

SSH

Laaja raportti

8.6.2021 7:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vuosikymmenten odotus päättymässä

Viimeisen reilun vuoden aikana SSH:n kasvutarinan käynnistymisen merkit ovat alkaneet vahvistua uuden johdon, vaihtuneen pääomistajan ja Deltagon-yritystoston myötä. Tulevina neljänneksinä yhtiön sijoitusprofiili alkaa muuttua huomattavasti houkuttelevammaksi kasvu- ja kannattavuuslukujen kääntyessä viime vuosien miinusmerkeistä selvästi positiivisiksi sekä jatkuvan laskutuksen osuuden vahvistuessa. Tämä on heijastunut voimakkaasti myös osakkeen arvostukseen, joka mielestämme hinnoittelee kovia odotuksia lähivuosille pitkään odotetun käänteen ollessa vielä alkumetreillä. Toistamme osakkeen myy-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 1,8 euroon (aik. 1,6 EUR).

Vahvaa teknologia- ja kyberturvaosaamista, mutta kaupallinen menestystarina vielä tekemättä

SSH on avaintenhallinta-, pääsynhallinta- ja salausratkaisuihin keskittynyt kyberturvan ohjelmistoyhtiö. Yhtiö myy tuotteitaan globaalisti pääasiassa omien myyjien sekä myyntikumppanien kautta. Asiakaskunta vaihtelee pienistä yhtiöistä Fortune 500 -luokan suuryhtiöihin sekä julkishallinnon toimijoihin. SSH:n nykyliiketoiminta on vielä hyvin riippuvainen kypsän vaiheen tuotteista (Tectia ja UKM), mutta tulevien vuosien kasvupolkua on rakennettu investoimalla uusiin tuotteisiin (PrivX ja NQX). Lisäksi kasvua vauhdittaa vuonna 2021 tehty lupaavalla vaikuttava Deltagon-yritystosto. SSH:lla on vahvaa osaamista ja teknologiaa, mutta tuotteiden kaupallistamisessa on vielä tekemistä pienen yhtiön toimiessa globaalisti useilla eri tuotteilla, erilaisilla markkinoilla ja erilaisilla myyntimalleilla.

Strategia tähtää kasvuun pilviaikakauden pääsynhallinnassa sekä turvallisuuskriittisissä salausratkaisuissa

Usean vaikean vuoden jälkeen SSH:n perusta alkaa olla nyt kunnossa ja Deltagon-yritysjärjestelyn myötä yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiili vahvistuu myös selvästi. Lisäksi kasvulle keskeiset uudet tuotteet (PrivX ja NQX) alkavat olla kypsiä skaalattavaksi. Deltagonin oston myötä SSH:n tuoteportfolio on alkanut selvästi jakautua kahteen alueeseen, joihin yhtiö panostaa: pääsynhallinta- ja avaintenhallinta (PrivX ja UKM) sekä salaus tuotteet (NQX ja Deltagon). Tectia on ainoa hieman irrallinen ratkaisu portfolioissa. SSH:n myyntimalli on myös siirtymässä kohti jatkuvien tilausten myyntiä, jolloin liikevaihdon kertymä on hitaampaa kuin perinteisessä kertalisenssimyynnissä. SSH:n strategia vaatii edelleen kasvupanostuksia, mihin nykyinen tase ei anna olennaista liikkumavaraa. Arvioimme yhtiön vahvistavan tasettaan sitten, kun liiketoiminnan numerot näyttävät rahoitusjärjestelyn kannalta paremmilta.

SSH on pieni toimija globaaleilla markkinoilla

SSH toimii tuotteillaan osittain kypsissä ja osittain vahvasti kasvavissa globaaleissa markkinasegmenteissä kyberturvamarkkinan sisällä. Kokonaismarkkina kasvaa vuosittain noin 8-10 %:n vauhtia. SSH:n selkein haaste on mielestämme se, että vaikka yhtiön tuotteet ovat teknisesti edistyksellisiä, ne edustavat usein vain tiettyä ominaisuutta, jota suuret pääkilpailijat tarjoavat osana laajempia kokonaisratkaisujaan. Kilpailu on kireää ja SSH kohtaa kilpailussa huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja isoja kilpailijoita. Arvioimme kuitenkin viime vuosina tehtyjen investointien tarjoavan edellytykset kääntää liikevaihto lähivuosina selvälle kasvu-uralle.

Kasvukäänne näkyy jo vahvasti osakkeen hinnassa

Ennustamme SSH:n liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 51 % 17,0 MEUR:oon ja käyttökäteen paranevan 1,0 MEUR:oon (2020: -0,4 MEUR). Vuodelle 2022 ennustamme 28 %:n kasvua. Ennusteidemme toteutuessa ja Deltagon-kaupan näkyessä luvuissa täysimääräisesti vuonna 2022, on SSH:n EV/Liikevaihto-kerroin nykykurssilla 5,5x. Liikevaihtopohjainen arvostus näyttää korkealta, kun huomioidaan ennustamaamme vahvaan orgaaniseen kasvuun (2021-2022: 21-20 %) liittyvä epävarmuus. Lisäksi Deltagonin 35 %:n vähemmistöosuus ja SSH:n kallis hybridilaina (korko 11,5 %) painavat lähivuosien osakekohtaista tulosta, eikä arvostukselle löydy siten tukea tulokertoimista.

Suositus

Myy

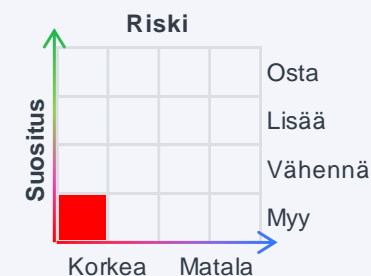
(aik. Myy)

1,80 EUR

(aik. 1,60 EUR)

Osakekurssi:

2,63



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	11,3	17,0	21,8	26,3
kasvu-%	-21,7 %	51,2 %	28,1 %	20,9 %
EBIT oik.	-2,5	-1,2	2,6	4,5
EBIT-% oik.	-22,1 %	-7,2 %	12,0 %	16,9 %
Nettotos	-2,8	-2,1	1,6	3,4
EPS (oik.)	-0,11	-0,09	0,00	0,05

P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	50,5
P/B	8,1	22,2	21,4	15,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	46,0	27,2
EV/EBITDA	neg.	>100	24,4	17,6
EV/Liikevaihto	6,7	6,9	5,5	4,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

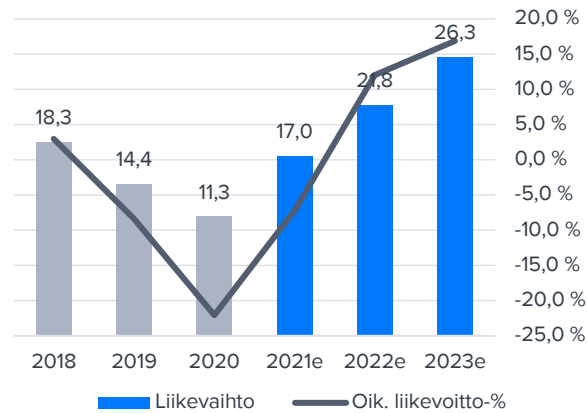
"SSH odottaa liikevaihtonsa kasvavan vuonna 2021 huomattavasti ja käyttökäteen sekä liiketoiminnan rahavirran olevan positiivisia."

Osakekurssi



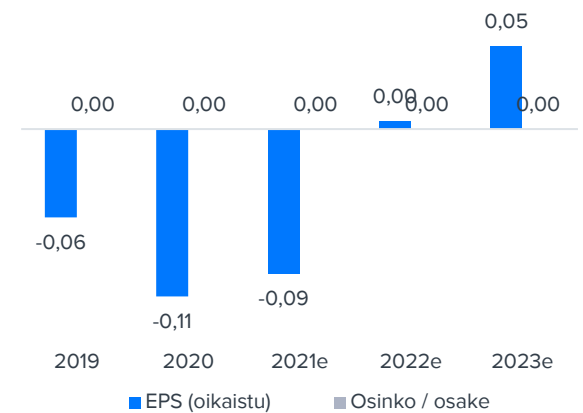
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
102
MEUR

EV
118
MEUR

EV/S
6,9
2021e

EV/S
5,5
2022e



Arvoajurit

- Deltagon-yrityskaupan hyvä yhteensopivuus
- Perusta laitettu kuntoon kasvuvaihetta varten
- Liikevaihdon kasvu, jossa uudet tuotteet (PrivX ja NQX) kriittisessä roolissa
- Vahvasti kasvava markkina
- Uuden tuotestategian onnistuessa selvää arvonluontipotentiaalia pitkällä aikavälillä



Riskitekijät

- Tulevien vuosien kasvu uusien tuotteiden varassa ja näkyvyys myynnin onnistumiseen vielä heikko
- Kilpailun kiristyminen ja suurten kilpailijoiden huomattavasti suuremmat resurssit
- Liikevaihdon lasku vanhoilla, kypsillä tuotealueilla



Arvostus

- Deltagon-kauppa parantaa kasvu- ja kannattavuusprofiilia ja madaltaa riskitasoa
- Liikevaihtopohjainen arvostus korkea suhteessa toteutuneeseen kasvuun ja kannattavuuden yhdistelmään
- Tulos pohjaisista kertoimista ei saada arvostukselle tukea lähivuosina
- Arvostus hinnoittelee sisäänsä jo käännettä selvään kasvuun

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitusprofiili	14-16
Markkinat ja kilpailu	17-22
Strategia	23-26
Taloudellinen tilanne	27-28
Ennusteet ja arvonnääritys	29-34
Taulukot	35-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

SSH Communications Security lyhyesti

SSH on avaintenhallinta-, pääsynhallinta- ja salausratkaisuihin keskittynyt kyberturvan ohjelmistoyhtiö.

1995

Perustamisvuosi

2000

Listautuminen

11,3 MEUR (-22 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

-2,5 MEUR (-22 % lv:sta)

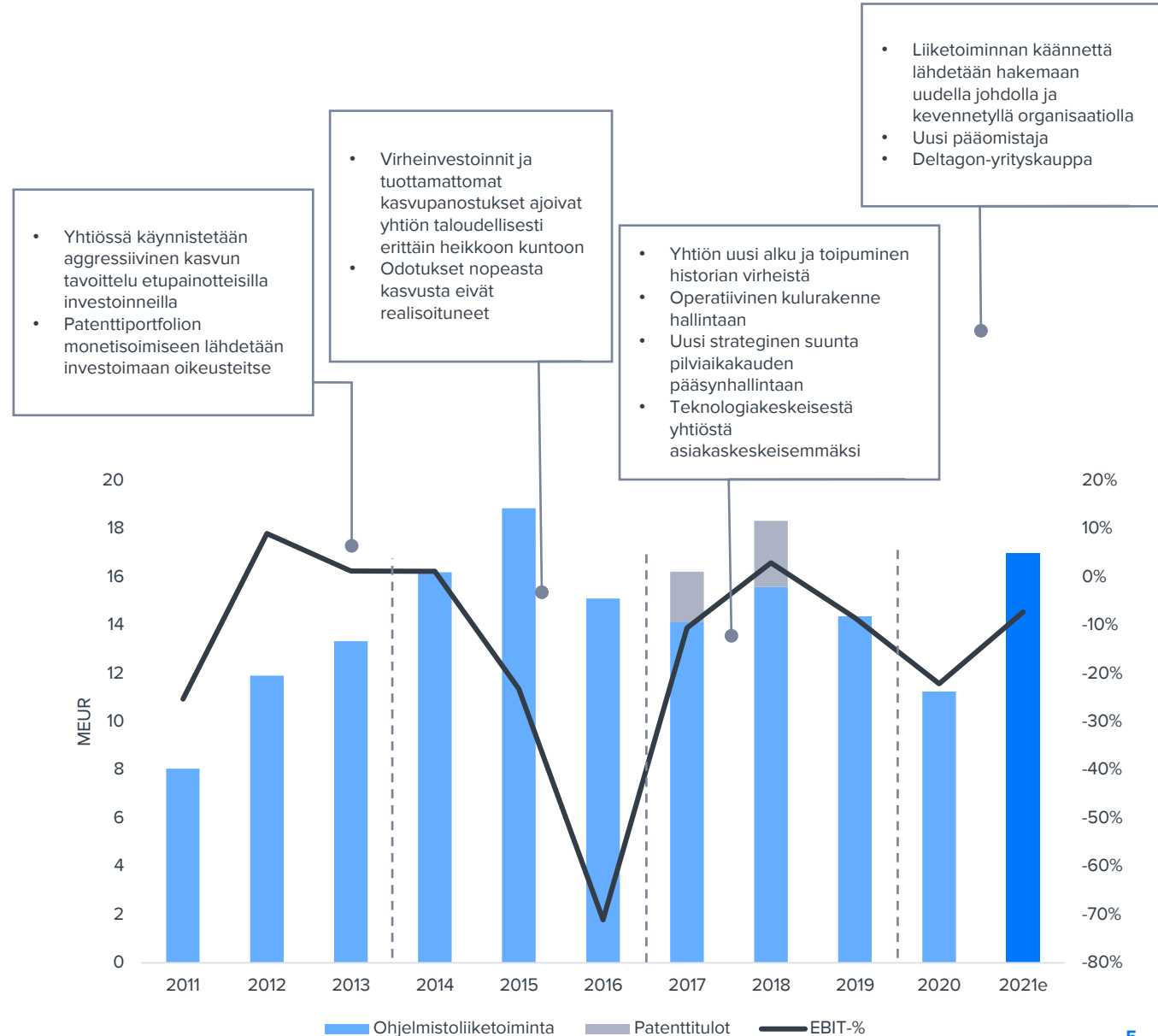
Liikevoitto 2020

90

Henkilöstö Q1'2021 lopussa

>5000

Asiakasta globaalisti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Suomalainen kyberturvan ohjelmistoyhtiö

SSH on vuonna 1995 perustettu avaintenhallintaratkaisuihin, pääsynhallintaratkaisuihin (Privileged Access Management, PAM) ja salainratkaisuihin keskittynyt kyberturvayhtiö. Yhtiön tuotteiden avulla yritykset ja julkiset organisaatiot pystyvät suojaamaan kriittisiä IT-ympäristöjään valvomalla ja hallitsemalla käyttäjien pääsyä näihin järjestelmiin.

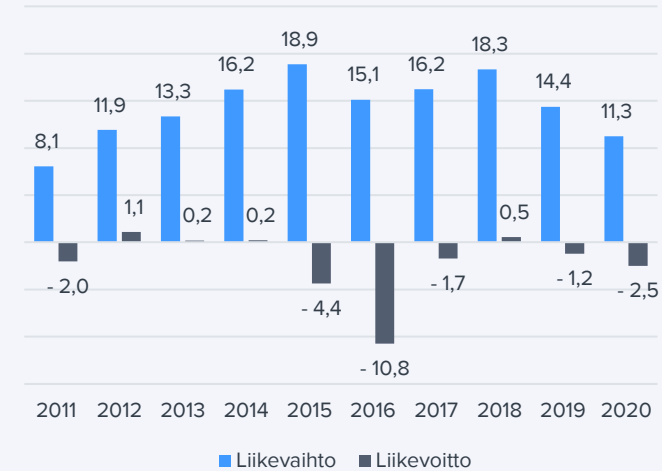
SSH:n perustaja Tatu Ylönen kehitti vuonna 1995 ilmaisen SSH-protokollan, jota käytetään nykyään yli 90 % maailman datakeskuksista tietojärjestelmien suojaamisessa. SSH:n liiketoiminta lähti kehittymään tämän protokollan ympärille. Yhtiön fokus ja DNA ovat aina olleet tietoturvateknologian kehittämisessä, mikä on luonut yhtiöön vahvaa teknologista osaamista sen tuotealueilla. Teknologiavetoisuus on myös ollut heikkous, sillä asiakaslähtöisyys ja omistaja-arvon luonti ovat saaneet vähemmän painoarvoa yhtiössä, mistä yhtiön historiallisesti heikko taloudellinen kehitys 2000-luvulla kertoo.

SSH:ssa käynnistettiin aggressiivinen kaupallistamisen ja kasvustrategian vaihe vuonna 2014, kun yhtiön tuotteiden kysyntänäkymät nähtiin erittäin vahvoina. Vuosina 2014-2016 tehdyt panostukset kasvuun ja patenttien lisensointiin eivät lopulta tuottaneet tuloksia ja kulminoituvat vuoden 2016 syviin tappioihin sekä vuoden lopun yt-neuvotteluihin, joita ilman yhtiö olisi ajautunut taloudelliseen kriisiin. Vuosina 2016-2017 tasetta paikattiin myös suunnatuilla osakeanneilla (yhteensä 15 MEUR).

Vuonna 2017 SSH aloitti jälleenrakennusprosessin, jonka myötä organisaatiota, kulttuuria ja prosesseja on uudistettu merkittävästi. Näiden toimenpiteiden ansiosta yhtiön kustannusrakenne ja ohjattavuus ovat nyt vakaalla pohjalla ja lähtökohdat tulevien vuosien kasvun rakentamiselle ovat hyvät. Viimeisen reilun vuoden aikana SSH:n kasvutarinan käynnistymisen merkit ovat alkaneet muutenkin vahvistua uuden johdon, pääomistajan ja viimeimpänä Deltagon-yritysoston myötä. Vaikean koronavuoden jälkeen SSH ohjeistaa tälle vuodelle huomattavaa liikevaihdon kasvua ja positiivista käyttökatetta.

