrokkien taloudellinen kehitys

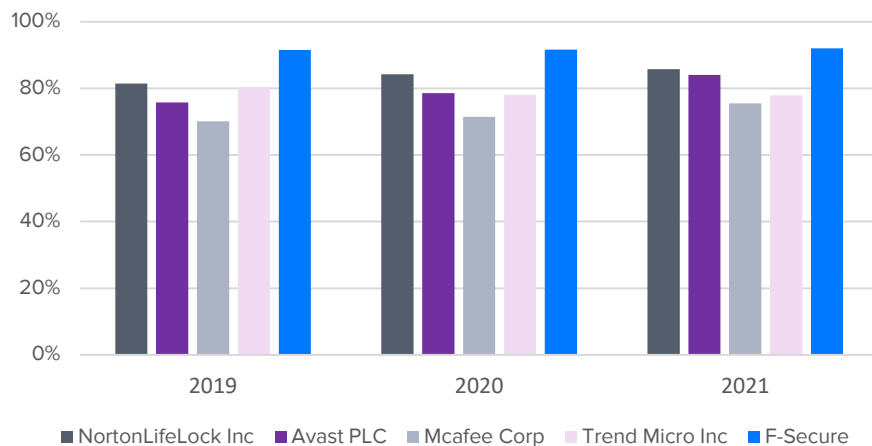
Liikevaihdon kasvu*



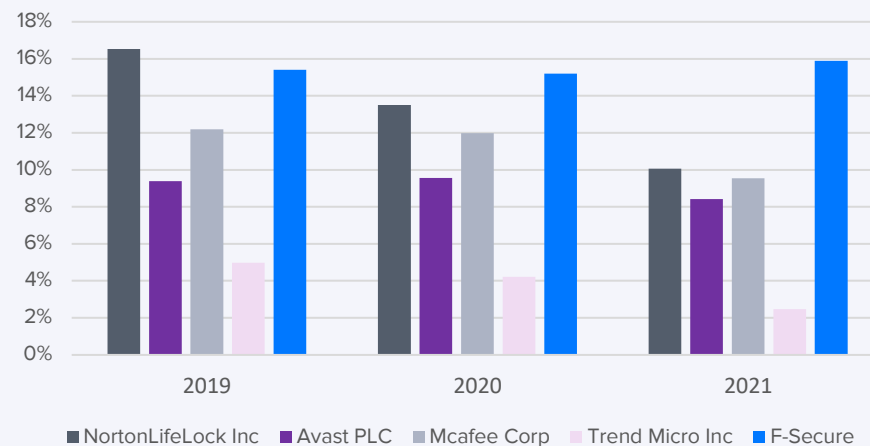
Liikevoittomarginaali



Bruttokate-%



Tuotekehityksen osuus liikevaihdosta



Strategia

Kasvustrategian kolme pilaria

F-Securen strategiana on tarjota kokonaisvaltaisia ja helppokäyttöisiä tietoturvaratkaisuja asiakkailleen ja kanavakumppaneilleen. Strategia tähtää kannattavaan kasvuun kolmen strategisen pilarin kautta, joita ovat: 1) Tilaajakohtaisen liikevaihdon kasvattaminen, 2) Nykyisen valikoiman ja uusien tuotteiden kehittäminen sekä 3) Uusiin kanaviin laajentuminen

Tilaajakohtaisen liikevaihdon kasvattaminen

Keskimääräistä asiakaskohtaista liikevaihto F-Secure pyrkii kasvattamaan erityisesti tarjoamalla asiakkaille TOTAL-kokonaisratkaisua yksittäisten tuotteiden sijaan. Yksittäiseen tuotteeseen nähden TOTALin hintapiste on noin 20-50 % korkeampi. Näin ollen kasvupotentiaalia on huomattavasti, sillä vielä valtaosa F-Securen liikevaihdosta tulee yksittäisistä tuotteista. Tässä keskeistä on vyöryttää TOTAL-pakettia vahvemmin kanavakumppanien jakeluun. F-Securen mukaan huhtikuussa kumppanikanavaan lanseeratun uuden TOTAL-sovelluksen ensiaskeleet ovat olleet lupaavia ja parhaimmillaan kumppanin siirtyä tämän tarjoamiseen vie vain noin 4-6 viikkoa.

Nykyisen valikoiman ja uusien tuotteiden kehittäminen

F-Securen päätelaitteiden suojaustuote SAFE on jo suhteellisen kypsässä vaiheessa, mutta yhtiö on viime vuosina kehittänyt tuoteportfoliota täydentävät ja uusille alueille laajentavat ID PROTECTION (2020) ja SENSE (2017) -tuotteet. F-Secure näkee molemmissa tuotteissa selvää kasvupotentiaalia ja niitä voidaan tarjota niin

erillisinä tuotteina kuin osana kokonaisratkaisua. Pitkän aikavälin kasvun kannalta on nähdäksemme kriittistä, että F-Secure pystyy myös tulevaisuudessa laajentamaan tuoteportfoliotaan organisesti tai yritysostoin.

Laajentuminen uusiin kanaviin

Vahvan operaattorikanavan lisäksi F-Secure pyrkii solmimaan uusia kumppanuuksia etenkin pankkien, vakuutusyhtiöiden ja vähittäiskauppioiden kanssa. F-Secure on tunnistanut, että mainituilla sektoreilla on vastaavia haasteita kuin teleoperaattoreilla, kuten korkea asiakasvaihtuvuus, rajalliset mahdollisuudet erilaistua kilpailijoista, hidas liikevaihdon kasvu ja paine saada asiakaskohtaista liikevaihtoa ylös. Uusille toimialoille laajentuminen mahdollistaa F-Securelle operaattorikanavaan kehitetyn liiketoimintamallin tehokkaan monistamisen ja asiakaskunnan laajentamisen skaalautuvalla tavalla. Viime vuosina strategian toteuttaminen on tältä osin tuottanut jo hyviä tuloksia ja F-Securella on noin 40 kumppania operaattorien ulkopuolelta.

Taloudelliset tavoitteet

F-Secure tavoittelee keskipitkällä aikavälillä korkeaa yksinumeroista liikevaihdon kasvua, johon yhtiö on viime vuosina suunnilleen myös yltänyt (2019-2021: CAGR 6 %). Edellisen kymmenen vuoden aikana keskimääräinen kasvuvauhti on ollut noin 2 %. Tähän ja markkinan odotettuun kasvuvauhtiin (~4 %) peilattuna tavoitteessa on sopivasti kunnianhimoa, mutta näemme sen realistisena hyvällä strategian toteuttamisella. Itsenäisenä yhtiönä F-Securen edellytykset tavoitella kasvua ovat nähdäksemme

myös aiempaa paremmat.

Kannattavuuden osalta F-Secure tavoittelee yli 42 %:n oikaistua EBITA-marginaalia alkuvaiheen kasvuinvestointien jälkeen. Vuosien 2019-2021 keskimääräinen oikaistu EBITA-% on ollut 44 %. Jakautuminen tulee kuitenkin selvästi lisäämään yhtiön kiinteää kulumassaa ja siten historiallinen kannattavuustaso ei ole täysin vertailukelpoinen. Kokonaisuudessaan kannattavuustavoite on kuitenkin mielestämme hyvin saavutettavissa vakaan kasvun jatkuessa.