SSH:n tuoteportfolio koostuu kypsässä vaiheessa olevista tuotteista (Tectia, UKM), joiden kassavirroilla yhtiö on jo usean vuoden ajan kehittänyt uusia kasvuaikavaihtoja (PrivX ja NQX), joiden kaupallinen menestys pitkälti määrittää yhtiön tulevien vuosien kasvutarinaa. Erityisesti käynnissä oleva yritysten pilvitransformaatio muokkaa perinteistä pääsynhallintamarkkinaa ja luo mahdollisuuksia, joihin SSH:n ydinosaaminen vastaa hyvin. SSH tavoittelee kasvua tältä markkinalta uudella pilviaikakauden PrivX-pääsynhallintatuotteellaan. Palomuuuri/salaintuote NQX on toinen lähivuosien kasvuajuri, jonka myynti suomalaisille turvallisuusviranomaisille on lähdössä tämän vuoden aikana asteittain kiihtymään. Kokonaisuutena uusi tuotestrategia on vielä melko alkuvaiheessa ja sen toimivuudesta on rajallisesti näyttöjä. SSH:n täytyy pienen kokoluokkansa vuoksi onnistua tehokkaasti kohdentamaan resurssinsa myynnin ja tuotekehityksen osalta, jotta markkinan houkutteleva kasvupotentiaali realisoituisi, kun vastassa on suuret resurssit omaavia kilpailijoita.

Liikevaihto ja liikevoitto



SSH:n muutos 2017-2020

- Teknologiavetoisesta yhtiöstä asiakaskeskeisemmäksi organisaatioksi
- Kustannusrakenteen sopeutus ja talousprosessien kehittämisen myötä kulupuolelle selkeyttä ja ennakoitavuutta
- Myynnin ja markkinoinnin prosessien uudistaminen
- Tuotekehitysprosessien tehostaminen
- Pistemäisistä tuoteratkaisuista kohti kokonaisvaltaisempia tuoteratkaisuja
- Siirtymä kertalicensseistä kohti tilauspohjaisia myyntimalleja
- Vuonna 2020 uusi toimitusjohtaja ja pääomistaja
- Fokus omistaja-arvon luontiin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Lisenssimyynti

Historiallisesti SSH:n liiketoimintamalli on ollut perinteisen ohjelmistoyhtiön kaltainen eli asiakkaalle myydään ohjelmistolisenssi, jonka päälle tuotteeseen tarjotaan ylläpito- ja tukipalvelut, jotka vastaavat karkeasti noin 20-30 % lisenssin arvosta vuositasolla. Näin SSH:n tuotteita on myyty pääosin kertalisenssimallilla ("perpetual license"), jolloin asiakas saa käyttöönsä päättymättömän lisenssin ohjelmiston hankintahetken versiosta. Tämän vuoksi suuret yksittäiset lisenssikaupat ovat tuoneet merkittävää vaihtelua SSH:n liikevaihdon kehitykseen vuosineljänneksitasolla. Lisenssimyynnistä saatava liikevaihto on ohjelmistotuotteille tyypilliseen tapaan korkeakatteista ja hyvin skaalautuvaa. Lisenssimyynti laski vuonna 2020 koronan vuoksi 50 % 2,2 MEUR:oon ja vastasi 20 % liikevaihdosta. SSH:n tuotteiden hinnoittelu perustuu pääosin palvelinten tai yhteyksien lukumäärään.

Tilausmyynti

SSH on viime vuosina muuttanut liiketoimintamalliaan kohti tilauspohjaista laskutusta, sillä yhä useampi asiakas haluaa maksaa lisenssimaksut kuukausi- tai vuosimaksulla. Siirtymä tilauspohjaiseen jatkuvaan laskutukseen tasaa SSH:n liikevaihdon kehittymistä tulevina vuosina ja tuo liiketoimintaan ennustettavuutta. Lyhyellä tähtäimellä siirtymä voi kuitenkin jarruttaa yhtiön kasvua. Tilausmyynnin liikevaihto vuonna 2020

oli 0,8 MEUR, joka koostui pääasiassa PrivX:n ja UKM:n myynnistä. Deltagon-yritysjärjestelyn myötä SSH:n tilausmyynnin osuus liikevaihdosta kasvaa huomattavasti, sillä Deltagonin liikevaihto (2020: n. 4,7 MEUR) on lähes kokonaan tilauspohjaista.

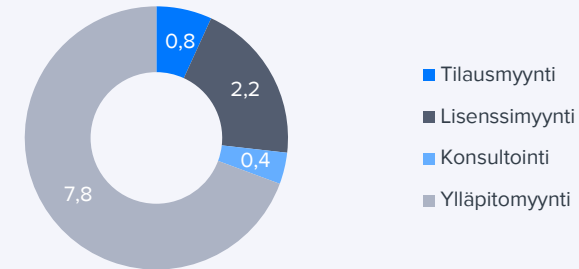
Ylläpitomyynti

SSH:n ylläpitomyynti oli vuonna 2020 7,8 MEUR eli 69 % yhtiön liikevaihdosta. Ylläpitomyynti on jatkuvaluonteista liikevaihtoa ja liittyy SSH:n tuotteiden ylläpidosta ja tukipalveluista laskutettaviin tuottoihin. Valtaosa näistä tuotoista liittyy yhtiön vakiintuneisiin tuotteisiin (Tectia ja UKM). Ylläpitotuotot ovat yhtiölle vakaata ja korkeakatteista liikevaihtoa, mikä tarjoaa tärkeää polttoainetta kasvuinvestoinneille.

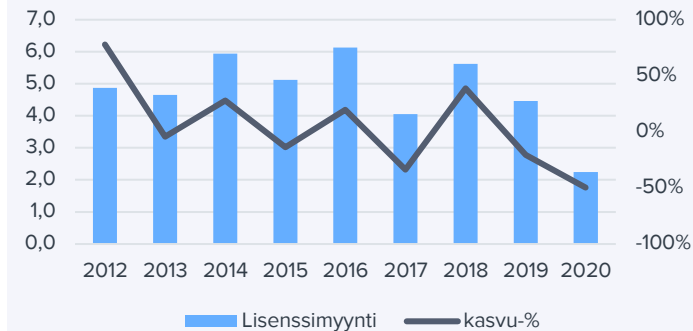
Konsultointi ja muut

SSH:n konsultointi ja muut -erän liikevaihto liittyy valtaosin UKM:n käyttöönottoprojekteihin. Aiemmin vuosina 2013-2015 SSH toteutti käyttöönottoprojektit pääosin omalla henkilökunnalla ja alihankkijoidensa kautta. Viime vuosina käyttöönotot on tehnyt pääasiassa asiakkaan oma IT-integraattori tai SSH:n oma integraattoripartneri. Konsultointitulot olivat viime vuonna vain 0,4 MEUR, kun vuosina 2013-2015 konsultointitulot vaihtelivat noin 3-6 MEUR:n välillä useiden suurten UKM-projektien myötä. SSH aikoo panostaa tulevina vuosina jälleen enemmän omaan palveluliiketoimintaan, minkä on tarkoitus tukea erityisesti PrivX:n ja UKM:n myyntiä. Emme odota konsultointituottojen kuitenkaan olevan merkittävä liikevaihdon ajuri yhtiön pääasiallisesti keskittyessä tuoteliiiketoimintaan.

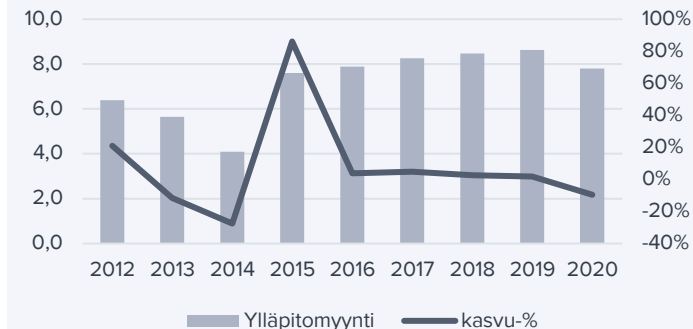
Liikevaihdon jakauma 2020 (MEUR)



Lisenssimyynti ja kasvu-%



Ylläpitomyynti ja kasvu-%



Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Globaali asiakaskunta

SSH:lla on yli 5000 asiakasta, joihin kuuluu niin Fortune 500 -listan yhtiöitä kuin pienempiä yrityksiä. Yhtiön fokus on pääasiallisesti suuremmissa yrityksissä, jotka edellyttävät kyberturvatoimittajiltaan korkean tason teknologista osaamista. Asiakaskuntaan kuuluu myös paljon julkisen sektorin organisaatioita ympäri maailman. Tärkeitä asiakastoimialoja ovat muun muassa finanssi- ja vähittäiskauppasektori. Vuonna 2020 yhdenkään asiakkaan liikevaihto ei ylittänyt 10 % SSH:n liikevaihdosta.

Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka ja erityisesti Yhdysvallat on yhtiön tärkein markkina, joka on viime vuosina muodostanut karkeasti noin puolet yhtiön liikevaihdosta. Korkea liikevaihdon osuus vaativalla USA:n markkinalla ja globaaleissa suuryrityksissä kertoo osaltaan SSH:n korkeasta teknisestä osaamisesta ja teknologian kilpailukyvyistä. Euroopan osuus liikevaihdosta on viime vuosina ollut noin 20-30 %:n välillä ja Aasian noin 20 %.

Myynti- markkinointi- ja jakelukanavat

SSH myy tuotteitaan globaalisti ja pienenä toimijana yhtiön resurssit panostaa tuotteiden myyntiin ja markkinointiin ovat rajalliset. Yhtiö fokusoi omia suoramyymintipanostuksiaan erityisesti USA:n ja Euroopan markkinoille ja Aasian markkinoilla tuotteita myydään pääasiallisesti kanavakumppanien kautta. Myyntipartnerit ovat tärkeitä myös USA:ssa ja Euroopassa. Pienelle yhtiölle oikeiden partnereiden löytäminen on kriittistä myynnin skaalautuvuuden saavuttamiseksi.

PrivX:n osalta SSH on kokeillut myös digitaalisia

myyntikanavia, mutta tämä ei ole ainakaan vielä tuottanut merkittäviä tuloksia. Yhtiön pääfokus on tällä hetkellä suoramyyntissä sekä myyntikumppanikanavan kehittämisessä. Näemme SSH:n yhtenä haasteena sen, että yhtiö toimii globaalisti erilaisilla myyntimalleilla, vaikka on kokoluokaltaan hyvin pieni yhtiö. Laaja fokusalue rajallisilla resursseilla ei välttämättä tuota parasta lopputulosta myynnin osalta.

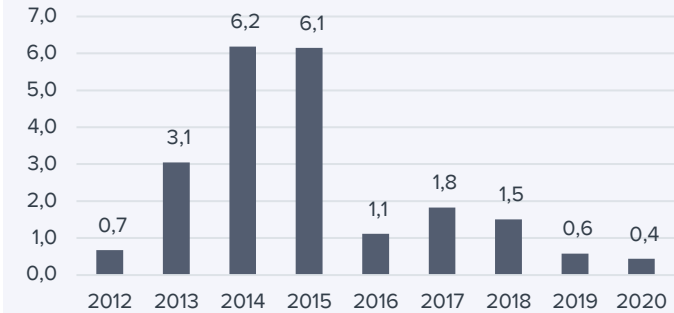
SSH:lla on toimistot Helsingissä, Yhdysvalloissa ja Hong Kongissa. Myynnin ja markkinoinnin tehtävissä työskenteli viime vuoden lopussa 31 henkilöä. Myynnin ja markkinoinnin kulut olivat viime vuonna 6,7 MEUR eli noin 60 % liikevaihdosta.

Tuotekehitys

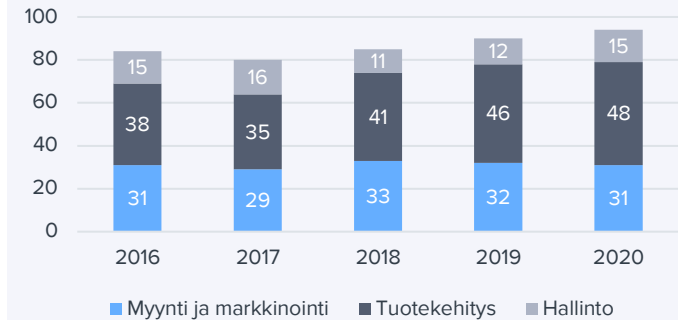
SSH:n tuotekehitys painottuu tällä hetkellä yhtiön uusimpien tuotteiden (PrivX ja NXQ) kehittämiseen, minkä lisäksi UKM:n kehittämiseen panostetaan edelleen suhteellisen paljon. Tectian osalta kehitys on lähinnä tuotteen ylläpitoa pienellä tiimillä. Tuotekehityksessä työskenteli vuoden 2020 lopussa 48 henkilöä. Lisäksi yhtiö ostaa tuotekehitystä tarvittaessa myös ulkopuolelta. Tuotekehityskulut (5,0 MEUR) vastasivat viime vuonna noin 45 % liikevaihdosta.

SSH on viime vuosien aikana uudistanut T&K-prosessejaan ja niihin on saatu selvästi lisää nopeutta ja tehokkuutta. Suurimpia muutoksia ovat olleet siirtyminen tuotekehityksessä "sprintteihin", mikä on nopeuttanut tuotteiden päivityssyklejä sekä tuotteiden manuaalitestauksesta on asteittain siirrytty kohti testiautomaatiota.

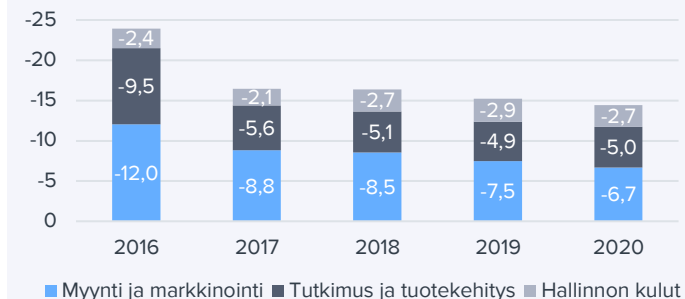
Konsultointi ja muut liikevaihto



Henkilöstö kauden lopussa



Operatiivinen kulurakenne (MEUR)



Kumppanit



IT-integraattorit ja IT-palvelukumppanit



Suomen valtio
(Kyberleijona-yhteisyrittäjä Suomen Erillisverkkojen kanssa)

Toiminnot

Tuotekehitys



Konsultointi ja asiakastuki



Hallinto



Myynti ja markkinointi



Resurssit

Pitkän linjan osaaminen avaintenhallinta- ja pääsynhallinta-teknologioissa



Laaja suuryritysten asiakaskunta



Patenttisalkku differoi tuotteita ja varmistaa toiminnanvapauden



Liiketoimintaidea

SSH auttaa yrityksiä hallitsemaan ja turvaamaan digitaalista ydintään – kriittistä dataa, sovelluksia ja palveluita.



- Vahva teknologinen osaaminen omilla tuotealueilla
- Asiakkaalle kustannussäästöjä SSH-avaintenhallinnan ja pääsynhallinnan prosessien osalta
- Vahva asema kriittisten viranomaisten ja julkishallinnon tietoturvaratkaisujen toimittajana

Myyntikanavat



Suora-
myynti



Partnerit



Online-
kauppa

Asiakassegmentit

Kokonaisuudessaan yli 5000 asiakasta

Globaalit suuryritykset



Julkinen sektori ja julkisyhteisöt



Keskisuuret ja suuret yritykset



Tärkeimmät tuotteet

Universal SSH Key Manager
SSH-avaintenhallintaratkaisu

Tectia

SSH-protokollan päälle rakennettu kaupallinen etäyhteys- ja tiedonsiirto-ohjelmisto

PrivX

Pilviaikakauden pääsynhallintaratkaisu

NQX

Palomuri ja verkkosalain

Deltagon (Sec@GW)

Sähköpostin salausratkaisu

Kustannusrakenne (2020)



Materiaalit ja palvelut
(2,5 % liikevaihdosta)



Myynti ja markkinointi
(60 %)



Tuotekehitys
(45 %)

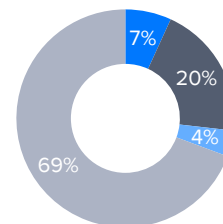


Hallinto
(24 %)

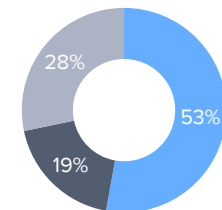
94 hlö (2020)
-14,7 m€ (2020)

Tulovirrat (2020)

Liikevaihto 11,3 m€
EBIT -2,5 m€ (2020)



- Tilausmyynti
- Lisenssimyynti
- Konsultointi
- Ylläpitomyynti



- Pohjois- ja Etelä-Amerikka
- Aasia ja Tyynenmeren alue
- Eurooppa, Lähi-Itä ja Afrikka

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Tuotteet

Tectia

Tectia on SSH:n pitkäaikainen tuote, joka suojaa yhteydet tärkeisiin IT-ympäristöihin ja mahdollistaa turvallisen tiedostonsiirron. Tuote pohjautuu SSH:n perustajan Tatu Ylösen vuonna 1995 kehittämään SSH-protokollaan. Tectiaa käyttävät niin Fortune 500 -listan yhtiöt kuin myös hyvin pienet yhtiöt ympäri maailman.

Tectiaa myydään pääosin kertalisenssimallilla ja kauppohennot koot vaihtelevat muutamista tuhansista jopa muutama satoihin tuhansiin euroihin. Tuote on helppo ottaa käyttöön, eikä se vaadi olennaista käyttöönottoprojektia. Tuote kilpailee ilmaisen OpenSSH-ohjelmiston kanssa, mutta Tectian lisäarvon asiakkaalle tuovat 24/7 ylläpito ja tuki sekä tietyt erityisominaisuudet. Suurten asiakkaiden osalta ylläpitomyynti tuo SSH:n mittakaavassa merkittävää jatkuvaa liikevaihtoa.

Tectia on elinkaareltaan kypsässä vaiheessa, eikä se vaadi olennaisia kehityspanostuksia. Hyvän kassavirtaprofiilinsa takia se on SSH:lle tärkeä ja mahdollistaa osaltaan investoinnit uusiin tuotteisiin. Tulevina vuosina tuotteen liikevaihtonäkymät ovat arviomme mukaan parhaimmillaankin vakaat, mikä perustuu tuotteen elinkaaren hyvin kypsään vaiheeseen.

Universal SSH Key Manager (UKM)

UKM on vuonna 2012 julkaistu suurille yrityksille suunnattu työkalu SSH-avainten hallintaan. UKM paikallistaa, valvoo, korjaa ja hallinnoi SSH-avaimia yrityksen omissa (on-premise)

tietoympäristöissä. Suurissa yhtiöissä voi olla miljoonia SSH-avaimia, joiden haltija pääsee käsiksi yhtiön tietojärjestelmiin. Tietoturvaongelman luo se, että avaimen haltijan esimerkiksi lähtiessä yrityksestä, avain jää voimaan ikuisiksi ajoiksi ellei sitä poisteta, ja voi päätyä väärin käsiin. Kompleksissa IT-ympäristössä avaintenhallinta käy siten mahdottomaksi ilman avaintenhallintaratkaisua. Tuotteen asiakkaat ovat tyypillisesti globaaleja suuryrityksiä USA:sta ja Iso-Britanniasta.

UKM:n käyttöönotto vaatii yleensä suuren käyttöönottoprojektin, joka kestää useampia kuukausia. Aiemmin vuosina 2014-2015 SSH toteutti käyttöönottoprojektit pääosin omien alihankkijoidensa kautta, mutta viime vuosina käyttöönoton on tehnyt pääasiallisesti asiakkaan oma IT-integraattori tai SSH:n integraattoripartneri. Tuotteen käyttöönotto voidaan jakaa kolmeen vaiheeseen. Ensimmäisessä vaiheessa asiakkaan IT-ympäristö seulotaan UKM:n avulla ja kaikki SSH-avaimet paikannetaan. Toisessa vaiheessa avaimet kohdistetaan niiden käyttäjiin ja ylimääräiset avaimet poistetaan. Kolmannessa vaiheessa avaintenhallinta automatisoidaan luomalla sääntöjä SSH-avainten mitätöimiseen.

Suuresta käyttöönottoprojektista johtuen UKM:n myyntisyklit ovat todella pitkiä, mutta kauppohennot ovat parhaimmillaan miljoonaluokassa. Tuotetta myydään pääosin kertalisenssinä ja suuret UKM-kaupat voivat edelleen aiheuttaa merkittävää vaihtelua SSH:n liikevaihdon kehitykseen vuosineljänneksittäin. Suurten kertakauppojen lukumäärä on kuitenkin viime vuosina pienentynyt, kun asiakkaat haluavat

suuren yksittäisen IT-projektin sijaan edetä askel kerrallaan edellä mainitun kolmivaiheisen käyttöönoton mukaan. UKM:stä tuloutuu myös merkittävässä määrin ylläpitotuottoja.

UKM-kohtaa useita kilpailevia tuotteita tai PAM-ratkaisuja, joissa on myös SSH-avaintenhallintaominaisuus. Suurimpia kilpailijoita ovat Cyberark, Venafi ja Beyondtrust.

UKM on ominaisuuksiltaan jo kypsässä vaiheessa, mutta SSH näkee tuotteella edelleen kasvumahdollisuuksia ja panostaa tuotteen kehittämiseen. Vaikka UKM on vanhan ”legacy-ajan” IT-ympäristöjen tuote, sen kysyntää ajaa etenkin kiristynyt regulaatio sekä IT-ympäristöjen monimutkaistuminen.

PrivX On-Demand Access Manager

PrivX on kesäkuussa 2017 julkaistu pilviympäristöihin tarkoitettu pääsynhallintatuote, jolla SSH haastaa nykyisten PAM-toimijoiden ratkaisuja. PrivX on keskeinen osa SSH:n kasvustrategiaa, missä tuotteen päälle rakennetaan laajempaa kokonaisratkaisua, jolla pääsynhallintaprosessi pystyttäisiin hoitamaan. Käsitlemme PrivX:n strategista roolia tarkemmin strategia-kappaleessa.

PrivX:n ydinajatus on 1) minimoida asiakkaan manuaalinen pääsynhallinnan työ, 2) luoda pääsyoikeudet, joita ei voi varastaa (avaimeton pääsynhallinta) sekä 3) rajoittaa käyttäjien pääsy vain tarvittaviin pääsyoikeuksiin. Tuotteen avulla organisaation käyttäjä saa nopeasti ja kerralla pääsyn kaikkiin tarvitsemiinsa rooleihin, mikä normaalisti veisi aikaa ja vaatisi lukuisia manuaalisia prosesseja.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

PrivX soveltuu kaikenkokoisille yrityksille ja tuotetta myydään kk-laskutukseen perustuvalla mallilla. PrivX:n liikevaihto näkyy siis tilausmyynnissä (2020: 0,8 MEUR), jonka absoluuttisesti matala taso kertoo tuotteen kaupallistamisen olevan vielä melko alkuvaiheessa.

SSH:n tavoitteleva ydinkohderyhmä tuotteelle on 100-5000 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevat yritykset. Pienille yrityksille tuote maksaa kuukausitasolla muutamia satoja euroja, mutta isommissa yrityksissä tilaukset voivat olla vuositasolla kymmenistä tuhansista satoihin tuhansiin euroihin. SSH:lla on parhaillaan neuvottelut käynnissä muutamista suurista PrivX-sopimuksista, jotka toteutuessaan voisivat parhaimmillaan olla vuositasolla jopa yli miljoonan euron luokassa. Tyypillisesti yritykset ottavat PrivX:n alussa käyttöön tietyssä osassa IT-ympäristöään ja laajentavat käyttöä asteittain vuosien kuluessa, jonka vuoksi asiakaskohtainen liikevaihto on alussa pienempää. Pienet yritykset SSH pyrkiä tavoittamaan digitaalisten kanavien kautta ja suuremmissa asiakkaissa myynti tapahtuu suoramyyntinä sekä partneriverkoston kautta.

SSH:n tuotekehitys panostaa tällä hetkellä merkittävästi PrivX:n kehittämiseen. Uusia ominaisuuksia kehitetään suurten asiakkaiden tarpeiden mukaan. Tuote on rakenteeltaan modulaarinen, mikä mahdollistaa tarvittaessa myös tiettyjen ominaisuuksien tuotekehityksen ulkoistamisen. SSH on tuonut PrivX:ään aiemman CryptoAuditor -tuotteensa ominaisuuksia, joilla salattuja yhteyksiä pystyy

valvomaan, hallinnoimaan ja tallentamaan.

PrivX kilpailee niin perinteisten Cyberarkin kaltaisten PAM-toimijoiden kanssa kuin pelkästään pilviympäristöihin keskittyneiden yhtiöiden kanssa, kuten Oktan kanssa.

NQX

NQX on SSH:n uusi, vuonna 2020 kaupallisesti lanseerattu salain/palomuurituote, joka on kehitetty tarpeesta saada suomalaisille turvallisuusviranomaisille suomalainen ratkaisu tälle alueelle. Turvallisuuskriittisimmässä ympäristöissä jo lainsäädäntö vaatii suomalaisten ratkaisujen käyttämistä. Suurin ajuri tuotteen kehittämiseen on kuitenkin käsityksemme mukaan ollut poliittinen tahto sen jälkeen, kun suomalainen palomuuriyhtiö Stonesoft myytiin Yhdysvaltoihin vuonna 2013 jättäen tyhjiön suomalaisten palomuurituotteiden osalta.

NQX:ää kaupallistetaan SSH:n ja Suomen valtion omistaman Suomen Erillisverkot Oy:n perustaman Kyberleijona-yhteisyriityksen kautta. SSH omistaa kesällä 2018 perustetusta yhtiöstä 65 % ja Erillisverkot 35 %. Erillisverkot pääomitti Kyberleijonaa yhteensä noin 1,2 MEUR:lla ja toimii yrityksessä passiivisena strategisena sijoittajana. SSH hoitaa kaiken operatiivisen toiminnan. Yhteisyriityksen tarkoituksena on turvata palomuuriteknologian pysyminen suomalaisessa omistuksessa ja Erillisverkoilla on osto-optio SSH:n osuuteen Kyberleijonasta, jos SSH:n huomattava omistus tai tosiasiallinen määräysvalta muuttuu esimerkiksi yrityskaupan/omistusjärjestelyn seurauksena.

Aluksi NQX:n pääkohdemarkkinaa ovat

turvallisuuskriittiset julkishallinnon toimijat Suomessa, mutta SSH:n mukaan tuote kiinnostaa myös yksityisen sektorin toimijoita. Pidemmällä aikavälillä tuote on mahdollista sertifioida myös EU-tasolla, mikä laajentaisi tuotteen markkinaa selvästi. Lähivuosina odotamme SSH:n keskittyvän pääasiassa Suomen markkinaan. Julkisen sektorin kanssa toimittaessa päätöksenteko on usein hidasta ja tämän myötä myyntisyklit ovat pitkiä ja voivat venyä suunnitellusta aikataulusta.

NQX on SSH:n mukaan ominaisuuksiltaan tehokas ja etuna moniin palomuurituotteisiin on, ettei se ole sidottu tiettyyn laitteeseen, vaan ohjelmisto voidaan integroida standardilaitteistoihin. Suomessa kilpailuetua tuo myös se, että NQX on ainut sertifioitu palomuri, mikä on vaatimus tiettyjen asiakkaiden hankinnoille. SSH toimittaa sekä palomuuriohjelmiston että laitteen, mutta laitteen osalta myynti on käytännössä vain läpilaskutusta.

SSH:n mukaan NQX-kauppojen koot voivat olla hyvin vaihtelevia. Pienimmät kaupat voivat olla muutaman palomuurin toimituksia tietyille valtionhallinnon osastolle, kun taas isoimmat toimitukset ovat suurempia IT-integraattorin kautta tehtäviä projekteja.

Joulukuussa 2020 SSH tiedotti ensimmäisestä merkittävästä kaupallisesta avauksesta NQX:n osalta. Yhtiö solmi monivuotisen raamisopimuksen, joka sisältää salaintuotteita, tuotteisiin liittyviä ylläpito-, tuki- ja huoltopalveluita sekä erikseen tilattavia asiantuntijapalveluita. Sopimuksen arvo kaikkine optioineen on 20 MEUR, mutta se ei sisällä määräostovelvoitetta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Alkuvuodesta 2021 sopimuksen käynnistymisessä oli alkukankeutta SSH:sta riippumattomista syistä, mutta asiat ovat lähteneet etenemään. Sopimuksen pitäisi alkaa näkyä tilauksina ja liikevaihtona voimakkaammin H2'21 aikana. SSH toimittaa sopimuksen jatkuvaluonteisena tilausmyyntinä, jolloin liikevaihdon kertymä on alkuvaiheessa pienempää. SSH näkee myös mahdollisuuksia voittaa useampia vastaavia julkisen sektorin suuria asiakkuuksia tulevien vuosien aikana. Kokonaisuudessaan NQX on SSH:lle tärkeä keskipitkän aikavälin kasvuajuri.

NQX:n kautta SSH on myös mukana Post-Quantum Cryptography -hankkeessa (PQC), jossa kehitetään kvanttiturvallisista salausratkaisuja. Business Finland on myöntänyt vuoteen 2022 kestävään hankkeeseen SSH:lle 1,3 MEUR tuotekehitysavustusta. SSH:n mukaan erityisesti valtio on erityisen kiinnostunut varautumaan kvanttietokoneiden aikaan hyvissä ajoin etukäteen, sillä valtiollisilla toimijoilla on tietoa, joka on pystyttävä suojaamaan kaikissa olosuhteissa.

Deltagon

SSH tiedotti helmikuussa 2021, että sen tytäryhtiö Kyberleijona Oy ostaa Deltagon Oy:n koko osakekannan Suomen Erillisverkot Oy:n omistamalta Leijonaverkot Oy:ltä. Deltagon kehittää ja toimittaa sähköisen viestinnän ja asiointin tietoturvaratkaisuja useille eri toimialoille finanssialasta julkishallintoon. Käsitksemme mukaan yhtiön liikevaihdosta noin 20 % tulee julkiselta sektorilta. Maantieteellisesti valtaosa liikevaihdosta tulee Suomesta ja noin 10 %

Ruotsista.

Deltagonin vuoden 2020 liikevaihto oli noin 4,7 MEUR ja laskennallisista konsernihallinnon palveluveloituksista oikaistu liikevoitto noin 2,5 MEUR. Deltagonin edellisten seitsemän vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ollut 16 % vuodessa ja kasvuvauhdin odotetaan jatkuvan hyvänä myös jatkossa. Deltagonin liikevaihto on pääasiassa tilauspohjaista jatkuvaluonteista laskutusta. Oikaistulla liikevoitolla laskettuna Deltagonin kannattavuus on erinomaisella tasolla (2020 EBIT: 53 %) ja vapaa kassavirta vastaa pienen poistopohjan takia melko hyvin liikevoittoa.

Deltagonin liikevaihdosta pääosa tulee luottamukselliseen sähköpostiviestintään kehitetystä sähköpostin salausratkaisusta (Sec@GW). Tuote täydentää SSH:n tuoteportfoliota salaustuotteiden (NQX) osalta ja vahvistaa yhtiön asemaa kriittisten viranomaisratkaisujen kyberturvatoimittajana. Sähköpostin salauksessa Deltagonin kilpailijoita ovat muun muassa Microsoft (Office 365), Gmail, Protonmail ja suomalainen Turvaposti. Lisäksi Deltagonin tuoteportfoliossa on ratkaisut turvalliseen tiedostojen jakamiseen, digitaaliseen allekirjoittamiseen sekä sähköisten lomakkeiden julkaisemiseen. Näiden tuotteiden osuus Deltagonin liikevaihdosta on käsityksemme mukaan noin 15 %.

Deltagon myy tuotteitaan pääasiallisesti kumppaniverkostonsa kautta ja sen ratkaisuja käyttää yli 1900 asiakasta. Deltagonilla on toimistot Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sen

palveluksessa on 26 työntekijää. SSH näkee Deltagon-järjestelyssä merkittäviä myynnillisiä synergioita toisiaan tukevien tuoteportfolioiden ja asiakaskuntien kautta. Yhtiön mukaan Deltagonin historiallinen kasvu on saavutettu käytännössä ilman markkinointipanostuksia. Nyt Deltagonin tuotteiden myyntiä voidaan edistää myös SSH:n myyntitiimin avulla.

Deltagon-järjestelyn kauppahinta on kokonaisuudessaan noin 15,4 MEUR. Kauppahinnan kassavirtavaikutus SSH:lle on 10 MEUR seuraavan neljän vuoden aikana. Mahdollisesta 1,3 MEUR:n lisäkauppahinnasta riippuen kaupan arvostus vastaa noin 3,3-3,6x EV/Liikevaihto-kerrointa ja 6,2x-6,7x EV/EBIT-kerrointa. Deltagonin kasvu- ja kannattavuusprofiiliin peilattuna kertoimet näyttävät maltillisilta. SSH:n asema valtion luotettavana kyberturvakumppanina oli merkittävä syy edulliseen kauppahintaan. Myös kauppahinnan jaksottaminen neljälle vuodelle on poikkeuksellisen suotuisa ehto yrityskaupoissa ostajan näkökulmasta.

Yrityskauppa saatiin maaliin 26.4.2021 ja Deltagonista tuli Kyberleijona Oy:n tytäryhtiö ja osa SSH-konsernia. SSH omistaa 65 % Kyberleijonasta ja konsolidoi siten Deltagonin tytäryhtiönä konsernin kirjanpidossa. Näin Deltagonin liikevaihto ja liiketulos tulevat näkymään täysimääräisesti SSH:n tuloslaskelmassa, mutta lopulta SSH:n omistajille kuuluva osuus Deltagonin tuloksesta on 65 % vähemmistöosuus huomioituna.