F-Securen osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain noin 50 % tai yli nettotuloksesta osinkoina. Odotamme osingonjakosuhteen olevan keskipitkällä aikavälillä lähempänä 100 % kuin 50 % yhtiön vahvan kassavirran ja verrattain matalan investointitarpeen vuoksi (2021 kassakonversio noin 96 %). Koska F-Secure ei nähdäksemme pysty sijoittamaan kassavirtojaan kokonaan järkevästi takaisin liiketoiminnan kasvuun, on osinkojen maksu hyvin perusteltua. Näin ollen F-Secure profiloituu arviomme mukaan hyväksi osingonmaksajaksi vakaalla tuloskasvunäkymällä.

Yrityskaupat ovat myös osa F-Securen strategian työkaluvalikoimaa. Vahvan kassavirran ja velattoman taseen valossa yhtiöllä on myös hyvin liikkumavaraa yritysostoihin. Näkemyksemme mukaan liiketoimintaa voitaisiin operoida melko suurellakin velkavivulla, joten tilaisuuden tullen F-Securella on edellytyksiä myös suurempiin järjestelyihin. Yhtiö on ilmaissut mahdollisuuden kasvattaa maantieteellistä ulottuvuuttaan yrityskaupoilla ja myös tuoteportfoliota täydentävät teknologiahankinnat ovat arviomme mukaan mahdollisia.

F-Securen strategia ja taloudelliset tavoitteet

Kasvustrategian kolme pilaria

Keskimääräisen tilaajakohtaisen liikevaihdon (ARPU) kasvattaminen



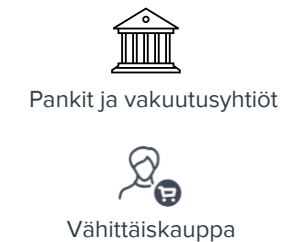
- TOTALin osuuden kasvattaminen sekä kumppani- että suoramyyntikanavassa (valtaosa myynnistä vielä erillisiä tuotteita)
- TOTALin hintapiste 20-50 % yksittäisiä tuotteita korkeampi

Nykyisen valikoiman ja uusien tuotteiden kehittäminen



- ID PROTECTION -tuotteella hyvät kasvumahdollisuudet niin erillisenä tuotteena kuin myös TOTALin myynnin kasvun kautta
- Markkinapotentiaalin laajentaminen uusille tuotealueille (esim. SENSE)

Uusiin kanaviin laajentuminen operaattorien lisäksi



- Toimialoilla on osittain samoja haasteita kuin operaattoreilla (asiakasvaihtuvuus, hidas kasvu ja katteet)
- F-Secure pystyy monistamaan operaattorikanavaan rakennettua liiketoimintamallia skaalautuvalla tavalla

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu

Korkea yksinumeroinen orgaanisen liikevaihdon kasvu

2019-2021: CAGR 6 %

Kannattavuus

Oikaistu EBITA-marginaali yli 42 % alkuvaiheen kasvuinvestointien jälkeen

2021: 44,4 %

Osingot

Nettotuloksesta noin 50 % tai yli maksetaan osinkona

Taloudellinen tilanne

Historiallinen kasvu- ja tuloskehitys

F-Securen edellisen kymmenen vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvuvauhti on ollut noin 2,1 %. Vuosina 2012-2019 liikevaihto pysyi käytännössä paikoillaan, mutta vuosina 2020-2021 kasvu kiihtyi noin 6 %:n tasolle. Kasvua on nähty niin kumppanikanavassa kuin suoramyynnissä. Kiihtyneen kasvun taustalla on osittain ollut koronan myötä lisääntyneet etätyöt ja sitä kautta kuluttajien kasvanut maksuhalukkuus tietoturvaan kohtaan. Kasvu on tullut etenkin asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvusta kuluttajien siirtyessä kokonaisratkaisu TOTALiin.

Tuloskehityksen osalta tietoja F-Securesta on vain kolmelta edelliseltä vuodelta (2019-2021), sillä historiallisesti WithSecure ei raportoinut yritys- ja kuluttajietoturvaa kannattavuuksia erikseen. Viittaamme tuloslaskelman luvuissa yhtiön antamiin carve-out lukuihin, jotka eivät ole täysin vertailukelpoisia tulevaisuutta varten yhtiön kulurakenteen kasvaessa selvästi itsenäisenä yrityksenä.

Vuosina 2019-2021 oikaistu EBIT-% oli noin 39-45 % välillä, mikä kertoo erittäin vahvasta kannattavuudesta ja kypsän vaiheen ohjelmistoliiketoiminnasta. Vuosi 2020 oli yhtiölle poikkeuksellisen kannattava (oik. EBIT-%: 44,6 %) osittain koronan myötä laskeneiden myynti- ja markkinointikulujen vuoksi. Vuonna 2021 vastaava luku palasi 40,9 %:n tasolle. Vahvan kumppanikanavan ympärille rakennetun liiketoimintamallin ansiosta näemme F-Securella hyvät edellytykset tehdä jatkossakin erinomaista kannattavuutta.

Kulurakenne

F-Securen bruttokate on ollut viime vuodet vahvalla 92 %:n tasolla, mikä tekee yhtiön kasvusta erittäin skaalautuvaa. Myytyjä suoritteita vastaavat kulut koostuvat hosting-kuluista, asiakkuudenhoitokuluista, toimituskuluista, rojalteista ja tuotepakkausten materiaalikuluista.

Myynnin ja markkinoinnin kulut vastasivat 27 % liikevaihdosta vuonna 2021. Kuluerä koostuu henkilöstö- ja markkinointikuluista, myyntipalkkioista, asiantuntijapalveluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Myynnin ja markkinoinnin suhteellinen osuus liikevaihdosta on jo melko alhaisella tasolla ja näemme kuluerässä korkeintaan lievää skaalautumisvaraa pitkällä aikavälillä kasvun mukana.

Tuotekehitysmenojen osuus vuonna 2021 oli noin 16 % liikevaihdosta ja hallinnon kulujen puolestaan noin 8 %. Lähivuosina molemmissa kuluerissä on selvää nousupainetta F-Securen joutuessa panostamaan lisää omaan tuotekehitykseen sekä hallintorakenteisiin, kuten omien IT-palveluiden käyttöönottoon ja johtoryhmään. Tämä kulumassa nousee hiljalleen vuosien 2022-2023 aikana ja yhteensä F-Secure arvioi jakautumiseen liittyvien jatkuvien kustannusten olevan 4-5 MEUR vuosittain. Pidemmällä aikavälillä näemme etenkin hallinnon kulujen suhteellisen osuuden skaalautuvan alaspäin kasvun mukana.

Rahavirta ja tase

F-Securen liiketoiminta luo vahvaa kassavirtaa ja liiketoiminnan rahavirta on ollut vuosina 2019-2021 noin 32-36 MEUR. Yhtiön investointitarve on pieni ja tuloksen kassakonversio siten erittäin korkea

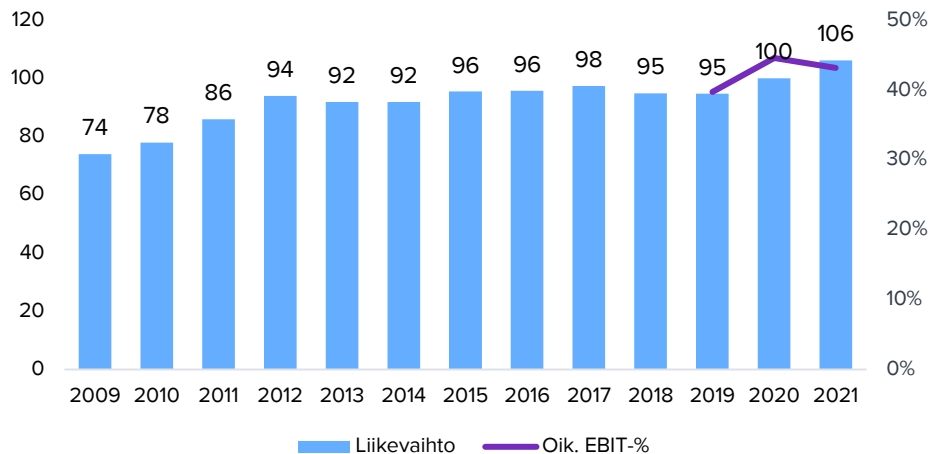
(2021: 95,6 %). Samalla yhtiön liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa, sillä kumppanikanavasta myynti tuloutuu kassavirraksi kuukausittain ja suoramyynnissä kuluttajat maksavat tilauksen tai lisenssin usein ennakoon. Vahva kassavirta mahdollistaa F-Securelle strategian vaatimat investoinnit sekä vuolaan osingonjaon. Yhtiöllä on myös hyvät edellytykset ottaa tarvittaessa velkavipua mahdollisia yritysostoja varten. Olettamalla kohtuullisen velkaantumisrajan olevan 2,0-2,5x nettovelka/käyttökate-tunnusluvulla, nousee F-Securen keskipitkän aikavälin velanottokapasiteetti yli 100 MEUR:oon.

F-Securen taseen lopullinen muoto selviää Q2-raportin yhteydessä, jolloin uuden itsenäisen yhtiön osalta saadaan oikeita toteutuneita lukuja. Q1'22:n lopussa F-Securen carve out -taseen loppusumma oli 39,2 MEUR. Taseen varat koostuivat pääosin myyntisaamisista (21,3 MEUR) ja likvideistä varoista (saamiset WithSecurelta 10,3 MEUR). Aineettomat hyödykkeet olivat 6,1 MEUR, mikä koostuu pitkälti aktivoiduista kehittämismenoista.

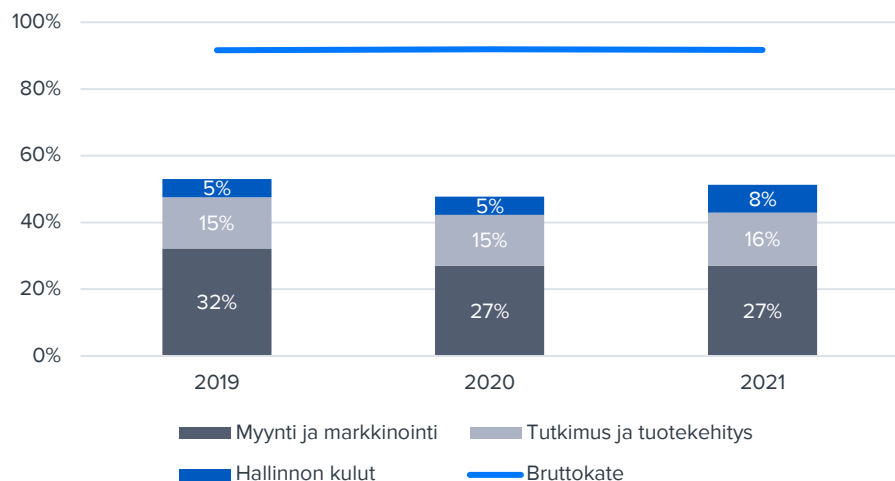
Vastattavaa puoli koostuu pitkälti korottomista veloista eli saaduista ennakoista (20,2 MEUR) ja ostovelosta (9,2 MEUR). Omaa pääomaa taseessa oli 9,3 MEUR. F-Securelle on neuvoteltu valmiiksi kolmevuotinen 10 MEUR:n luottolimiitti yhtiön lyhyen aikavälin maksukyvyyn turvaamiseksi. Carve out -taseessa yhtiöllä ei ole korollista pankkilainaa. Carve out -taseen omavaraisuusaste Q1'22:n lopussa oli 23,7 %. Kaiken kaikkiaan F-Securen tase tulee jakautumisen jälkeen olemaan hyvin yksinkertainen ja yhdessä vahvan kassavirran kanssa antaa liikkumavaraa strategian toteuttamiseen.

Taloudellinen tilanne

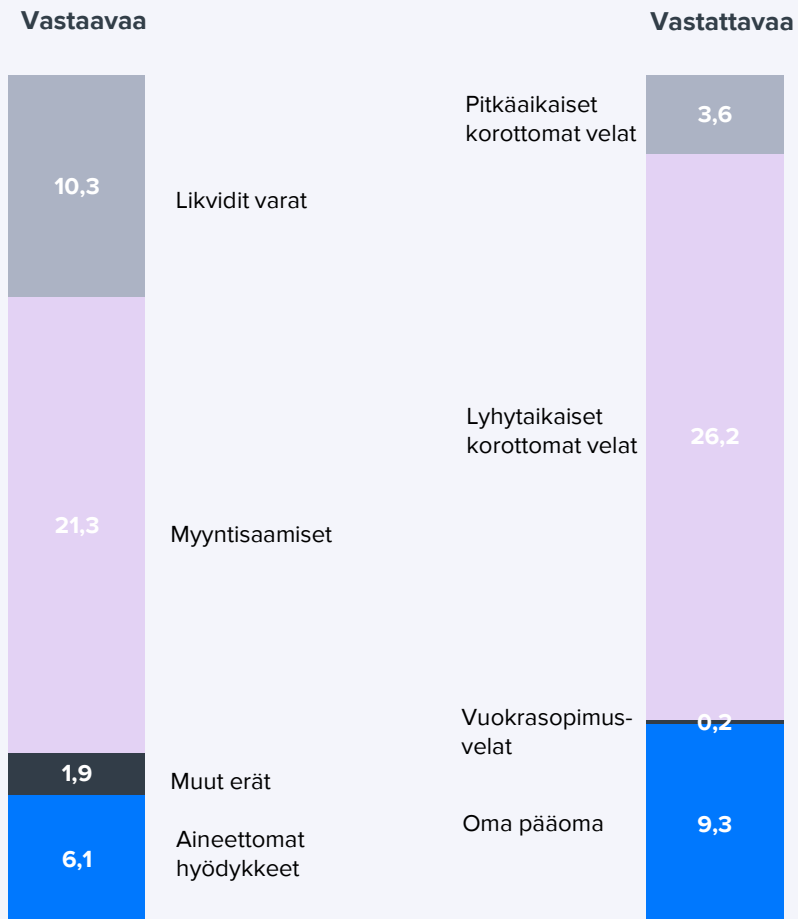
Liikevaihto ja kannattavuus



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Carve-out tase Q1'22 (MEUR)



Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme F-Securen liikevaihdon kehitystä erikseen kanavakumppaniverkoston sekä suoramyynnin kautta. Odotamme strategisesti tärkeän kumppanikanavan kasvun olevan suoramyyntiä nopeampaa. Tätä tukee vahvan operaattorikanavan kasvun lisäksi F-Securen laajentuminen uusille toimialoille, kuten pankkeihin, vakuutusyhtiöihin sekä vähittäiskauppoihin. Siirtymä kokonaisratkaisuihin TOTALiin tulee arviomme mukaan tukemaan sekä kumppanikanavan että suoramyynnin kasvua tulevina vuosina. Yleisesti näkyvyys F-Securen liikevaihdon kehitykseen on lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä hyvä, sillä liikevaihto perustuu lähes kokonaan jatkuvaluonteisiin ohjelmistotilauksiin.