SSH:n tärkeimmät tuotteet

Tuote	Kuvaus	Asiakkaat	Kehitysvaihe	Painoarvo liiketoiminnassa 2021*	Lähivuosien kasvunäkymä*	Rooli strategiassa
Tectia	SSH-protokollan päälle rakennettu kaupallinen etäyhteys- ja tiedonsiirto-ohjelmisto	Pääosin suuret yritykset, myös pieniä asiakkaita	Kypsä	Suuri	Vakaa/hiipuva	Tuottaa kassavirtaa
UKM	SSH-avaintenhallintaratkaisu	Suuret yritykset	Kypsä	Suuri	Vakaa/kasvava	Tuottaa kassavirtaa ja tukee kasvua
PrivX	Pilviaikakauden pääsynhallintaratkaisu	Keskikokoiset ja suuret yritykset	Aktiivinen tuotekehitys	Pieni	Vahva	Kriittinen
NQX	Kriittisten tietoverkkojen palomuri ja verkkosalain	Suuret julkisen sektorin toimijat	Aktiivinen tuotekehitys	Keskikokoinen	Vahva	Tärkeä
Deltagon (Sec@GW)	Sähköpostin salausratkaisu luottamukselliseen viestintään	Keskikokoiset ja suuret yritykset, julkinen sektori	Kypsä	Suuri	Kasvava	Tuottaa kassavirtaa ja tukee kasvua

Sijoitusprofiili

Kasvukäänte on vihdoin realisoitumassa

SSH:n profiili on jo useamman vuoden ollut muuttumassa käänneyhtiöstä kasvuyhtiöksi, mutta kasvutarinan liikkeellelähtö on vienyt odotuksia enemmän aikaa. Viimeisen reilun vuoden aikana SSH:n kasvutarinan käynnistymisen merkit ovat kuitenkin alkaneet vahvistua uuden johdon, pääomistajan ja viimeisimpänä Deltagon-yritystoston myötä. Perusta kasvulle on nyt kunnossa ja tulevina neljänneksinä käänteen pitäisi alkaa heijastua myös yhtiön numeroihin. Vielä on kuitenkin epäselvää, miten voimakkaasti uudet tuotteet alkavat näkyä liikevaihdon kasvussa sekä kannattavuudessa. Isossa kuvassa uusien tuotteiden kasvupotentiaali realisoituu kunnolla vasta tämän vuosikymmenen aikana. Siten omistajien on oltava valmiita katsomaan yhtiötä useiden vuosien päähän varsinkin osakkeen nykyinen arvostustaso huomioiden.

Potentiaali ja arvoajurit

Uudet tuotteet: SSH:n uudet tuotteet (PrivX ja NQX) tarjoavat yhtiölle selvää kasvupotentiaalia useiksi vuosiksi. Tuotteille on löydettävissä selkeät kysyntäajurit ja kasvupotentiaalin realisoituminen on pitkälti kiinni SSH:n onnistumisesta tuotteiden myynnissä. Erityisesti suurten PrivX-sopimusten voittaminen lähivuosina vahvistaisi uskoa tuotteen potentiaalin suhteen.

Deltagon-yrityskauppa: Järjestely näyttää hinnoittelultaan ja yhteensopivuudeltaan erinomaiselta liikkeeltä SSH:n kannalta. Yrityskauppa parantaa SSH:n kasvu- ja kannattavuusprofiilia ja madaltaa riskitasoa.

Vahvasti kasvavat markkinat: Isossa kuvassa SSH:n kohdemarkkinoiden odotetaan kasvavan voimakkaasti tulevina vuosina, mikä antaa vetoapua SSH:lle kasvun tavoittelussa. Erityisesti PrivX:n kohdemarkkina on vasta muovaantumassa IAM/PAM-markkinoiden yhdistyessä pilviaikakaudella, mikä tarjoaa houkuttelevan mahdollisuuden SSH:lle.

Liiketoimintamallin skaalautuvuus pitkällä

aikavälillä: SSH:n ohjelmistoliiketoiminta mahdollistaa pitkällä aikavälillä hyvän kannattavuuden, jos yhtiö onnistuu kasvustrategiassaan. Lähivuosina kannattavuus ei nouse potentiaaliinsa, koska yhtiön todennäköisesti kannattaa investoida tulorahoitusta ensisijaisesti kasvuun.

Keskeiset riskit

Uuden tuotestategian toimivuus on vielä

todistamatta: SSH:n orgaaninen kasvu on pitkälti uusien tuotteiden (PrivX ja NQX) harteilla. Tuotteiden kaupallistaminen on vielä hyvin alkuvaiheessa ja näkyvyys tulevien vuosien kehitykseen on rajallinen.

Vanhojen tuotteiden liikevaihdon lasku: SSH:n tuoteportfoliossa on jo hyvin kypsässä vaiheessa olevia tuotteita. Näemme riskinä, että vanhojen tuotteiden liikevaihdon kääntyminen laskuun voi tulevina vuosina jarruttaa yhtiön kokonaiskasvua.

Kilpailun kiristyminen ja suurten toimijoiden

selvästi isommat resurssit: SSH:n mahdollisuudet investoida tuotekehitykseen ja myyntiin ovat selvästi suurempia kilpailijoita rajallisemmat.

Tuoteportfolion pistemäisyys:

SSH:n tuoteportfolio koostuu vielä melko pistemäisistä ratkaisuksista, kun asiakkaiden toiveissa on yhä useammin laajempi kokonaisratkaisu. Tämä on heikkous kilpailussa suurempien toimijoiden laajempia tarjoomia vastaan.

Myyntimallit/kanavat hakevat vielä muotoaan:

SSH toimii useilla eri markkinoilla erilaisilla myyntimalleilla, mikä on haasteellista yhtiön pieni kokoluokka huomioiden. Suoramyyntin osalta yhtiön resurssit ovat rajalliset ja myyntikumppanien osalta tulokset eivät ainakaan tähän mennessä ole olleet vielä kovin hyviä.

Tiukka taseasema:

SSH:n kasvustrategia vaatii vielä pääomia ja Deltagon-järjestelyn ulosmenevät kassavirrat (10 MEUR) huomioiden nykyinen kassatilanne (Q1'21: 7,5 MEUR) ei ole erityisen vahva. Taseen oma pääoma on kokonaisuudessaan 12 MEUR:n hybridilainan (korko 11,5 %) tukema, sillä historiallisten tappioiden myötä oma pääoma oli Q1'21:lla enää 5,7 MEUR. Deltagon-järjestely parantaa merkittävästi SSH:n kassavirtaprofiilia, mutta kaupan rahoittaminen ja taseen tervehdyttäminen ilman uutta pääomaa vaatii myös vetoapua uusilta tuotteilta kannattavan kasvun muodossa. Arvioimme SSH:n pyrkivän järjestelemään rahoitustaan uudestaan siinä vaiheessa, kun yhtiön numerot on saatu nykyistä parempaan asentoon, ja rahoituksen hinta on tuolloin oletettavasti matalampi.

Sijoitusprofiili

1.

Profiili muuttumassa käänneyhtiöstä kasvuyhtiöksi

2.

Vahvasti kasvavat markkinat

3.

Yhdistelmä kypsiä tuotteita ja uusia kasvuaihioita, joiden kaupallinen menestys vielä todistamatta

4.

Skaalautuva liiketoimintamalli

5.

Deltagon-yritysosto vahvistaa kasvu- ja kannattavuusprofiilia

Potentiaali



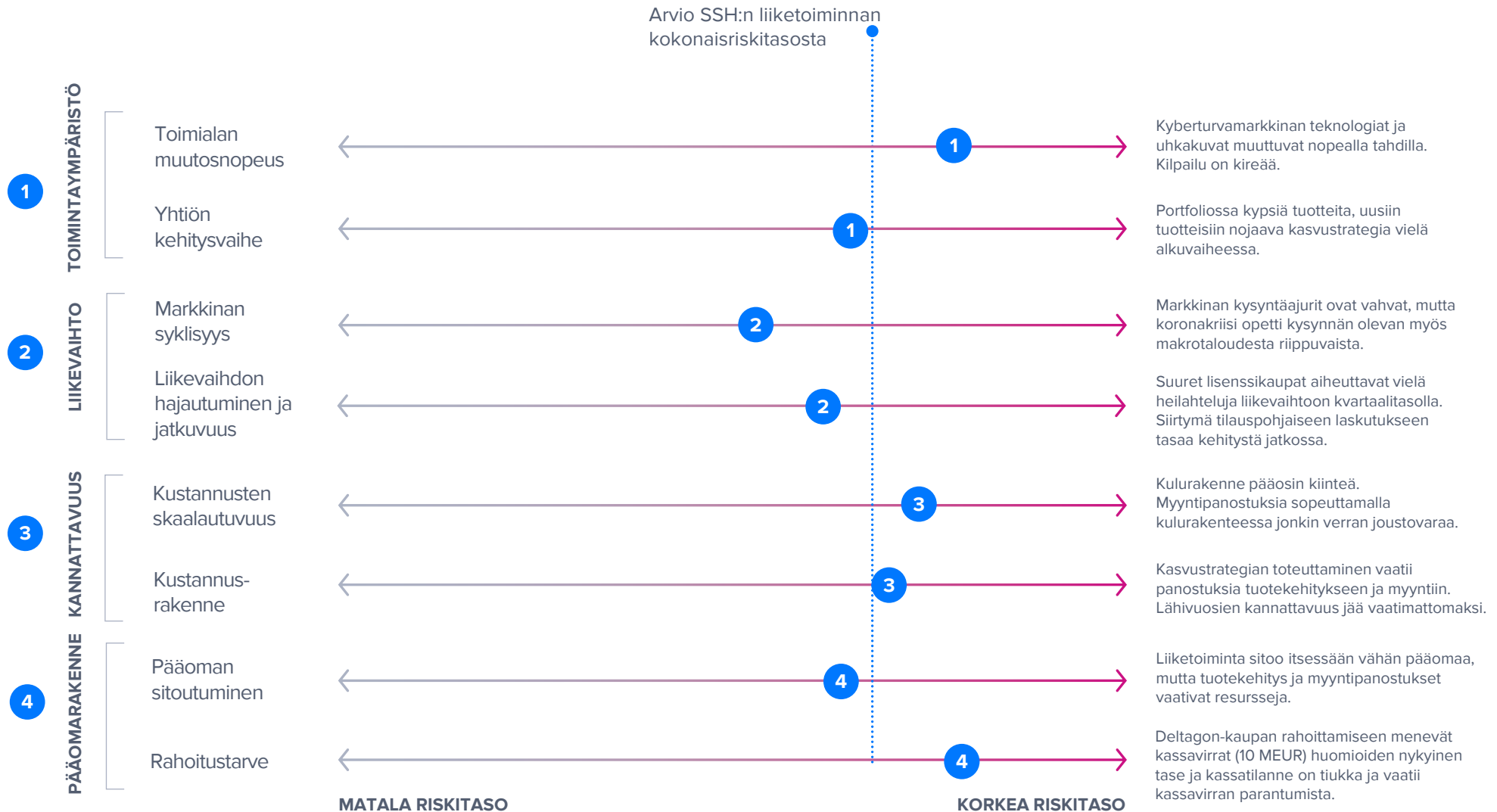
- Uusissa tuotteissa (PrivX ja NQX) kasvupotentiaalia pitkälle tulevaisuuteen myynnin onnistuessa
- Deltagon-yrityskaupan hyvä yhteensopivuus
- Liiketoimintamallin skaalautuvuus mahdollistaa hyvän kannattavuuden pitkällä aikavälillä strategian onnistuessa
- Markkinan kysyntänäkymät ovat vahvat

Riskit



- Tulevien vuosien kasvu pääosin uusien tuotteiden harteilla, joiden onnistumiseen on vielä rajallinen näkyvyys
- Kilpailun kiristyminen ja kilpailijoiden huomattavasti suuremmat resurssit
- Liikevaihdon lasku vanhoissa tuotteissa
- Tiukka taseasema ei anna merkittävää liikkumavaraa strategian toteuttamiseen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat ja kilpailu 1/4

Markkinat

Markkinoiden määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat edelleen rajusti. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina oli vuonna 2020 noin 124 mrd. dollaria. Koronakriisi hidasti kasvua viime vuonna, mutta yleisesti markkinan odotetaan kasvavan noin 8-10 %:n vauhtia tulevina vuosina.

SSH toimii kyberturvamarkkinan sisällä omalla

tuotevalikoimallaan useissa eri segmenteissä ja lisäksi nämä markkinasegmentit osaltaan elävät uusien teknologioiden muuttaessa niiden määritelmiä. Markkinan euromääräinen koko ei myöskään ole SSH:n kannalta kovin relevantti kysymys, sillä yhtiö on vielä hyvin pieni toimija globaalissa mittakaavassa. Isossa kuvassa SSH:n kohdemarkkinoiden voidaan arvioida olevan voimakkaassa kasvussa.

Kyberturvamarkkinan yleiset ajurit

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

IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten mobiliteetti, pilvi, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntyminen esteenä ovat haasteet tietoturvaan. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Muina megatrendeinä voidaan nostaa myös avoimien järjestelmien (kuten Android) yleistymisen ja organisaatioiden siirtymä pilviympäristöihin. Tämä IT-ympäristöjen kompleksisuuden kasvu tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin

yritykset vielä toimivat pääosin omissa, yksilöllisissä suljetuissa ympäristöissä. SSH on osaltaan ratkomassa kompleksisuuteen liittyviä ongelmia tekemällä kyberturvan prosesseista asiakkaille automatisoituja ja yksinkertaisia.

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.

SSH:n tuotteiden markkinat

SSH:n Tectia on osa kypsässä vaiheessa olevaa liikenteen salaus (Managed File Transfer) -markkinaa. Lähteistä riippuen markkinan kooksi on arvioitu noin 1,5-2,0 mrd. dollaria. Tectian osalta kasvunäkymät ovat arviomme mukaan parhaimmillaankin vakaat.

NQX on puolestaan osa kymmenien miljardien kokoista VPN/palomuurimarkkinaa. Todellinen kohdemarkkina rajoittuu aluksi Suomen julkisen sektorin turvallisuuskriittisiin asiakkaisiin ja mahdollisesti yksityisen sektorin toimijoihin. Tämän markkinan kokoa on vaikea määrittää, mutta SSH:n solmiman suuren raamisopimuksen valossa markkinapotentiaali on useita kymmeniä miljoonia euroja. Mahdollisesti tulevaisuudessa tehtävä EU-tason sertifiointi laajentaisi NQX:n markkinapotentiaalia moninkertaiseksi, mutta näkyvyys tämän toteutumiseen ja ajoitukseen on vielä hyvin heikko.

Markkinat ja kilpailu 2/4

PrivX-tuotteella SSH tähtää laajennetun pääsynhallinnan (Privileged Access Management, PAM) -markkinalle. SSH on arvioinut eri lähteisiin pohjautuen PrivX:n kohdemarkkinan koon olevan noin 2,0 mrd. dollaria ja sen odotetaan kasvavan vahvaa 20 %:n vuosivauhtia. Samalla PAM-markkinan odotetaan tulevina vuosina osittain yhdistyvän identiteetin- ja pääsynhallinta (Identity and Access management, IAM) -markkinan kanssa. Tämän uuden markkinan koko on selvästi nykyistä PAM-markkinaa suurempi. SSH tulee PAM-markkinaan PrivX:llä haastajana ja haluaakin erityisesti osansa tästä muodostumassa olevasta laajemmasta pilviaikakauden IAM/PAM-markkinasta.

SSH:n UKM-tuote on osa Enterprise Key Management (EKM) -markkinaa. Markkinan kooksi on arvioitu noin 1,6 mrd. dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 20 %:n vuosivauhtia. UKM-tuote kattaa EKM-markkinasta osan, joka on lähellä PAM-markkinaa ja UKM pääosin kilpaileekin PAM-ratkaisuista löytyvien vastaavien ominaisuuksien kanssa.

Deltagonin sähköpostin salausratkaisu (Sec@GW) on osa globaalia noin 3,6 mrd. dollarin sähköpostien salausmarkkinaa. Infinity Researchin arvion mukaan markkina kasvaa keskimäärin noin 12 % vuodessa 2017-2021. Tällä hetkellä Deltagonin markkinapotentiaali rajoittuu vielä pääasiassa Suomeen ja muihin Pohjoismaihin.

Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka ja Eurooppa ovat tällä hetkellä suurimmat markkinat, mutta

kysyntä avainten- pääsynhallintaratkaisuille on markkinatutkimusten mukaan kiihtyvässä kasvussa myös Aasiassa ja Lähi-idässä. Pohjois-Amerikka on SSH:lle tärkein kohdemarkkina, sillä viime vuosina noin puolet yhtiön liikevaihdosta on tullut sieltä.

Pilvisiirtymä luo PrivX:lle uuden kasvumarkkinan

Lukuisilla ohjelmistoteollisuuden markkinoilla siirtymä pilviaikakaudelle on jakanut markkinoita ja kilpailukenttää uusiksi. Voittajia ovat olleet usein uudet, pilviaikakauden ratkaisuihin erikoistuneet toimijat. Häviäjiä ovat olleet taas vanhoihin on-premise -ratkaisuihin keskittyneet toimijat, joiden on ollut vaikea uudistua teknologian, kulttuurin ja liiketoimintamallin rajun muutoksen takia.

SSH:n osalta PAM-markkinalla voidaan nähdä olevan tapahtumassa vastaavaa pilvimurroksen aiheuttamaa muutosta. Perinteisiin (paikallisesti asennettuihin) on-premise -ympäristöihin keskittyneiden PAM-ratkaisujen toimittajien on ollut vaikea saada tuotteitaan pilviympäristöihin yhteensopiviksi, minkä takia osa on turvautunut yritysostoihin paikatakseen tätä heikkoutta (esimerkiksi Cyberark ja Symantec).