F-Securen taloudelliset tavoitteet antavat viitekehysten ennusteillemme, joskin kasvuennusteemme ovat yhtiön tavoitteita jonkin verran maltillisemmat. Yhtiön tavoite korkeasta yksinumeroisesta kasvuvauhdista vaatisi kasvun kiihtymistä vielä koronapandemian vauhdittamista viime vuosista (2019-2021 CAGR 6 %) ja selvästi markkinoita (~4 %) nopeampaa kasvua. Tavoite on saavutettavissa hyvällä strategian toteuttamisella, mutta tämän osalta yhtiöllä on vielä todistettavaa tulevina vuosina.

Pidämme F-Securen kannattavuustavoitetta (oik. EBITA-% > 42 %) realistisena pitkällä aikavälillä. Kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Bruttokatte-odotamme pysyvän jatkossakin erittäin korkealla noin 92 %:n tasolla. Kiinteissä kuluissa odotamme jakaantumisen myötä selkeää

tasokorjausta ylöspäin lyhyellä aikavälillä. F-Secure on itse arvioinut vuosittaisten jakautumiseen liittyvien kulujen olevan 4-5 MEUR:n välillä. Lisäkustannukset liittyvät esimerkiksi oman tuotekehityksen valmiuksien parantamiseen sekä hallinnon vahvistamiseen itsenäisenä yhtiönä. Lähivuosien tasokorjauksen jälkeen odotamme kustannusrakenteen vakiintuvan uudelle tasolle ja tästä eteenpäin skaalautuvan asteittain kasvun mukana keskipitkällä aikavälillä.

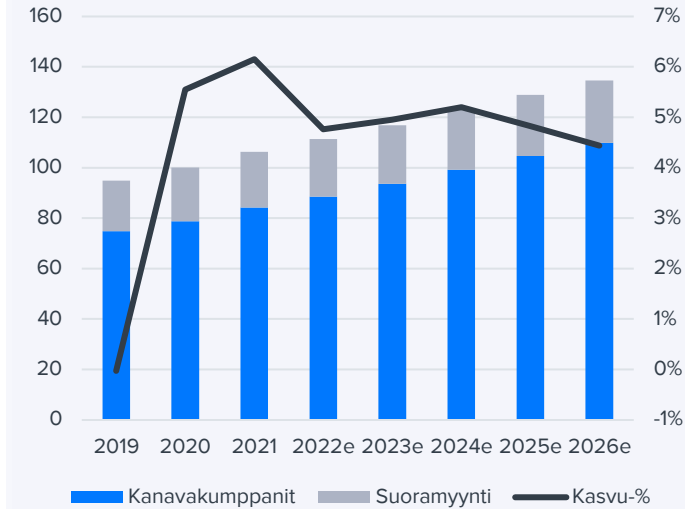
Arviomme mukaan F-Securen poistotaso tulee nousemaan jonkin verran historiasta tulevina vuosina yhtiön investoidessa tänä vuonna muun muassa omiin IT- ja ERP-järjestelmiin. Odotamme myös panostusten tuotekehitykseen kasvavan itsenäisenä yhtiönä, mikä nostaa myös aktivoitujen menojen määrää. Isossa kuvassa F-Securen investoinnit ovat kuitenkin hyvin maltillisia ja poistot suhteessa tulostasoon pieniä.

Odotamme F-Securen jakavan valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina keskipitkällä aikavälillä rajallisten investointitarpeiden vuoksi. Siten ennustamme osingonjakosuhteen olevan nettotuloksesta yli 80 % vuosina 2023-2025. Vuodelta 2022 odotamme vielä maltillisempaa osinkoa jakautumisjärjestelyistä ja ”puolikkaasta tilikaudesta” johtuen.

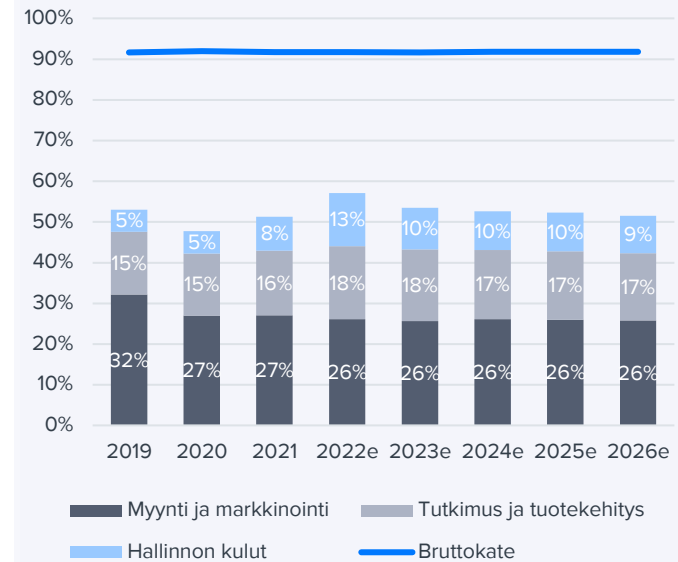
Vuoden 2022 ennuste

F-Secure ohjeistaa tälle vuodelle 4-6 %:n liikevaihdon kasvua ja noin 40 %:n oikaistua EBITA-marginaalia. Ennusteemme on linjassa ohjeistuksen kanssa ja odotamme 5 %:n kasvua ja 40 % EBITA-marginaalia. Carve out -lukujen perusteella F-Securen liikevaihto kasvoi Q1:llä 4 % ja oikaistu EBITA oli 46 % liikevaihdosta.

Liikevaihto ja kasvu-%



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/2

Toisesta neljänneksestä lähtien yhtiön kulutaso on kuitenkin nousussa jakautumisesta johtuen. Samalla kun F-Secure ajaa tänä vuonna omaa organisaatiotaan ja järjestelmiään ylös, maksaa yhtiö WithSecurelle siirtymäkaudella tietyistä konsernitoiminnoista ja teknologian hyödyntämisestä sekä tuotekehityksestä palvelumaksua, joiden kesto vaihtelee 3-18kk välillä.

H2:lla näiden maksujen odotetaan olevan noin 9,2 MEUR, josta 4,1 MEUR liittyy teknologian jakamiseen. Vuoden 2023 puolelle jatkuvat maksut liittyvät myös ensisijaisesti teknologiaan ja tuotekehitykseen. On hyvä huomata, että F-Securen kulurakenne on sisältänyt nämä vastaavat kustannukset myös WithSecuren alaisuudessa, mutta jakautumisen myötä nämä joudutaan luonnollisesti erottelemaan. Käsityksemme mukaan siirtymäkauden osittaisia ”tuplakustannuksia” organisaation ylösajosta ei luokitella kertaluonteisiksi eriksi, joten nämä kulut näkyvät myös oikaistuissa tuloslukuissa. Oikaisuerät liittyvät pääosin kokonaan jakautumisesta ja listautumisesta aiheutuviin kuluihin, joiden F-Secure on arvioinut olevan noin 4 MEUR. Q1:llä oikaisueriä näkyi jo 0,8 MEUR ja olemme allokoineet loput 3,2 MEUR Q2:lle.

F-Securen tänä vuonna kasvavaa kustannusrakennetta kompensoi bruttokatteen kasvu, sillä 92 %:n bruttokatemarginaalilla liikevaihdon kasvu on erittäin kannattavaa. Siten ennustamme lopulta oikaistun liikevoiton heikkenevän vain 6 % 43,0 MEUR:oon, mikä on linjassa F-Securen 40 %:n oikaistun EBITA-marginaaliohjeistuksen kanssa.

Vuosien 2023-2026 ennusteet

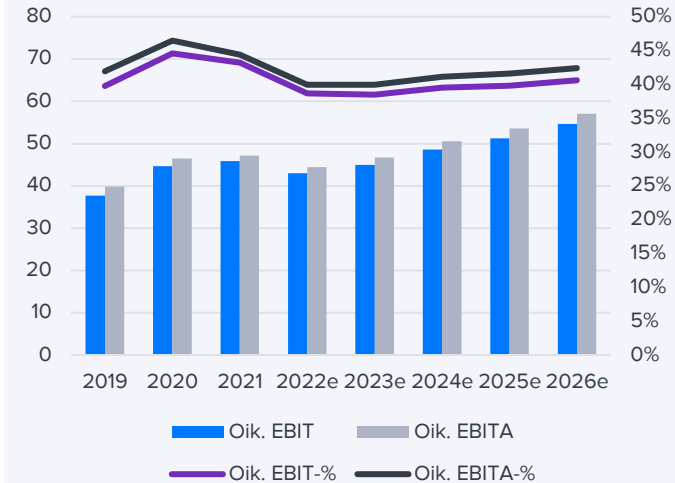
Vuosina 2023-2026 odotamme F-Securen liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 4,9 %:n vuosivauhtia. Liikevaihdon tärkeimpänä kasvuajuriina toimii kumppanikanava, jossa TOTALin myynnin kasvu ja kumppanikanavan laajentuminen ovat keskeisiä ajureita. Myös SENSEn pitäisi alkaa keskipitkällä aikavälillä tukea F-Securen kasvua, kun sen sisältävien reitittimien levikki alkaa asteittain laajentua tulevina vuosina. Suoramyyntikanavan odotamme jatkavan tasaisessa noin 2 %:n kasvussa.

Ennustamme F-Securen vuoden 2023 oikaistun EBITA-marginaalin pysyvän vakaana noin 40 %:ssa ja tämän jälkeen marginaalin nousevan asteittain 42 %:iin vuoteen 2026 mennessä. Odotamme kannattavuusparannuksen tulevan erityisesti hallinnon kulujen skaalautumisesta. Oletamme F-Securen panostavan itsenäisenä yhtiönä jatkossa aiempaa enemmän tuotekehitykseen sekä myyntiin ja markkinointiin. Tämän vuoksi emme odota näiden kuluerien suhteellisen osuuden liikevaihdosta olennaisesti laskevan lähivuosina

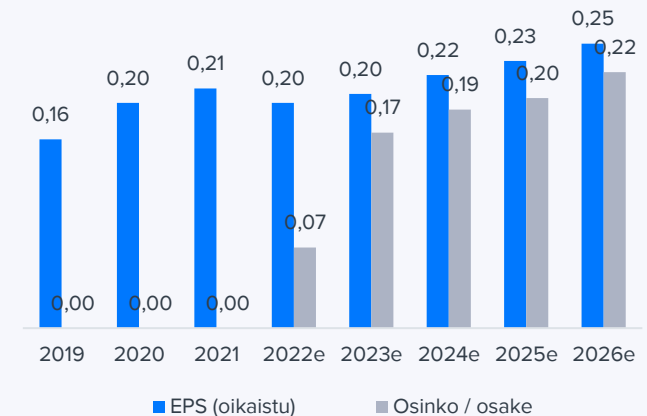
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2027-2030 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan 3,6 %:sta 2,0 %:iin, jonka jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on 1,5 %. Liikevoittomarginaalin odotamme laskevan asteittain 41 %:sta 37 %:iin (oik. EBITA 43-39 %). Tämän jälkeen kannattavuuden ikuisuusoletus on asetettu 35 %:iin (oik. EBITA 37 %) heijastellen epävarmuutta pitkän aikavälin kestävästä kannattavuustasosta. Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristyminen tai jokin uusi teknologinen innovaatio voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen.

Oikaistu liikevoitto ja EBITA



EPS ja osinko



Ennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	94,9	100	106	27,4	27,6	27,8	28,5	111	117	123	129
Kanavakumppanit	74,8	78,8	84,2	21,7	21,9	22,2	22,8	88,6	93,6	99,2	105
Suoramyynti	20,1	21,3	22,1	5,7	5,7	5,7	5,7	22,8	23,3	23,8	24,2
Käyttökate	39,4	46,7	45,0	11,9	8,3	10,4	10,1	40,6	46,9	50,8	53,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-2,1	-1,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	37,0	44,7	45,9	12,3	11,1	10,0	9,6	43,0	45,0	48,6	51,3
Liikevoitto	37,0	44,7	43,5	11,5	7,9	10,0	9,6	39,0	45,0	48,6	51,3
Nettorahoituskulut	-0,2	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	36,8	43,7	43,6	11,7	7,9	10,0	9,6	39,2	45,0	48,6	51,3
Verot	-8,1	-9,5	-9,1	-2,5	-1,7	-2,1	-2,0	-8,2	-9,4	-10,2	-10,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	28,6	34,2	34,4	9,3	6,2	7,9	7,6	31,0	35,5	38,4	40,5
EPS (oikaistu)	0,16	0,20	0,21	0,06	0,05	0,05	0,04	0,20	0,20	0,22	0,23
EPS (raportoitu)	0,16	0,20	0,20	0,05	0,04	0,05	0,04	0,18	0,20	0,22	0,23

Tunnusluvut	2019	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	5,5 %	6,2 %	4,1 %	5,0 %	4,9 %	4,9 %	4,7 %	5,0 %	5,2 %	4,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		20,8 %	2,8 %	6,6 %				-6,2 %	4,5 %	8,1 %	5,6 %
Käyttökate-%	41,5 %	46,7 %	42,4 %	43,5 %	29,9 %	37,3 %	35,4 %	36,5 %	40,1 %	41,3 %	41,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	39,0 %	44,6 %	43,2 %	45,0 %	40,1 %	35,9 %	33,9 %	38,7 %	38,5 %	39,5 %	39,8 %
Nettotulos-%	30,2 %	34,1 %	32,4 %	33,8 %	22,6 %	28,3 %	26,7 %	27,8 %	30,4 %	31,2 %	31,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Arvonmääritysmenetelmät