Markkinan selkein tarve ja nopein kasvu on pilviratkaisuissa, minkä takia tälle alueelle halutaan nyt investoida. SSH on tullut PAM-markkinaan käytännössä uutena toimijana pitkälti ”pilvi ensin” -strategialla kuitenkin siten, että yhtiöllä on vahvaa osaamista myös on-premise -ympäristöistä. Yhtiön PrivX-ratkaisu tuo huomattavaa tehokkuutta asiakkaalle verrattuna vanhoihin ohjelmistoihin, jotka taipuvat heikosti pilviympäristöissä

tapahtuvaan työskentelyyn ja joihin liittyy huomattava määrä manuaalisia prosesseja ja siten myös suurempia kyberriskejä. Siten yhtiö pyrkii pääsemään tähän melko nopeasti kasvavaan markkinaan kiinni ensimmäisten toimijoiden joukossa.

SSH:n markkinat



Markkinat ja kilpailu 3/4

Kilpailu

Markkinalla useita kilpailijoita

Perinteinen pääsynhallintaratkaisujen markkina eli PAM-markkina on luonteeltaan jo melko vakiintunut, kuten myös kilpailu sen sisällä. Kokonaisuudessaan PAM-markkinalla on lukuisia pieniä pistemäisiä tuoteratkaisuja tarjoavia toimijoita (kuten SSH), mutta valtaosa kokonaismarkkinasta on laajempia kokonaisratkaisuja tarjoavien toimijoiden hallussa. Silti markkina on edelleen melko fragmentoitunut ja neljän suurimman toimijan osuus on karkealla arviolla vasta reilu puolet kokonaismarkkinasta. Pilviaikakauden pääsynhallinnassa markkina ja kilpailuasetelma ovat vasta muovaantumassa, kun SSH:n lisäksi kilpailijat investoivat tämän uuden markkinan haltuunottoon. SSH:n pääkilpailijoita ovat PAM-markkinaan keskittyneet toimijat, kuten Cyberark, Beyondtrust, Venafi, Centrifly ja Thycotic sekä pilviympäristöihin keskittyneet toimijat, kuten Okta.

Toimialalla käynnissä konsolidaatiota

PAM-markkinalla on tapahtunut useita yrityskauppoja ja viime vuosina konsolidaatiovauhti on kiihtynyt selvästi. Viime vuosina markkinajohtaja Cyberarkin (lv. ~460 MUSD) taakse on syntynyt yritysjärjestelyjen seurauksena kaksi pääomasijoittajien omistamaa merkittävää toimijaa. Vuonna 2018 Francisco Partnersin omistama Bomgar (nykyään BeyondTrust) toteutti 3 yritysostoa ja yhdistelmä tekee nyt noin 300 MUSD liikevaihtoa.

Viimeisimpänä pääomasijoittaja TPG osti

tammikuussa 2021 arviolta noin 120 MUSD:n liikevaihtoa tekevän Centriflyn. Maaliskuussa Centrifly kertoi ostavansa liikevaihdoltaan samassa kokoluokassa olevan kilpailijansa Thycoticin huhutulla noin 1,4 mrd. dollarin kauppahinnalla. SSH arvioi, että järjestely voi aiheuttaa Euroopassa vahvan aseman omaavan Thycoticin asiakaskunnassa muutoksia. Tämä voi avata SSH:lle uusia kasvumahdollisuuksia.

Toimialan kärkikolmikton takana seuraavaksi suurin toimija on myös pääomasijoitustaustainen Venafi noin 100 MUSD:n liikevaihdolla. Pääomasijoittaja Thoma Bravo teki yhtiön joulukuussa 2020 strategisen sijoituksen noin 1,15 mrd. dollarin arvostuksella.

SSH:n kannalta kiinnostava järjestely vuodelta 2019 on Symantecin Luminat-kauppa. Israelilainen Luminat keskittyy pilviaikakauden pääsynhallintaan ja on SSH:n PrivX:n kilpailija. Kauppahintaa ei julkistettu, mutta eri lähteiden perusteella se olisi ollut jopa 200 MUSD.

Yrityskauppa-aktiiviteettia lisää se, että toimialalla on useita tiettyyn nicheen keskittyneitä toimijoita, mutta asiakaskunnan puolelta toiveissa on yhä useammin yksi kokonaisvaltainen ratkaisu, jolla hoitaa yrityksen pääsynhallintaa. BeyondTrustin muodostuminen, Cyberarkin aiemmin tekemät kaupat sekä viimeisimpänä Centrifly-Thycotic-järjestely ovat esimerkkejä tästä kehityksestä.

Käynnissä oleva yritysten siirtyminen pilveen luo uusia tarpeita pääsynhallinnan osalta, mihin perinteiset toimijat pyrkivät vastaamaan ostamalla pilviympäristöihin keskittyneitä yhtiöitä. Esimerkkeinä tästä toimivat Cyberarkin vuoden 2017 Conjur-yrityskauppa sekä Symantecin

Luminat-kauppa. Yritysten pilvisiirtymä lähentää myös identiteetin hallinnan (IAM) ja pääsynhallinnan (PAM) markkinoita ja tämän myötä IAM-toimijat pyrkivät hankkimaan PAM-kyvykkyyksiä yritysostoin. Esimerkkinä tästä toimii Oktan ScaleFT-yritysosto.

Kilpailutekijät SSH:n markkinoilla

Kyberturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen käytettävyys luonnollisesti korostuvat kilpailutekijänä. Käsitksemme mukaan SSH:n tuotteet ovat teknologisessa mielessä ja käytettävyydeltään hyvin kilpailukykyisiä niiden omilla ratkaisualueilla, mistä osoituksena lukuisat suuren kokoluokan vaativat asiakkaat. Kyky tarjota laajempia kokonaisratkaisuja ja hallita kokonaisuksia kuitenkin korostuu kyberturvamarkkinalla, sillä vanhan vertauskuvan mukaan panssarioven hankkiminen on turhaa, jos talon ikkuna on lukitsematta. Tämä voi olla pienten toimijoiden heikkous. SSH:n resurssit yhtiön pienestä kokoluokasta johtuen ovat huomattavasti kilpailijoita rajallisemmat. Suurten toimijoiden resurssit mahdollistavat laajemman tuotekehityksen, teknologioiden hankkimisen yrityskaupoilla sekä mittavat myyntipanostukset, mikä on niiden selkeä etu.

Tuotetarjoaman yhtenäisyys korostuu jatkossa kilpailutekijänä etenkin PAM-markkinoilla, sillä asiakaskunta ostaa mieluummin kyberturvatarpeisiinsa kerralla laajan kokonaisratkaisun useiden pistemäisten tuoteratkaisujen sijaan. SSH:n tarjooma koostuu vielä melko pistemäisistä ratkaisuista, ja tämä on yhtiölle kilpailuhaitta suuria kokonaisvaltaisempia PAM-ratkaisuja tarjoavia kilpailijoita vastaan.

Kilpailukenttä

SSH:n kilpailijoita

PrivX



UKM



Tectia



NQX



Deltagon



Toimialan yrityskauppoja

Ajankohta	Ostaja	Kohde	Liikevaihto	EV
3/2021	Centrify	Thycotic	~120 MUSD	1400 MUSD
1/2021	TPG Capital	Centrify	~120 MUSD	-
6/2020	Thycotic	Onion ID	-	-
5/2020	Cyberark	IDaptive	-	70 MUSD
5/2020	Venafi	Jetstack	-	-
6/2019	Wallix	Simarks Software	-	1,5 MUSD
6/2019	Wallix	Trustelem	0,24 MUSD	1,6 MUSD
5/2019	Proofpoint	Meta Networks	-	114 MUSD
2/2019	Symantec	Luminate	-	-
9/2018	Bomgar	BeyondTrust	-	-
7/2018	Bomgar	Avecto	~30 MUSD	-
7/2018	Okta	ScaleFT	-	-
7/2018	Thoma Bravo	Centrify	-	-
4/2018	Francisco Partners	Bomgar	-	-
3/2018	Cyberark	Vaultive	-	19 MUSD
2/2018	Bomgar	Lieberman Software	-	-
1/2018	One Identity	Balabit	~22 MUSD	-
5/2017	Cyberark	Conjur	-	42 MUSD
3/2016	Cyberark	Agata Solutions	-	3 MUSD
12/2015	Bomgar	Pitbull Software	-	-
10/2015	Cyberark	ViewFinity	-	30,5 MUSD
8/2015	Cyberark	Cybertinel	-	20,5 MUSD

Suurimmat PAM-toimijat	Liikevaihto (MUSD)	Henkilöstön lkm.	Asiakkaiden lkm.
Cyberark	~460	>1400	>6700
Beyondtrust	~300	>800	>20000
Centrify + Thycotic	~240	>800	>17000
Venafi	~100	>400	-

Markkinat ja kilpailu 4/4

Jakelukanavien rooli kilpailussa on myös merkittävässä roolissa, sillä ilman toimivia jakelukanavia tuoteliiketoimintaan on vaikea saada volyymia ja sitä kautta skaalautuvuutta. Suoramyyntissä SSH:n myyntiresurssit ovat huomattavasti rajallisemmat kuin suurilla kilpailijoilla, ja yhtiö pyrkii rakentamaan myyntikanavia kumppaniverkoston ja osittain myös digitaalisten kanavien kautta.

Kyberturvamarkkinan kiivas investointitahti lisää kilpailupainetta

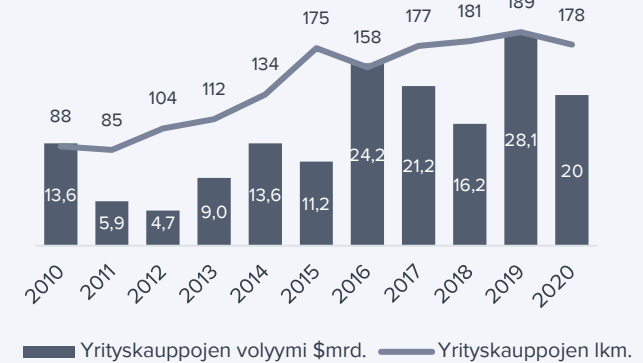
Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkuttelevat sektorille viime vuosina paljon investointeja, mikä näkyy pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa.

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

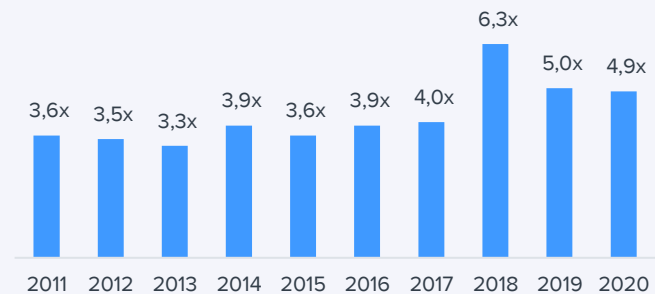
Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, mikä osaltaan vaikeuttaa edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Palveluyhtiöiden osalta osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaan tai ne voivat toimia vaihtoehtoina rekrytoinneille. Tällöin kohteena ovat usein pienet erikoistuneet toimijat. Tuote-yhtiöiden yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfoliotaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturvasta tulee yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdentämään tarjoomiaan.

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

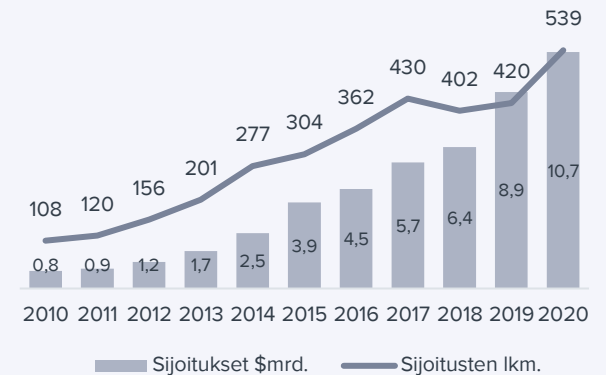
Kyberturva-alan yrityskaupat



Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin (LTM)



Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin



Strategia 1/2

Strategia siirtymässä vihdoin kasvuvaiheeseen

SSH:n liiketoiminnan kehitys on viime vuosina ollut numeroiden valossa heikkoa ja fokus on pitkälti ollut tulevien vuosien kasvuperustan rakentamisessa. Aiemman johdon alaisuudessa yhtiön jälleenrakentaminen käynnistettiin ja perusta saatiin vakaaksi vaikeiden vuosien jälkeen. Vuosien 2017-2018 aikana uudistuksia tehtiin käytännössä kaikilla osa-alueilla ja yhtiöön luotiin uutta organisaatiokulttuuria vuoden 2016 kipeiden yt-neuvotteluiden jälkeen. SSH on onnistuneesti uudistanut päivittäiseen johtamiseen vaadittavia perusprosesseja (esim. taloushallinto), jotka tuovat näkyvyyttä, vertailtavuutta ja ennakoitavuutta liiketoiminnan suunnitteluun. Lisäksi tuotekehitysprosesseja on virtaviivaistettu ja myynnin ja markkinoinnin prosesseja uudistettu laajalla rintamalla, missä työ on osaltaan vielä kesken.

Vuonna 2020 SSH:ssa koitti uusi alku, kun Teemu Tunkelo aloitti yhtiön toimitusjohtajana. Touko-kesäkuussa SSH:n perustaja Tatu Ylönen myi 29,2 % osakkeistaan Accendo Capitalille, josta tuli yhtiön suurin osakkeenomistaja. Accendo tuo omistajana hyvää osaamista SSH:n pitkän aikavälin kehittämiseen. Tämän myötä myös SSH:n hallitus meni uusiksi viime vuoden aikana. Uuden toimitusjohtajan kaudella SSH:n organisaatiota ja johtoryhmää on tehostettu ja yhtiön painopistettä pyritty siirtämään lähemmäs asiakkaita aiemman teknologiapainotteisuuden sijaan. Samalla omistaja-arvon luonti korostuu SSH:n viestinnässä entistä enemmän, mikä on yhtiön historian valossa jäänyt taka-alalle.

SSH:n perusta alkaa olla nyt kunnossa ja Deltagon-yritysjärjestelyn myötä yhtiön kasvu- ja

kannattavuusprofiili vahvistuu selvästi. Lisäksi kasvulle keskeiset uudet tuotteet (PrivX ja NQX) alkavat olla kypsiä skaalattavaksi. Kasvuvaihe vaatii kuitenkin edelleen merkittäviä panostuksia tuotteiden kaupallistamiseen, mistä yhtiön historialliset näytöt ovat vielä rajalliset. Siten sijoittajilta vaaditaan lähivuosina edelleen kärsivällisyyttä.

PrivX, NQX ja Deltagon kasvuajureina

SSH ei ole antanut numeerisia taloudellisia tavoitteita, mutta yhtiön vuoteen 2022 yltävä strategia tavoittelee selvää kasvukäännettä vuodesta 2021 alkaen koronan heikentämän viime vuoden jälkeen. Strategia on kunnianhimoinen ja tavoittelee kasvua laaja-alaisesti useista lähteistä.

Kasvun kannalta keskeisimmät tuotteet ovat PrivX ja NQX, mutta yhtiö näkee edelleen kasvupotentiaalia myös kypsemmässä vaiheessa olevissa Tectia- ja UKM-tuotteissa, joiden kehitykseen ja myyntiin yhtiö edelleen investoi. Merkittävästi suurempi osuus kasvuinvestoinneista kohdistuu kuitenkin uusiin tuotteisiin. Jatkossa myös konsultointipalveluita pyritään tarjoamaan viime vuosia enemmän tuotteiden rinnalla. SSH:n siirtyä tilauspohjaiseen myyntiin jarruttaa kasvua, mutta tuo arvokasta vakautta ja ennustettavuutta liiketoimintaan. Deltagonin myötä tilauspohjaisen myynnin osuus liikevaihdosta kasvaa selvästi. Näemme kasvustrategian kannalta riskinä sen, että tulevina vuosina SSH:n vanhojen tuotteiden liikevaihtoprofiili kääntyisi laskusuuntaan, mikä hautaisi osaltaan alleen uusien tuotteiden tuomaa kasvua.

SSH on kommentoinut ennen Deltagon-järjestelyä pyrkivänsä rakentamaan kasvua siten, että käyttökate pysyisi samaan aikaan positiivisena. Deltagonin vahvan kannattavuuden (2020 EBIT: 53 %) myötä kannattavuuden pitäisi olla lähivuosina selvästi positiivinen konsernitasona, mutta uusien tuotteiden kaupallistamiseen vaadittavat investoinnit syövät lähivuosien kannattavuutta. PrivX:n markkina on vasta muovaantumassa ja saavuttaakseen vahvan aseman tällä uudella pilviaikakauden pääsynhallintamarkkinalla SSH:n tulee panostaa vielä merkittävästi tuotteen kehittämiseen ja markkinan haltuunottoon. Myös oikeiden myyntikanavien löytäminen on kriittistä.

Tuoteportfolio alkaa muovaantua

SSH:n tuotestrategian haasteena on ollut tuoteportfolion pistemäisyys ja tuotteita selkeästi yhdistävän vision puuttuminen. Deltagon-kaupan myötä tuoteportfolio on alkanut selvästi jakautua kahteen alueeseen, joihin SSH panostaa: pääsynhallinta- ja avaintenhallinta (PrivX ja UKM) sekä salaustuotteet (NQX ja Deltagon). Tectia on ainoa hieman irrallinen ratkaisu portfolioissa, mutta sitäkin voidaan tarjota osana kokonaisratkaisuja.

PrivX:n ympärille SSH on lähtenyt rakentamaan pitkän aikavälin visiotaan, jolla yhtiö tavoittelee tulevaisuudessa vahvaa asemaa uudella pilviaikakauden pääsynhallintamarkkinalla. Salaustuotteilla SSH tavoittelee vahvaa asemaa Pohjoismaiden turvallisten viestintäratkaisujen markkinoilla. Samalla tavoitteena on rakentaa NQX-liiketoiminnan ympärille keskeinen kansallisen kyberturvallisuuden ja kryptografian osaamiskeskus.

Strategia 2/2

PrivX on keskeinen pitkän aikavälin kasvuajuri

SSH on lähtenyt rakentamaan pitkän aikavälin visiotaan PrivX:n ympärille, jolla yhtiö tavoittelee tulevaisuudessa vahvaa asemaa pilviaikakauden pääsynhallintamarkkinalla. Yhtiön visiona on, että PrivX:n päälle rakennetaan laajempaa kokonaisratkaisua, jolla pääsynhallintaprosessi pystytään hoitamaan. Pääsynhallintaprosessit ovat tämän päivän komplekseissa IT-ympäristöissä hyvin sekava kokonaisuus, mitä yritetään hallita useilla työkaluilla. SSH:n tavoitteena on, että tulevaisuudessa PrivX tarjoaisi yrityksille mahdollisuuden saada näkyvyyttä ja hallinnan tunnetta tähän kokonaisuuteen, mikä monimutkaistuu entisestään yritysten siirtyessä pilveen.

PrivX:ään kehitetään uusia ominaisuuksia, jotta se pystyisi paremmin haastamaan suurempien PAM-toimijoiden kokonaisratkaisut. Uusia ominaisuuksia kehitetään asiakaslähtöisesti suurten asiakkaiden toiveiden mukaan, mutta siten, että ominaisuudet hyödyttävät lopulta kaikkia asiakkaita. PrivX on rakennettu modulaariseksi, mikä mahdollistaa myös tuotekehityksen ulkoistamisen tarvittaessa. SSH on tuonut jo aiemman CryptoAuditor-tuotteensa ominaisuuksia PrivX:ään. Myös tuotteen tekninen valmius SaaS-toimitusmalliin on rakennettu, mutta asiakaskunnan puolelta vahvaa vaatimusta SaaS:lle toimitusmallina (ohjelmisto pilvestä) ei vielä ole.

Kokonaisvaltainen pääsynhallinta edellyttää myös identiteetinhallintaa, mutta SSH ei käsityksemme mukaan ole kehittämässä omaa

IAM-tuotetta, vaan PrivX integroituu olemassa olevien IAM-toimijoiden ratkaisuihin.

Globaalien suuryritysten kentässä PAM-markkina on jo melko paalutettu ja SSH keskittyy käsityksemme mukaan erityisesti suurien ja keskisuurten yritysten markkinaan PrivX:llä. Tavoitteena on voittaa suuria ”majakka-asiakkuuksia”, joiden kanssa tuotetta voitaisiin edelleen kehittää. SSH:n mukaan suurimmissa sopimuksissa vuosilaskutus voisi nousta jopa yli miljoonaan euroon, ja tällaisten asiakkuuksien voittaminen auttaisi yhtiön kasvustrategian edistymistä huomattavasti. Vielä on aikaista sanoa, minkälaisen lokeron SSH tästä kentästä löytää, kun vastassa on myös suurin resurssein varustettuja kilpailijoita.

PrivX:n myyntiä on viime vuosina lähdetty rakentamaan jossain määrin kokeillen useita reittejä eli suoramyyntin, partnerikanavan sekä digitaalisten kanavien kautta. Tuotteen myyntimalli ja asiakaskohderyhmä poikkeaa jossain määrin SSH:n aiemmista tuotteista, minkä takia oikeiden myyntikanavien löytäminen on vienyt aikaa. Tällä hetkellä suoramyynti sekä myyntikumppanit näyttävät toimivan parhaiten. Yhtiön resurssit suoramyyntin osalta ovat rajalliset ja hyvien myyntikumppanien rooli mielestämme korostuu, jotta kriittinen myyntin skaalautuvuus onnistuisi. Esimerkiksi Fujitsun kanssa SSH solmi vuonna 2018 PrivX-kumppanuuden, mutta tähän mennessä tulokset sen osalta eivät vielä juurikaan näkyneet luvuissa. Tyypillisesti myyntipartnereissa laatu on määrää ratkaisevampaa, ja oikeiden kumppanien

löytäminen on kriittistä menestyksen kannalta. PrivX:n online-myynti ei ole viime vuosina tuottanut merkittäviä tuloksia. SSH tutkii edelleen digitaalisten kanavien mahdollisuuksia, mutta pääfokus on suoramyyntissä ja myyntikumppaneissa.

SSH haluaa myös olla jatkossa osana PAM-markkinan konsolidaatiossa ja tuoteportfoliota täydentävät yritysostot ovat mahdollisia tulevaisuudessa. Deltagon-kaupan jälkeen yhtiön tase ei näkemyksemme mukaan kuitenkaan taivu yritysjärjestelyihin. Arvioimme yritysjärjestelyjä nähtävän vasta sen jälkeen, kun tasetta on vahvistettu rahoitusjärjestelyllä jossain vaiheessa tulevaisuudessa.

SSH:n onnistuminen PrivX:n tuotestrategiassa tarjoaa merkittävää pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia voimakkaasti kasvavalla markkinalla. Yhtiön matka kohti kokonaisvaltaista pilviaikakauden pääsynhallintaratkaisujen tarjoajaa on kuitenkin edelleen alkuvaiheessa ja polku pitkän aikavälin omistaja-arvon luontiin sisältää lukuisia riskejä. Onnistuessaan potentiaali realisoituu toden teolla vasta useiden vuosien päästä.

Strategia



Epäonnistuneet kasvupanostukset

- Investoinnit tuotekehitykseen ja myyntiin kasvavat selvästi
- Aggressiivinen patenttisensointistrategia, mikä ei lopulta tuota odotettuja tuloksia
- Yhtiön näkemä markkinan houkutteleva kasvunäkymä ei realisoitunut

Jälleenrakennusvaiheen kautta kestäväälle kasvupolulle

- Kustannusrakenteen sopeuttaminen
- Kaksi organisaatiouudistusta
- Uusi johto ja pääomistaja vuonna 2020
- Myynnin, tuotekehityksen ja taloushallinnon prosessien uudistaminen
- Strategian painopiste kohti pilviaikakauden pääsynhallintaa PrivX:n myötä
- NQX siirtyy kaupallistamisvaiheeseen

Kasvun kiihdyttäminen

- Tavoitteena voittaa PrivX:lle suuria ”majakka-asiakkuuksia”
- NQX:n toimitukset kiihtyvät aluksi Suomessa ja myöhemmin mahdollisesti muualla Euroopassa
- Deltagon-järjestelyn myyntisynergia laajemman tuotetarjoaman ja täydentävän asiakaskunnan kautta
- Liikevaihdon muutos lisenssimyynnistä kohti jatkuvaa tilauspohjaista laskutusta

Strategian onnistumistekijät

Toteutunut

- Operatiiviset kulut saatu hallintaan
- Yhtiön perusprosessit laitettu kuntoon
- PrivX ja NQX kaupallistaminen alkanut ja tuotteille saatu jo useita asiakkaita
- Deltagon-yritysosto vahvistaa SSH:n kasvu- ja kannattavuusprofiilia

Lähitulevaisuus 1-2v

- Deltagonin integraatio
- Myyntikanavien kehittäminen ja myynnin tehostaminen
- PrivX:n ja NQX:n myynnin kiihdyttäminen
- Kustannusten hallinta ja kasvupanostusten optimointi järkevästi

Seuraavat 5 vuotta

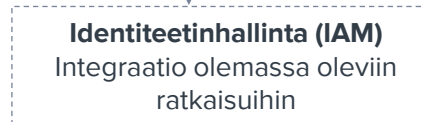
- PrivX:stä kokonaisvaltainen pilviaikakauden pääsynhallintaratkaisu
- NQX:n markkinapotentiaalin laajentaminen EU-tason sertifiointilla
- Vanhojen tuotteiden pitäminen kassavirtamielessä elinvoimaisina
- Globaalien jakelukanavien ja myyntikumppaniverkoston rakentaminen
- Kyky vahvistaa tuoteportfolioa jatkuvasti markkinatrendien ja teknologian muutosten mukaisesti orgaanisesti tai yrityskaupoin

Tuotestrategia

Pääsynhallinta ja avaintenhallinta

Tavoitetilä: yhtenäinen identiteetin ja pääsynhallinnan tuotealusta

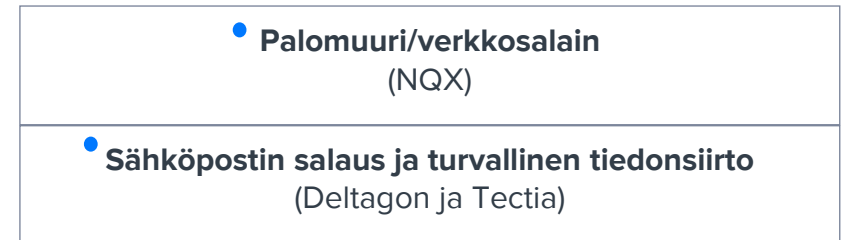
- Vahva asema digitaalisessa käyttövaltuuksien- ja pääsynhallinnassa
- Yhtenäinen arkkitehtuuri: PrivX tuotealustana tarjoamaan laajentuessa
- ”Pilvi ensin” sekä on-premise -tuki



Salaustuotteet

Tavoitetilä: vahva asema Pohjoismaiden turvallisten viestintäratkaisujen markkinoilla

- Tavoitteena rakentaa NQX-liiketoiminnan ympärille keskeinen kansallisen kyberturvallisuuden ja kryptografian osaamiskeskus
- Kyky tarjota salaustuotteita viranomaisille ja huoltovarmuuskriittisille toimijoille yhden toimittajan periaatteella



Taloudellinen tilanne

Isojen heilahtelujen kannattavuushistoria

Vuosina 2011-2015 SSH:n liikevaihto kasvoi keskimäärin 24 % vuodessa 8,1 MEUR:sta 18,9 MEUR:oon. SSH toteutti tuolloin merkittäviä UKM:n tuotteen käyttöönottoprojekteja globaalien pankkien kanssa, mikä näkyi lisenssimyynnin sekä konsultointiliikevaihdon kasvussa. Myös ylläpitotuotot kasvoivat vuoden 2011 5,3 MEUR:sta 7,6 MEUR:oon vuoteen 2015 mennessä. Vuosina 2012-2014 SSH ylsi lievästi positiiviseen liikevoittoon, mutta vuonna 2015 heikkokatteisen palveluliiketoiminnan osuuden kasvettua yhtiön liikevoitto painui -4,4 MEUR miinukselle.

Vuonna 2016 SSH:n liikevaihto laski 20 %, kun suuret UKM-projektit loppuivat. Samaan aikaan vuosina 2015-2016 tehdyt panostukset myyntiin, tuotekehitykseen ja patenttioikeudenkäynteihin nostivat merkittävästi kulutasoa ja liiketappio syveni -10,8 MEUR:oon. SSH uudelleenjärjesteli toimintaansa vuoden 2016 loppupuolella ja vuosina 2017-2018 yhtiö keskittyi kääntämään kulurakenteensa kestävämmälle pohjalle. Vuonna 2018 käänne näytti hyvältä, kun SSH:n liikevaihto kasvoi 13 % 18,3 MEUR:oon ja liikevoitto nousi 0,5 MEUR positiiviseksi. Kasvua vauhdittivat noin 2,8 MEUR:n patenttitulot, mutta myös ohjelmistoliiketoiminta kasvoi 10 %. Vuosi 2019 oli kuitenkin pettymys ja ohjelmistoliiketoiminnan liikevaihto kääntyi 8 %:n laskuun ja liikevoitto painui takaisin tappiolle.

Vuodesta 2020 tuli SSH:lle koronan vuoksi hyvin vaikea, kun asiakkaat lykkäsivät kyberturvan investointejaan. Liikevaihto laski 22 % 11,3 MEUR:oon ja liikevoitto oli -2,5 MEUR. Vuoden

aikana yhtiö lähti uuden toimitusjohtajan ja pääomistajan voimin edistämään kasvuhankkeita, joiden pitäisi alkaa näkyä kasvussa tästä vuodesta eteenpäin. Vuoden 2021 alkupuolella tehty Deltagon-yritysjärjestely parantaa myös merkittävästi SSH:n kasvu- ja kannattavuusprofiilia ja vahvistaa siirtymää kohti tilauspohjaista jatkuvaa laskutusta.

SSH:n historiallinen tuloskehitys on osakekohtaisella tuloksella mitattuna ollut vielä heikompa kuin liikevoittotasolla. Syynä tähän on yhtiön omaksi pääomaksi laskettava 12 MEUR:n hybridilaina, josta yhtiö on 4/2020 lähtien maksanut 11,5 %:n korkoa (aik. 7,5 %). Lainan korkokustannukset ovat nyt -1,4 MEUR vuosittain. Hybridilainan korot eivät näy tuloslaskelmassa, vaan ne huomioidaan vasta osakekohtaista tulosta laskettaessa. SSH:n vuosien 2011-2020 osakekohtainen tulos on kumulatiivisesti tappiolla noin -0,80 euroa osakkeelta.

Kulurakenne

SSH:n kulurakenteesta pääosa koostuu henkilöstökuluista ja on siten hyvin kiinteä. Yhtiö työllisti 94 henkilöä vuoden 2020 lopussa. SSH:n bruttokate on hyvin korkea (2020: 97,5 %), sillä pääosin ohjelmistokuluista koostuva materiaalit ja palvelut -erä vastasi vuonna 2020 vain noin 2,5 % liikevaihdesta.

SSH:n operatiivisten kulujen suhde liikevaihtoon vuonna 2020 oli matalasta liikevaihdesta johtuen poikkeuksellisen korkea. Kulujen suhteellisen osuuden pitäisi tulevina vuosina laskea selvästi kasvun mukana alaspäin. Myynnin ja markkinoinnin kulut olivat viime vuonna 6,7 MEUR eli noin 60 % liikevaihdesta. Hallinnon

kulut olivat puolestaan -2,7 MEUR eli 24 % liikevaihdesta. Tuotekehityksen kulut olivat 5,0 MEUR vastaten 45 % liikevaihdesta. Aktivoidut kehittämismenot olivat viime vuonna 1,3 MEUR (2019: 1,6 MEUR). Tuotekehityspoistot vastaavat valtaosaa poistoista (2020: 2,1 MEUR) ja olivat 1,3 MEUR.

Tase ja rahoitusasema

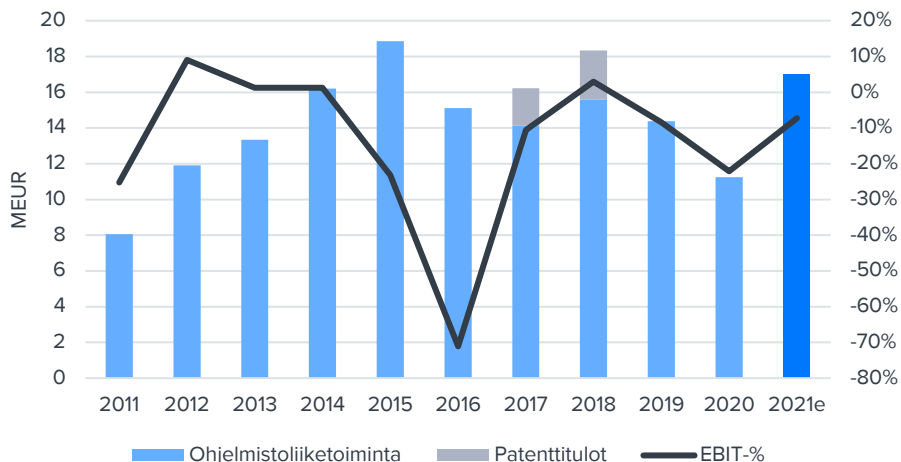
Historiallista tappioista johtuen SSH on joutunut paikkamaan tasettaan useampaan otteeseen. Vuonna 2012 yhtiö laski liikkeelle 4 MEUR:n omaksi pääomaksi laskettavan hybridilainan, joka lunastettiin pois vuonna 2015 uudella 12 MEUR:n hybridilainalla. Vuosina 2016-2017 yhtiö keräsi yhteensä 15 MEUR uutta omaa pääomaa suunnatuilla osakeannoilla.

SSH:n Q1'21 tase oli melko ohuilla kantimilla, kun huomioidaan Deltagon-kaupan tuleva 10 MEUR:n kassavirtavaikutus seuraavan neljän vuoden aikana. Taseen varat koostuivat pääosin kassasta (7,5 MEUR), saamisista (2,0 MEUR) ja aineettomista hyödykkeistä (5,4 MEUR). Vastattavaa -puolella SSH:n oma pääoma on 12 MEUR:n hybridilainasta huolimatta painunut tappioiden myötä vain 5,7 MEUR:oon. Muuten vastattavat koostuvat pääosin korottomista veloista ja saaduista ennakoista.