F-Securen liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden suosimme arvonmäärityksessä tulos pohjaisia EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. Myös osinkotuotto toimii hyvänä mittarina F-Securen arvostuksen tarkasteluun. Vakaiden ja suhteellisen hyvin ennustettavien kassavirtojen ansiosta myös DCF-kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä F-Securelle.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

F-Securen osakkeen tuotto-odotuksessa osingon merkitys korostuu, sillä arviomme mukaan yhtiö ei pysty mitenkään investoimaan kaikkea liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa järkevästi takaisin liiketoiminnan kasvuun. Ennusteillamme ja nykyisellä osakekurssilla osinkotuotto asettuu noin 6-7 %:iin lähivuosina tilikaudelta 2022 maksettavan pienemmän osingon jälkeen. Vakaan ja jatkuvaluonteisen liiketoiminnan, vahvan pääoman tuottokyvyn ja hyvän kassakonversion ansiosta F-Securen osinko on myös hyvin tukevalla pohjalla.

Ennusteillamme F-Securen tulos kasvaa vuosittain keskimäärin 3 %:n vauhtia vuosina 2022-2025. Maltillinen tuloskasvu tukee omalta osaltaan osakkeen tuotto-odotusta ja hyvällä strategian toteuttamisella kasvu voi olla myös jonkin verran ennusteitamme vauhdikkaampaa.

Ennusteillamme F-Securen vuosien 2022-2023 EV/EBIT-kertoimet ovat 10,5x-9,6x ja vastaavat P/E-kertoimet 13,8x-13,3x. Kertoimet ovat mielestämme maltillisia, vaikka lähivuosina F-Securen kulurakenne ei ole vielä optimaalisella tasolla. Vuosina 2024-2025 F-Securen kannattavuus alkaa lähestyä yhtiön tavoitteleman

yli 42 %:n EBITA-marginaalin alalaitaa, jolloin EV/EBIT-kertoimet ovat 8,7x-8,1x ja P/E-kertoimet 12,3x-11,6x. Tällöin arvostus laskee jo hyvin maltilliselle tasolle. Kokonaisuutena näemme, että strategian edetessä F-Securen arvostuskertoimissa voisi olla jonkin verran nousuvaraa tulevien vuosien aikana. Näillä oletuksilla F-Securen osake tarjoaa lähivuosille 10-14 %:n kokonaistuotto-odotusta, josta merkittävä osa muodostuu tuhdistä osingosta.

DCF-malli

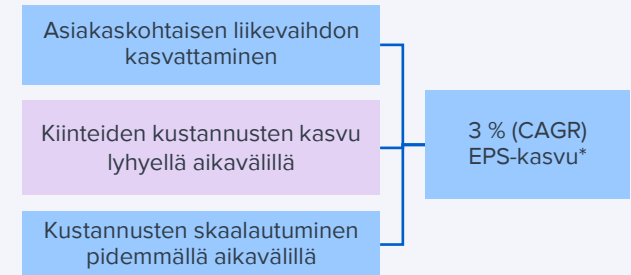
DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo F-Securelle on 575 MEUR, eli 3,3 euroa osakkeelta. Kasvun osalta mallin ikuisuusoletuksemme on asetettu maltilliselle 1,5 %:n tasolle. Näkemyksemme mukaan mallin keskeinen haaste liittyy kannattavuuden ikuisuusoletukseen, jossa oletamme liikevoiton pysyttelevän vahvalla 35 %:n tasolla, mikä tosin on alle yhtiön omien tavoitteiden. Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristyminen tai jokin uusi teknologinen innovaatio kuluttajien tietoturvassa voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen. Olettamalla terminaalikannattavuuden laskevan 20-25 %:n tasolle, olisi DCF-mallin mukainen arvo tällöin 2,5-2,8 euroa osakkeelta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,2 %:iin. Tämä on F-Securen vakaan ohjelmistoliiketoiminnan suhteellisen matala riskiprofiili huomioiden hyvin perusteltu taso nykyisessä kiristyneessä korkoympäristössä. Ennustemallin seuraavan 10 vuoden kassavirrat muodostavat jo 47 % F-Securen velattomasta arvosta ja mielestämme ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo (53 %) on hyvinkin kohtuullisella tasolla.

Osaketuoton ajurit 2022-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

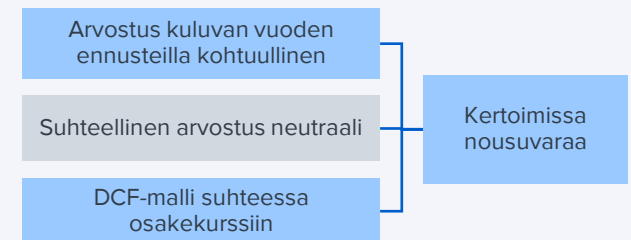
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
n. 10-14 % p.a.

Arvonmääritys 2/2

Vertailuryhmä

Olemme koostaneet F-Securen verrokkiryhmän listatuista kuluttajatietoturvaan keskittyneistä kyberturvayhtiöistä sekä pääosin pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä. Näkemyksemme mukaan näistä kuluttajatietoturverrokkit (NortonLifeLock ja Avast) antavat parhaan viitekehysten F-Securen suhteelliselle arvostukselle. Molemmat yritykset ovat kuitenkin kokoluokaltaan huomattavasti F-Securea suurempia ja mielestämme tämän pitää osaltaan näkyä F-Securen hinnoittelussa suhteessa niihin. Toisaalta näemme F-Securen pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusparannuspotentiaalin verrokkiyhtiöitä parempana, mikä vastaavasti tukee F-Securen suhteellista arvostusta.

F-Securen kuluttajatietoturverrokkeja hinnoitellaan tällä hetkellä vuosille 2022-2023 noin 9x-13x EV/EBITDA- ja 10x-15x EV/EBIT-kertoimilla. Lisäksi vuonna 2021 McAfeesta tehtiin ostotarjous noin 16,6x EBITDA-kertoimella. Verrokkien kertoimiin pohjautuen näkemyksemme mukaan neutraali kerroinhaarukka F-Securelle on EV/EBIT-kertoimella noin 10-14x tasolla. Kuluvan vuoden kertoimilla yhtiön arvostus asettuu haarukan alalaidalle.

Verrokkien kertoimiin pohjautuen F-Securen velattomaksi arvoksi muodostuu vaihteluvälin keskikohdan 12x EV/EBIT-kertoimella 516 MEUR arvohaarukan ollessa 430-603 MEUR. Ennustamallamme vuoden lopun nettokassalla osakekannan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa 534 MEUR (3,1 EUR/osake) haarukan ollessa 2,6-3,6 euroa osakkeelta.

Liikevaihtokertoimella F-Securea hinnoitellaan reilun 30 %:n alennuksella kuluttajatietoturverrokkeihin nähden. Tämä selittyy nähdäksemme pitkälti verrokkien isomman skaalan kautta saavutetulla paremmalla kannattavuudella. Koko ohjelmistoyhtiöiden verrokkiryhmään nähden F-Securen liikevaihtokerroin on 28-20 %:n preemiolla, mikä niin ikään selittyy yhtiön vahvalla kannattavuusprofiililla.