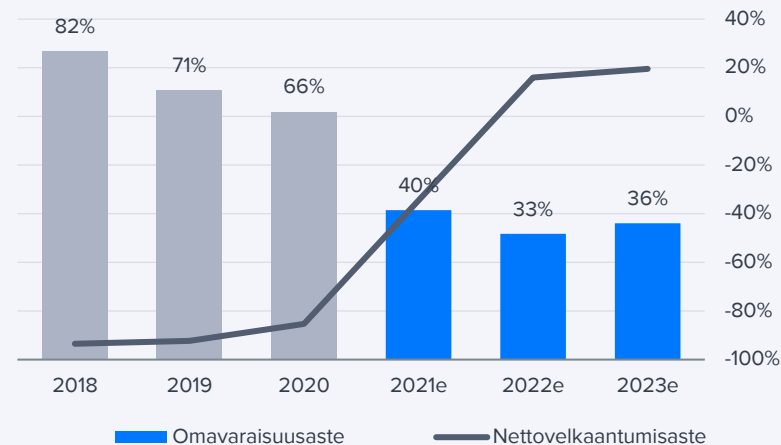
Arviomme mukaan SSH:n kassavirran pitää tervehtyä selvästi, jotta Deltagon-kauppa pystytään rahoittamaan ilman uutta pääomaa. Deltagonin hyvä kannattavuusprofiili auttaa tässä, mutta myös uusien tuotteiden pitää alkaa tuottaa kassavirtaa tulevina vuosina. Kokonaisuutena nykyinen tase ei anna yhtiölle olennaista liikkumavaraa strategian toteutukseen.

Taloudellinen tilanne

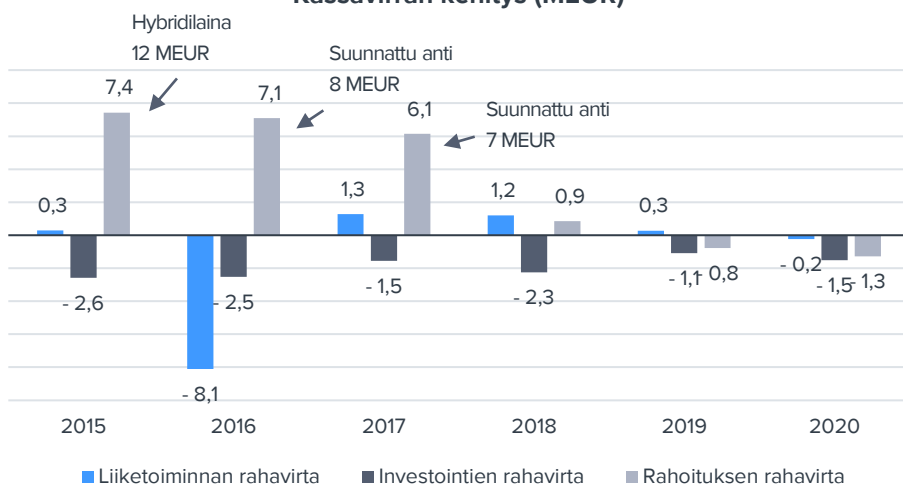
Liikevaihto ja kannattavuus



Taseen avainlukujen kehitys



Kassavirran kehitys (MEUR)



Tase Q1'21



Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

Ennusteet

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme SSH:n liikevaihtoa sen raportointien neljän liikevaihtoeuran kautta: tilausmyynti, lisenssimyynti, ylläpitomyynti sekä konsultointi. Tulevien vuosien kasvuun ja yhtiön arvonmuodostuksen kannalta keskiössä on erityisesti tilausmyynnin kasvu uusien tuotteiden (PrivX ja NQX) sekä Deltagonin vetämänä. Myös UKM-tuotteella on edelleen merkittävä vaikutus lähivuosien lisenssimyynnin kehitykseen. Odotamme ylläpitotuottojen kasvavan maltillisesti tulevina vuosina. Ylläpitotuottoja kasvattavat muun muassa uudet UKM-kaupat, mutta Tectian osalta tuotoissa on painetta asteittain alaspäin tuotteen ollessa elinkaareltaan jo hyvin kypsässä vaiheessa. SSH on alkanut vuoden 2021 aikana panostamaan jälleen enemmän myös omaan palveluliiketoimintaan, mutta arvioimme konsultoinnin painoarvon jäävän suhteellisen pieneksi lähivuosina.

SSH:n uusiin tuotteisiin nojaava kasvustrategia on vielä hyvin alkuvaiheessa ja vaatii vielä merkittäviä tuotekehitys- ja myyntipanostuksia onnistuakseen. Nämä kasvuinvestoinnit arvioimme mukaan rasittavat yhtiön tulosta lähivuosina. SSH:lla on käsityksemme mukaan tällä hetkellä hyvä näkyvyys ja ennakoitavuus kulurakenteeseensa ja panostukset kasvuun voidaan hyvin mitoitaa liikevaihdon kehityksen mukaan. Mitä paremmin uudet tuotteet lähivuosina myyvät, sitä enemmän yhtiöllä on varaa investoida kasvuun. Strategian onnistuessa kasvuun pitäisi pitkällä aikavälillä heijastua yhtiön kannattavuuteen skaalautuvan

ohjelmistoliiketoiminnan ansiosta. Pitkän aikavälin ennustettavuutta heikentää huono näkyvyys uusien tuotteiden liikevaihdon kehittymiseen.

Vuoden 2021 ennusteet

Näkymissään SSH odottaa liikevaihtonsa kasvavan vuonna 2021 huomattavasti ja käyttökateen sekä liiketoiminnan rahavirran olevan positiivisia. Vaikean koronavuoden ja Deltagon-yrityskaupan Q2:sta alkaen tuoman epäorgaanisen kasvun myötä huomattavan liikevaihdon kasvun saavuttaminen on tänä vuonna selviö. H2:lla kasvuja tukee myös NQX:n suuren raamisopimuksen toimitusten eteneminen.

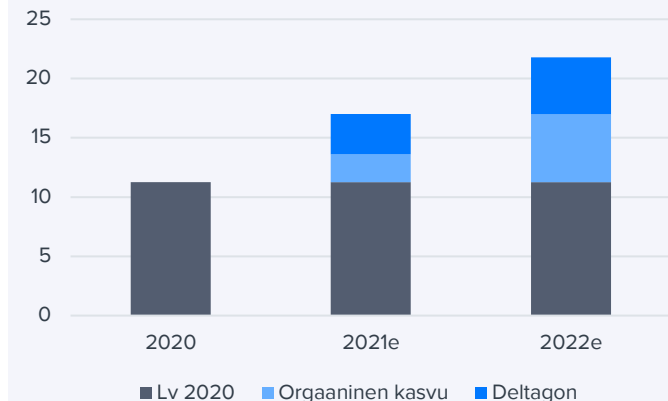
Ennustamme SSH:n liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 51 % 17,0 MEUR:oon, missä Deltagon-kaupan vaikutus kasvuun on noin 3,4 MEUR eli noin 30 %-yksikköä. SSH:n liikevaihto laski Q1:llä vielä 15 %, joten kasvun pitää kiihtyä selvästi loppuvuodesta, jotta ennusteemme toteutuu. Q2:sta alkaen vastassa ovat kuitenkin koronan runtelemat vertailukaudet, joten edellytykset komeille orgaanisille kasvuluvuille ovat hyvät loppuvuodelle.

Deltagonin vahva kannattavuus tukee SSH:n tuloslukuja, mutta panostukset uusien tuotteiden kaupallistamiseen painavat arvioimme mukaan lähivuosien kannattavuutta. Ennustamme SSH:n käyttökateen paranevan tänä vuonna 1,0 MEUR:oon (2020: -0,4 MEUR), mutta poistojen painavan liikevoiton vielä -1,2 MEUR pakkaselle. Hybridilainan korkojen (-1,4 MEUR) myötä osakekohtainen tulos on ennusteellamme -0,09 euroa tappiolla.

Ennusteiden taustaoletuksia tuotetasolla

Tuote	Liikevaihdon trendi	Osuus nykyisestä liikevaihdosta
Tectia	→	Suuri
UKM	→	Suuri
PrivX	↑	Pieni
NQX	↑	Pieni
Deltagon	→	Suuri

Lähivuosien liikevaihdon kasvun jakauma (MEUR)



Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

Vuosien 2022-2023 ennusteet

Vuodelle 2022 ennustamme 28 %:n kasvua, missä Deltagonin epäorgaaninen vaikutus on vielä noin 8 %-yksikköä. Vuonna 2023 odotamme kasvun pysyttelevän vahvalla 21 %:n tasolla, jolloin SSH:n liikevaihto olisi 26,3 MEUR. Arviomme mukaan tämän tason saavuttaminen vaatii erittäin hyvää onnistumista PrivX:n ja NQX:n myynnin suhteen sekä Deltagonin vakaan kasvun jatkumista.

Odotamme vuosina 2022-2023 SSH:n liikevoittomarginaalin paranevan skaalautuvan kasvun myötä 12-17 %:n tasolle. Tämä tarkoittaisi vuodelle 2023 noin 4,5 MEUR:n liikevoittoa. Suomen Erillisverkkojen 35 %:n Deltagon-vähemmistöosuus ja hybridilainan korot huomioituna osakekohtainen tulos jää silti lähivuosina vielä vaatimattomaksi. Vuosien 2022-2023 EPS-ennusteemme ovat 0,00 ja 0,05 euroa.

Pitkän aikavälin ennusteet - kasvu nojaa nykyisessä tuotestrategiassa onnistumiseen

Olemme tarkistaneet SSH:n pitkän aikavälin kasvuennusteita hieman ylöspäin laajan raportin yhteydessä. Muistutamme, että näkyvyys SSH:n pitkän aikavälin kasvuun ja kannattavuuteen on tässä vaiheessa hyvin heikko ja ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Näkyvyyttä saadaan asteittain lisää, kun yhtiön strategia etenee ja PrivX:n ja NQX:n myynnin kehityksestä saadaan merkkejä liikevaihdon kasvulukujen muodossa.

Vuosina 2024-2025 ennustamme SSH:n liikevaihdon kasvavan 15 %:n vauhtia NQX:n ja PrivX:n myynnin jatkuessa hyvällä tasolla. Kasvu

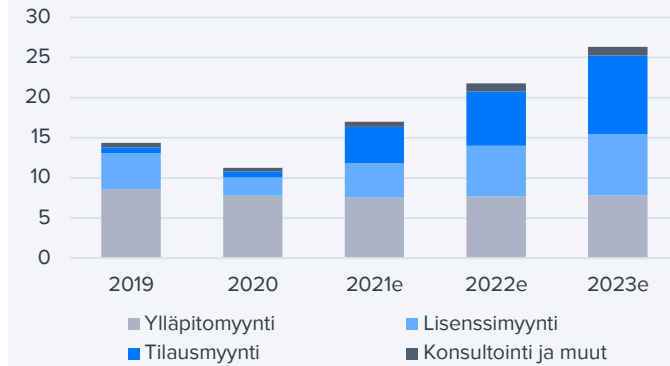
alkaa ennusteessamme heijastua asteittain vahvemmin kannattavuuteen ja liikevoitto-% nousee ennusteessamme 18-19 %:iin.

Kassavirtamallia varten laadituissa pitkän aikavälin ennusteissa odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan asteittain vuoden 2026 12 %:sta 3 %:iin vuoteen 2030 mennessä, joka on myös ikuisuuskasvuoletuksemme.

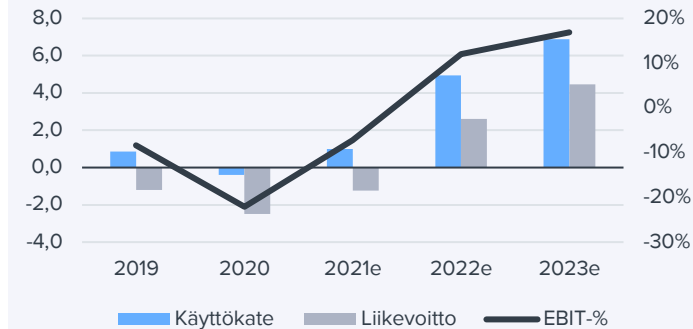
Kannattavuuden osalta ennustamme liikevoittomarginaalin olevan 20-23 %:n tasolla vuosina 2026-2030 ja 23 % ikuisuusoletuksessa. Tuotestrategian onnistuessa erinomaisesti yhtiöllä on potentiaalia tätä tasoa korkeampaankin kannattavuuteen ohjelmistoliiketoiminnan skaalautuvuuden ansiosta. SSH:n historiallisen kehityksen valossa pitkän aikavälin kannattavuusoletusten suhteen on kuitenkin syytä olla vielä varovainen ennen kuin yhtiöllä on näyttää kovia numeroita paremmasta kannattavuuskehityksestä.

Näkemyksemme mukaan jo ennusteidemme mukaiseen kannattavuuteen yltäminen vaatii yhtiöltä erittäin hyvää suorittamista tällä vuosikymmenellä. Vuosien 2011-2020 välillä SSH on parhaimmillaan yltänyt vuonna 2012 9,1 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta kumulatiivisesti yhtiö teki näiden vuosien aikana yhteensä -20,6 MEUR:n liiketappion. Tulevina vuosina Deltagonin vahva kannattavuus antaa tukea SSH:n konsernitason numeroihin, joten historiaan peilaaminen ei anna täysin oikeaa kuvaa SSH:n kannattavuudesta.

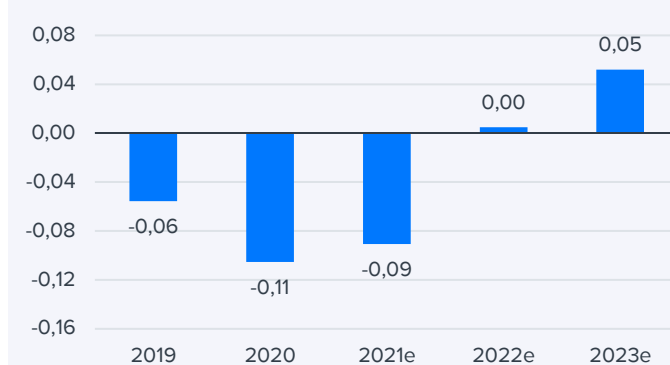
Liikevaihto tuottolajeittain (MEUR)



Käyttökate, liikevoitto ja EBIT-%



Osakekohtainen tulos



Ennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	14,4	3,1	2,6	2,6	3,0	11,3	2,6	3,9	5,0	5,5	17,0	21,8	26,3
Lisenssimyynti	4,5	0,8	0,4	0,4	0,6	2,2	0,5	0,7	1,4	1,7	4,3	6,3	7,6
Konsultointi ja muut	0,6	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,6	1,0	1,1
Ylläpitomyynti	8,6	2,1	2,0	1,9	1,7	7,8	1,8	1,9	1,9	1,9	7,5	7,7	7,8
Tilausmyynti	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,2	1,2	1,5	1,7	4,5	6,8	9,8
Käyttökate	0,9	-0,1	0,2	0,2	-0,7	-0,4	-0,9	0,0	0,7	1,2	1,0	4,9	6,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-2,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-2,2	-2,3	-2,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,2	-0,6	-0,4	-0,2	-1,3	-2,5	-1,4	-0,5	0,1	0,6	-1,2	2,6	4,5
Liikevoitto	-1,2	-0,6	-0,4	-0,2	-1,3	-2,5	-1,4	-0,5	0,1	0,6	-1,2	2,6	4,5
Nettorahoituskulut	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5	-1,6	-3,1	-1,5	-0,6	0,0	0,5	-1,6	2,3	4,2
Verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,8	-0,8
Nettotulos	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5	-1,5	-2,8	-1,5	-0,8	-0,1	0,3	-2,1	1,6	3,4
EPS (oikaistu)	-0,06	-0,02	-0,02	-0,02	-0,05	-0,11	-0,05	-0,03	-0,01	0,00	-0,09	0,00	0,05
EPS (raportoitu)	-0,06	-0,02	-0,02	-0,02	-0,05	-0,11	-0,05	-0,03	-0,01	0,00	-0,09	0,00	0,05

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-22 %	16 %	-33 %	-29 %	-28 %	-22 %	-15 %	46 %	97 %	85 %	51 %	28 %	21 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	70,3 %
Käyttökate-%	6,0 %	-1,8 %	7,0 %	8,8 %	-25,4 %	-3,5 %	-33,9 %	-0,1%	14,6 %	21,1 %	5,8 %	22,6 %	26,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-8,4 %	-18,5 %	-13,5 %	-9,7 %	-44,3 %	-22,1%	-53,6 %	-13,1%	2,7 %	10,2 %	-7,2 %	12,0 %	16,9 %
Nettotulos-%	-15,0 %	-22,3 %	-30,2 %	-30,2 %	-61,8 %	-36,3 %	-70,8 %	-28,5 %	-9,7 %	-1,2 %	-20,7 %	0,8 %	7,7 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

Arvonmääritys

Sijoitusnäkemys

SSH:n koronavuosi oli vaikea ja muutenkin yhtiön kasvukäännettä on odotettu jo pitkään tuloksetta. Viimeisen reilun vuoden aikana yhtiön kasvutarinan käynnistymisen merkit ovat kuitenkin alkaneet vahvistua uuden johdon, pääomistajan ja viimeisimpänä Deltagon-yritystoston myötä. Tämä on heijastunut voimakkaasti myös osakkeen arvostukseen, joka mielestämme hinnoittelee kovia odotuksia lähivuosille pitkään odotetun käänteen ollessa vielä alkumetreillä. Siten sijoittaja joutuu mielestämme kantamaan liikaa riskiä voimakkaan kasvun realisoitumisen ja arvostuskertoimien kestävyuden suhteen.

SSH:n kasvustrategian onnistuessa hyvin, on osakkeessa nykytasollakin selvää pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. Nykyisellä näkymällä tuotto/riski-suhde ei vain mielestämme ole riittävän houkutteleva korkean epävarmuuden ja heikkojen historiallisten näyttöjen vuoksi. Toistamme SSH:n myy-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 1,8 euroon (aik. 1,6 EUR). Tavoitehintamme vastaa noin 4,0x EV/Liikevaihto-kerrointa vuodelle 2022. Ennusteemme toteutuessa kerroin alkaisi näyttää jo kohtuulliselta, mutta kasvuun liittyvät riskit huomioiden se ei ole erityisen matala.