Sijoitusnäkemys

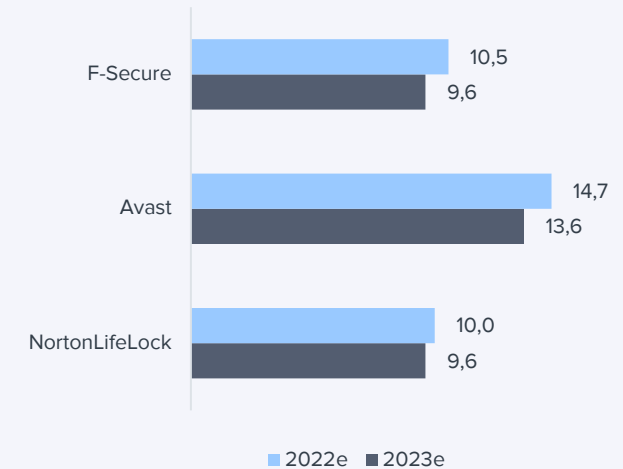
Aloitamme F-Securen seurannan lisää-suosituksella ja 3,1 euron tavoitehinnalla. Vakaan tuloskasvun, korkean osinkotuoton ja arvostuskertoimien nousuvaran myötä näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen lähivuosille nykyisellä osakekursilla houkuttelevana. Myös kassavirtamallimme valossa osake näyttää maltillisesti hinnoitellulta. F-Secure sopii myös profiililtaan hyvin nykyiseen markkinaympäristöön, missä pelkän kasvun sijaan sijoittajien katseet ovat yhä vahvemmin siirtyneet kassavirtojen tarkasteluun.

Lähivuosien keskeiset riskit liittyvät näkemyksemme mukaan itsenäisen organisaation rakentamiseen, mistä voi aiheutua odotuksiamme enemmän kustannuksia. Lisäksi kireä kilpailutilanne ja F-Securen riippuvuus suurimmista operaattorikumppaneista ovat selkeitä riskitekijöitä.

F-Securen osakkeen arvo pohjautuen verrokkien kertoimiin

F-Secure	Alalaita	Neutraali	Ylälaita
Oik. EBIT-%	39 %	39 %	39 %
EBIT (oik.)	43	43	43
x hinnoittelukerros (EV/EBIT)	10,0x	12,0x	14,0x
Yritysarvo	430	516	603
+ Nettokassa 2022 lopussa	18	18	18
Osakekannan arvo	449	535	621
Osakekohtainen arvo	2,6	3,1	3,6

F-Securen ja lähimpien verrokkien EV/EBIT



Verrokkiryhmän arvostus

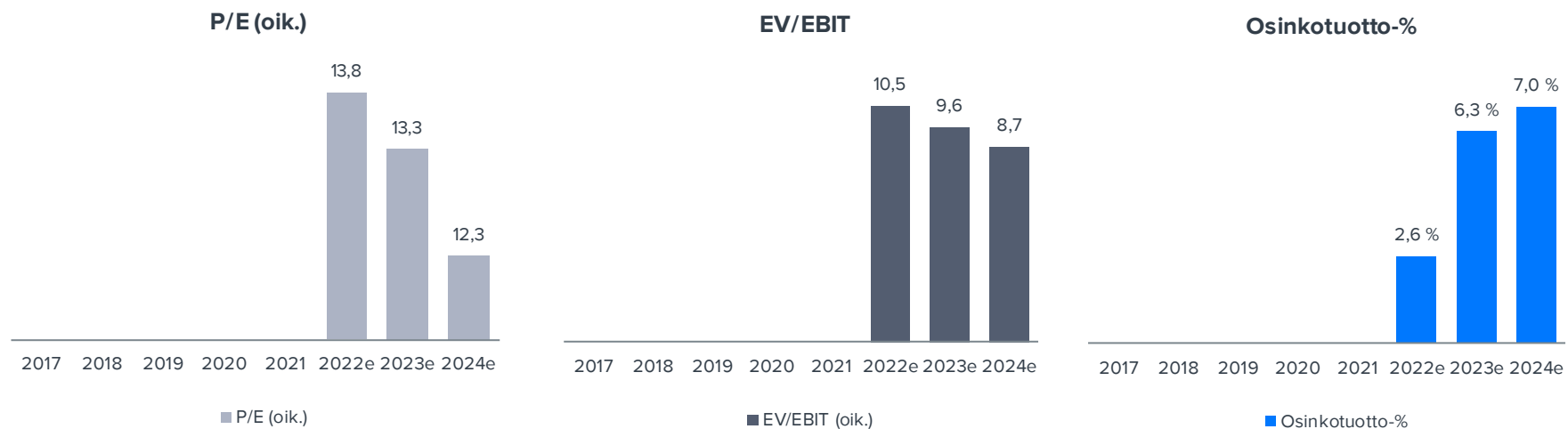
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Trend Micro Inc	6690,00	6620	4813	15,5	14,3	11,4	10,6	3,2	3,0	29,1	27,2	2,6	2,7
NortonLifeLock Inc	22,02	12153	13913	10,0	9,6	9,8	9,2	5,2	5,0	12,6	12,1	2,3	2,3
Avast PLC	520,40	6228	6613	14,7	13,6	13,7	12,8	7,1	6,7	17,8	16,4	2,5	2,6
Litium AB	13,00	21	18		48,0	64,0	12,8	2,7	2,1				
Merrell Holding ASA	6,05	289	427	96,8	36,4	18,8	14,4	5,1	4,4		297,5		
Pexip Holding ASA	13,51	137	91				13,9	1,0	0,8				
Serviceware SE	10,15	104	80		47,1	23,9	16,2	0,9	0,8		99,8		
USU Software AG	18,45	188	173	15,4	11,6	10,7	8,7	1,4	1,3	23,8	17,9	2,6	2,8
Heeros Oyj	3,39	19	18	18,5	18,5	9,2	9,2	1,7	1,4	41,3	23,3		
Enea AB	117,60	234	300	18,8	13,4	9,7	8,0	3,1	3,2	14,2	15,2		
Efecte Oyj	11,35	72	66				131,8	65,9	3,1	2,6	2320,0	464,0	
Basware Oyj	39,75	572	629	70,7	40,4	25,6	20,0	3,9	3,6	305,4	70,9		
Leaddesk Oyj	9,50	52	55			15,8	11,1	1,9	1,6	33,2	24,7		
FormPipe Software AB	27,80	145	144	58,0	26,1	18,9	13,4	3,1	2,8	96,3	35,7	2,9	2,8
Lemonsoft Oyj	11,64	231	201	28,5	22,1	27,3	20,9	9,0	7,4	38,5	30,4	1,3	1,7
Admicom Oyj	51,20	250	235	20,4	17,4	16,2	14,2	7,6	6,7	23,9	20,8	2,6	3,2
IAR Systems Group AB	115,00	145	139	19,3	13,3	11,1	8,4	3,6	3,2	27,9	18,5	1,3	2,0
Enento Group Plc	21,00	497	633	14,1	12,6	10,4	9,7	3,7	3,6	18,4	15,5	5,1	5,5
F-Secure (Inderes)	2,70	471	453	10,5	9,6	11,1	9,2	4,1	3,7	13,8	13,3	2,6	6,3
Keskiarvo				30,8	22,9	25,2	15,5	3,7	3,4	214,5	74,4	2,6	2,8
Mediaani				18,8	17,4	15,8	12,8	3,2	3,1	28,5	24,0	2,6	2,7
Erutus-% vrt. mediaani				-44 %	-45 %	-29 %	-28 %	28 %	20 %	-52 %	-45 %	1 %	132 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi						2,70	2,70	2,70	2,70
Osakemäärä, milj. kpl						174,5	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo						471	471	471	471
Yritysarvo (EV)						453	431	423	416
P/E (oik.)						13,8	13,3	12,3	11,6
P/E						15,2	13,3	12,3	11,6
P/Kassavirta						16,9	13,8	12,5	11,7
P/B						15,2	8,7	7,5	6,7
P/S						4,2	4,0	3,8	3,7
EV/Liikevaihto						4,1	3,7	3,4	3,2
EV/EBITDA (oik.)						11,1	9,2	8,3	7,7
EV/EBIT (oik.)						10,5	9,6	8,7	8,1
Osinko/tulos (%)						39,4 %	83,5 %	86,4 %	86,1 %
Osinkotuotto-%						2,6 %	6,3 %	7,0 %	7,4 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

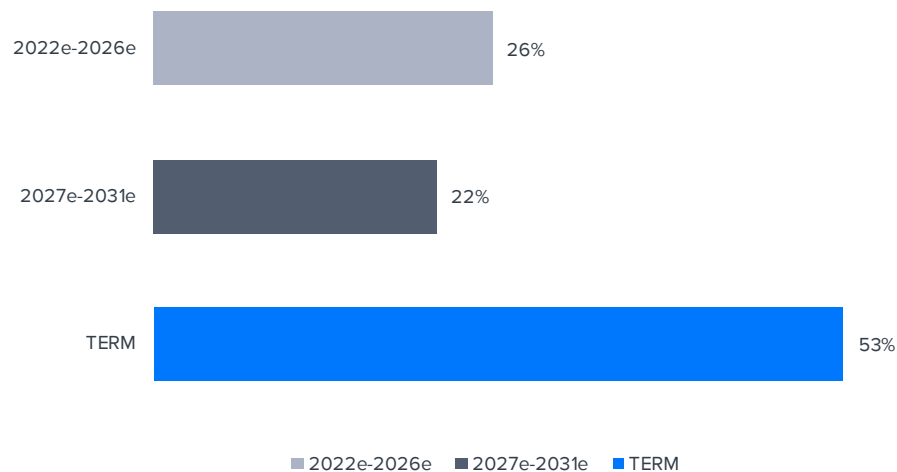
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	43,5	39,0	45,0	48,6	51,3	54,6	57,0	59,3	57,5	55,7	53,5	
+ Kokonaispoistot	1,5	1,6	1,9	2,2	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,2	
- Maksetut verot	-9,0	-8,5	-9,4	-10,2	-10,8	-11,5	-12,0	-12,4	-12,1	-11,7	-11,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,0	-1,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	36,1	31,0	37,2	40,5	43,0	45,6	47,6	49,6	48,4	46,9	45,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Bruttoinvestoinnit	-1,8	-3,2	-3,2	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,4	-3,5	-3,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	33,9	27,8	34,0	37,8	40,2	42,6	44,6	46,4	45,1	43,5	41,9	
+/- 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	33,9	27,8	34,0	37,8	40,2	42,6	44,6	46,4	45,1	43,5	41,9	638
Diskontattu vapaa kassavirta		26,8	30,2	31,1	30,5	29,9	28,9	27,9	25,0	22,3	19,9	303
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		575	548	518	487	456	427	398	370	345	322	303
Velaton arvo DCF		575										
- Korolliset velat		-0,2										
+ Rahavarat		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		575										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase*

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	6,3	6,4	8,0	9,3	9,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	5,6	5,9	7,5	8,8	9,3
Käyttöomaisuus	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	30,7	32,5	52,0	74,8	83,8
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	1,3	1,3	1,3	1,3
Myyntisaamiset	30,1	31,2	32,3	33,3	34,2
Likvidit varat	0,0	0,0	18,2	40,0	48,1
Taseen loppusumma	37,0	38,9	60,0	84,2	93,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	9,1	9,5	31,0	54,3	63,0
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	31,0	54,3	63,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	9,1	9,5	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,9	3,5	3,2	3,3	3,4
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,5	3,2	3,2	3,3	3,4
Lyhytaikaiset velat	24,0	25,9	25,8	26,6	27,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,9	9,2	8,9	9,3	9,8
Muut lyhytaikaiset velat	16,0	16,6	16,9	17,2	17,6
Taseen loppusumma	37,0	38,9	60,0	84,2	93,8

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	100,1	106,3	111,3	116,8	EPS (raportoitu)	0,20	0,20	0,18	0,20
Käyttökate	46,7	45,0	40,6	46,9	EPS (oikaistu)	0,20	0,21	0,20	0,20
Liikevoitto	44,7	43,5	39,0	45,0	Operat. kassavirta / osake	0,23	0,21	0,18	0,21
Voitto ennen veroja	43,7	43,6	39,2	45,0	Vapaa kassavirta / osake	0,21	0,19	0,16	0,19
Nettovoitto	34,2	34,4	31,0	35,5	Omapääoma / osake	0,05	0,05	0,18	0,31
Kertaluontoiset erät	0,0	-2,4	-4,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,07	0,17
Tase	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	37,0	38,9	60,0	84,2	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	6 %	5 %	5 %
Oma pääoma	9,1	9,5	31,0	54,3	Käyttökateen kasvu-%	19 %	-4 %	-10 %	15 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	3 %	-6 %	4 %
Nettovelat	0,3	0,2	-18,2	-40,0	EPS oik. kasvu-%	19 %	6 %	-6 %	4 %
Kassavirta	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	46,7 %	42,4 %	36,5 %	40,1 %
Käyttökate	46,7	45,0	40,6	46,9	Oik. Liikevoitto-%	44,6 %	43,2 %	38,7 %	38,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-7,1	0,0	-1,2	-0,2	Liikevoitto-%	44,6 %	40,9 %	35,1 %	38,5 %
Operatiivinen kassavirta	39,4	36,1	31,0	37,2	ROE-%	619,7 %	370,2 %	152,9 %	83,3 %
Investoinnit	-1,9	-1,8	-3,2	-3,2	ROI-%	774,1 %	455,7 %	191,4 %	105,4 %
Vapaa kassavirta	37,0	33,9	27,8	34,0	Omavaraisuusaste	24,5 %	24,5 %	51,6 %	64,5 %
					Nettovelkaantumisaste	2,8 %	2,6 %	-58,7 %	-73,7 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022e	2023e					
EV/Liikevaihto			4,1	3,7					
EV/EBITDA (oik.)			11,1	9,2					
EV/EBIT (oik.)			10,5	9,6					
P/E (oik.)			13,8	13,3					
P/B			15,2	8,7					
Osinkotuotto-%			2,6 %	6,3 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.7.2022	Lisää	3,10 €	2,70 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**