Arvostuskertoimet

Yksittäisiin arvostuskertoimiin nojaaminen SSH:n arvonmäärityksessä on tällä hetkellä hyvin haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta sekä heikosta näkyvyydestä tulevien vuosien kasvuun. Merkittävä osa yhtiön arvosta perustuu

kasvuodotuksiin ja liikevaihtokerroin on pitkälti ainoa käyttökelpoinen arvostusmittari. Kun tulokset eivät luota tukitasoa arvostukselle, on se pitkälti kasvuodotusten ja tätä kautta hyväksyttävän liikevaihtokertoimen muutosten varassa. Tämä voi aiheuttaa jatkossakin osakkeeseen voimakkaita kurssiliikkeitä, joita yhtiön historiassa on totuttu näkemään.

Kokonaisuudessaan SSH:n nykyiseen 102 MEUR:n markkina-arvoon on leivottu merkittäviä kasvuodotuksia, sillä viime vuoden liikevaihdolla (2020: 11,3 MEUR) sitä on vaikea perustella. Vahvaa kasvua odottavien ennusteidemme toteutuessa ja Deltagon-kaupan näkyessä luvuissa täysimääräisesti vuonna 2022, on SSH:n EV/Liikevaihto-kerroin nykykursilla 5,5x. Mielestämme liikevaihtopohjainen arvostus näyttää absoluuttisesti korkealta, kun huomioidaan ennustamaamme vahvaan orgaaniseen kasvuun liittyvä epävarmuus. Erityisesti PrivX:n ja NQX:n myynnin kiihtyvän kasvun osalta yhtiöllä on vielä paljon todistettavaa.

Tulospohjaisista kertoimista ei saada arvostukselle tukea, vaikka Deltagonin vahva kannattavuus parantaa tuloslukuja jatkossa. Katsomme SSH:n tulospohjaista arvostusta P/E-luvulla, sillä käyttökate- ja liikevoittopohjaiset kertoimet eivät huomioi Deltagonin 35 %:n vähemmistöosuutta tai SSH:n taseen kallista hybridilainaa (korko 11,5 %). Ennusteillamme SSH:n P/E-luku jää tänä vuonna negatiiviseksi ja on 50x vuonna 2023. Siten SSH:n täytyy ylittää tulevana vuosina voimakkaaseen orgaaniseen tuloskasvuun, jotta osakkeen arvostus alkaisi näyttää tuloskerroimilla kohtuulliselta. Vuoden 2024 ennusteillamme P/E-luku on 34x.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,63	2,63	2,63
Osakemäärä, milj. kpl	38,8	38,8	38,8
Markkina-arvo	102	102	102
Yritysarvo (EV)	118	120	121
P/E (oik.)	neg.	>100	50,5
P/E	neg.	>100	50,5
P/Kassavirta	neg.	neg.	>100
P/B	22,2	21,4	15,0
P/S	6,0	4,7	3,9
EV/Liikevaihto	6,9	5,5	4,6
EV/EBITDA (oik.)	>100	24,4	17,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	46,0	27,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Vertailuryhmä

Peilaamme SSH:n arvostustasoa listattuihin kyberturvayhtiöihin, yhtiön lähimpiin PAM-markkinalla toimiviin verrokkeihin (Cyberark ja Wallix) sekä pohjoismaisten listattujen ohjelmistoyhtiöiden arvostustasoon.

Tarkastelemme arvostusta liikevaihtokertoimella, sillä lähivuosien tulokertoimien vertailu ole mielekästä edellisellä sivulla mainituista syistä johtuen.

Pääosin moninkertaisesti SSH:ta suuremmista kyberturvayhtiöistä koostuvan ryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2021-2022 ovat 7,1x ja 6,3x. Verrokkiryhmän kertoimet ovat keskimäärin korkealla tasolla, mikä osaltaan antaa tukea myös SSH:n arvostukselle. Näemme kuitenkin riskinä, ettei yhtiöille välttämättä hyväksytä jatkossa näin korkeita kertoimia.

SSH:ta hinnoitellaan ensi vuoteen katsottuna noin 13 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Näkemyksemme mukaan SSH:ta tulisi tällä hetkellä hinnoitella selvällä alennuksella verrokkeihin nähden, kun huomioidaan verrokkien keskimäärin merkittävästi suurempi kokoluokka (mediaani markkina-arvo 3,7 mrd. euroa), SSH:n heikko historiallinen kehitys sekä lähivuosien koviin kasvuennusteisiin liittyvät riskit. Arvostus voisi mielestämme perustellusti olla lähempänä verrokkiryhmää siinä vaiheessa, kun yhtiön kasvustrategian toimivuudesta on saatu kovia näyttöjä kannattavan kasvun muodossa.

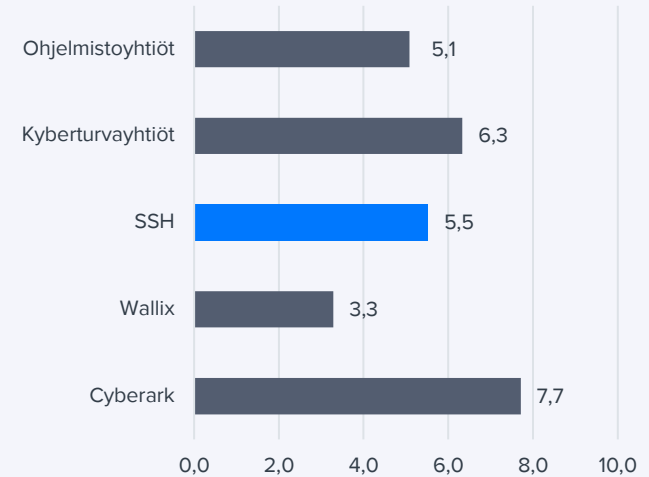
SSH:n lähimmistä PAM-verrokeista Cyberarkin EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2021-2022 ovat 8,6x ja 7,7x. Cyberark on kasvanut

historiassaan vahvasti (2016-2020 CAGR 24 %) ja on liikevaihdoltaan (2020: 464 MUSD) selvästi suurin PAM-toimija. Lähivuosina yhtiön kasvua ja kannattavuutta painaa vasta aloitettu SaaS-transformaatio, mutta vuonna 2023 kasvun odotetaan jälleen kiihtyvän yli 20 %:n tasolle.

SSH:n toista verrokkia, ranskalaista Wallixia hinnoitellaan tällä hetkellä 4,5x-3,3x liikevaihtokertoimilla vuosille 2021-2022. Wallix on liikevaihdoltaan (2020: 24 MEUR) lähempänä SSH:ta ja myös yhtiön tulos on vielä selvästi tappiollinen. Mielestämme SSH:n arvostusta ei voida suoraan johtaa kummankaan verrokkiyhtiön kertoimista, mutta profiililtaan ja kehitysvaiheeltaan yhtiöllä on vielä enemmän yhteistä Wallixin kuin Cyberarkin kanssa.

Pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden vuosien 2021-2022 mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 7,0x ja 5,1x. SSH:n liikevaihtokerroin on ensi vuoteen katsottuna noin 8 %:n preemiolla mediaanitasoon nähden. Vertailun vuoksi Helsingin pörssistä SSH:n kanssa suunnilleen samassa liikevaihtoluokassa olevaa SaaS-yhtiö Efecteä hinnoitellaan vuodelle 2022 noin 4,4x liikevaihtokertoimella. SSH:n arvostus on Efecteä korkeampi, vaikka Efectellä on taustallaan näytöt historiallisesti tasaisesta SaaS-kasvusta useamman vuoden ajalta. Kokonaisuudessaan yhtiöt kuitenkin eroavat melko paljon toisistaan, eikä arvostuskertoimia voi täysin suoraan vertailla keskenään.

EV/Liikevaihto 2022e



Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

DCF-malli

DCF-mallimme oman pääoman arvo SSH:lle on 68 MEUR eli noin 1,8 euroa osakkeelta. Olemme huomioineet yhtiön hybridilainan mallissa korollisena velkana. Pitkän aikavälin ennusteet olemme käsitelleet ennustekappaleessa. Ikuisuusoletuksessa oletamme kasvun olevan 3,0 % ja EBIT-%:n 23 %. Pääoman kustannus on asetettu 10 %:iin heijastellen SSH:n melko korkeaa riskiprofiilia ja heikkoa näkyvyyttä yhtiön strategian onnistumiseen. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 72 % velattomasta arvosta, mikä kertoo suuren osan SSH:n arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevista kassavirroista lisäten epävarmuutta.

Olemme myös hahmotelleet DCF-mallin herkkyyttä kasvun ja kannattavuuden suhteen oikealta löytyvissä skenaarioissa. Optimistinen skenaario havainnollistaa SSH:n osakkeessa olevan merkittävää nousuvaraa yhtiön kasvustrategian onnistuessa erinomaisesti. Tässä skenaariossa yhtiön tuottovaade olisi todennäköisesti myös matalampi, jolloin osakkeelle voitaisiin perustella edelleen selkeästi korkeampi arvo kuin mallin indikoima 3,9 EUR.

Vastaavasti pessimistinen skenaario heijastelee SSH:n osakkeeseen ladattuja kovia kasvuodotuksia. Keskinäisellä kasvu- ja kannattavuuskehityksellä osakkeelle olisi perusteltavissa merkittävästi nykykurssia matalampi arvo DCF-mallin perusteella.

Yritystokortti on pitkän aikavälin optio

Kuten muidenkin pienten teknologiayhtiöiden, myös SSH:n kohdalla yritystokorttia vilautetaan

aika ajoin syynä omistaa osaketta. Mielestämme SSH voisi olla kiinnostava ostokohde markkinan suuremmille toimijoille ja sitä kautta esimerkiksi PrivX saisi taakseen selvästi suuremmat muskelit tuotteen kaupallistamiseen. SSH:n portfolioissa on useita eri kehitysvaiheissa olevia tuotteita, joten ostaja ei välttämättä olisi valmis maksamaan korkeita kasvuyhtiön kertoimia täydestä kokonaisuudesta. Lisäksi Deltagon ja NQX ovat SSH:n tytäryhtiö Kyberleijonan alla, josta Suomen Erillisverkot omistaa 35 %. Erillisverkoilla on osto-optio SSH:n osuuteen Kyberleijonasta, jos SSH:n huomattava omistus tai tosiasiallinen määräysvalta muuttuu esimerkiksi yrityskaupan seurauksena. Käsittelemme mukaan Deltagon olisi irrotettavissa Kyberleijonasta, mutta NQX jäisi mahdollisen yritysjärjestelyn ulkopuolelle, joten sitä ei voitaisi tässä skenaariossa hinnoitella erityisen korkeilla kertoimilla.

Lopulta yhtiön myynti on kiinni sen pääomistajasta. Käsittelemme mukaan Accendo Capital on SSH:ssa mukana pitkäjärjestyksen omistaja, mutta arvioimme yhtiön pyrkivän jossain kohtaa irtaantumaan omistuksestaan. Emme pidä yksinään yritystokorttia syynä ostaa osaketta, sillä tuotossaan tähän korttiin nojaava voi lopulta joutua odottamaan vuosikymmeniä, kuten tähänkin mennessä.

DCF arvo per osake (WACC = 10 %)

	Bear	Neutral	Bull
Kasvu (CAGR 21-30)	10 %	16 %	21 %
Liikevaihto 2030e	30,3	49,2	75,9
Term. EBIT-%	16 %	23 %	32 %
DCF arvo (EUR)	0,6	1,8	3,9

Vertailuryhmä (kyberturvayhtiöt)

Kyberturvayhtiöt	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBIT		Liikevaihdon kasvu-%				EBIT-%			
	MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2019	2020	2021e	2022e	2019	2020	2021e	2022e
F-Secure Oyj	661	651	2,7	2,5	27,7	24,1	15 %	0 %	7 %	7 %	4 %	11 %	10 %	11 %
FireEye	3708	3772	4,9	4,5	42,0	36,1	6 %	6 %	9 %	8 %	1 %	8 %	11 %	12 %
NortonLifeLock	13563	15741	7,1	6,4	15,3	13,5	87 %	-48 %	3 %	10 %	31 %	33 %	49 %	51 %
Trend Micro	5768	4143	3,1	2,9	13,1	12,4	3 %	5 %	6 %	4 %	23 %	22 %	23 %	23 %
Rapid7	3759	3964	9,1	7,7		154,8	32 %	26 %	24 %	19 %	0 %	0 %	3 %	5 %
Fortinet	29772	28169	10,3	8,8	41,9	35,6	19 %	20 %	21 %	16 %	24 %	27 %	26 %	27 %
Cyberark Software	4117	3729	8,6	7,7	172,0	175,8	25 %	4 %	10 %	12 %	28 %	18 %	5 %	5 %
Wallix Group	143	124	4,5	3,3			43 %	11 %	17 %	38 %	-30 %	-35 %	-24 %	0 %
Palo Alto Networks	28609	28810	7,8	6,6	45,2	36,8	27 %	17 %	24 %	18 %	22 %	17 %	18 %	19 %
Check Point Software	13344	11802	6,5	6,3	14,2	13,8	4 %	3 %	4 %	3 %	50 %	50 %	47 %	47 %
Qualys Inc	3219	2926	8,5	7,6	26,2	23,9	15 %	13 %	11 %	11 %	35 %	39 %	34 %	33 %
Proofpoint	8199	8219	8,1	6,9	61,0	47,3	23 %	18 %	16 %	17 %	14 %	14 %	14 %	15 %
NCC Group	1042	1082	3,4	3,0	27,9	18,9	8 %	0 %	9 %	16 %	14 %	11 %	12 %	15 %
Nixu	66	68	1,2	1,1	45,6	22,8	25 %	8 %	5 %	12 %	-6 %	2 %	3 %	5 %
Avast	5604	6198	7,6	7,1	15,8	14,1	6 %	3 %	6 %	7 %	53 %	50 %	50 %	53 %
Tenable Holdings	3624	3344	7,4	6,2	111,2	74,6	33 %	24 %	20 %	19 %	-12 %	4 %	7 %	9 %
SolarWinds	4282	5536	6,3	5,8	15,6	13,7	13 %	8 %	4 %	9 %	46 %	46 %	41 %	43 %
SecureWorks	1087	938	1,6	1,7	53,6		12 %	6 %	2 %	-3 %	0 %	-1 %	4 %	-2 %
Splunk Inc	15145	15527	8,7	7,5			40 %	35 %	-7 %	16 %	12 %	14 %	-8 %	-10 %
Mimecast Ltd	2703	2548	5,7	5,0	35,1	27,4	31 %	25 %	17 %	16 %	8 %	10 %	18 %	20 %
SailPoint Technologies	3243	3216	9,8	8,5			18 %	25 %	15 %	16 %	6 %	9 %	-3 %	0 %
Tufin Software	279	207	2,1	1,9			21 %	-3 %	8 %	13 %	-14 %	-21 %	-29 %	-25 %
Cloudflare	21214	20685	34,7	26,2			46 %	50 %	45 %	32 %	-26 %	-9 %	-4 %	0 %
Ping Identity Holding	1641	1628	7,0	6,2	101,1	69,3	19 %	4 %	8 %	14 %	19 %	12 %	7 %	9 %
Varonis Systems	4173	3676	11,5	9,4	541,0	164,7	-6 %	11 %	31 %	22 %	-11 %	-4 %	2 %	6 %
Mediaani	3759	3729	7,1	6,3	41,9	27,4	19 %	8 %	9 %	14 %	12 %	11 %	10 %	11 %
Keskiarvo	7159	7068	7,5	6,4	74,0	51,6	23 %	11 %	13 %	14 %	12 %	13 %	13 %	15 %
SSH (Inderes)	102	118	6,9	5,5	neg.	46,0	-22 %	-22 %	51 %	28 %	-8 %	-22 %	-7 %	12 %
Erotus-% vrt. mediaani			-2 %	-13 %		68 %								

Lähde: Thomson Reuters, Capital IQ, Inderes

Vertailuryhmä (ohjelmistoyhtiöt)

Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/Liikevaihto		EV/EBIT		Liikevaihdon kasvu-%				EBIT-%			
	MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2019	2020	2021e	2022e	2019	2020	2021e	2022e
Efecte	94	89	5,2	4,4	88,9	88,9	17 %	4 %	16 %	18 %	-7 %	-7 %	6 %	5 %
Basware	556	598	3,8	3,4	90,2	41,4	4 %	3 %	3 %	12 %	-8 %	3 %	4 %	8 %
Admicom	445	433	17,3	14,9	43,3	36,1	40 %	38 %	14 %	16 %	38 %	45 %	40 %	41 %
FormPipe Software	174	173	4,0	3,7	52,6	31,0	-3 %	3 %	6 %	10 %	11 %	13 %	8 %	12 %
Fortnox	2485	2482	26,2	20,3	76,9	55,3	42 %	31 %	38 %	29 %	32 %	37 %	34 %	37 %
F-Secure	661	651	2,8	2,6	27,7	24,1	15 %	0 %	7 %	7 %	4 %	11 %	10 %	11 %
Heeros	29	30	3,3	3,0	29,5	29,5	12 %	0 %	0 %	11 %	0 %	11 %	11 %	10 %
Qt Group	2439	2422	22,1	17,5	96,9	67,3	23 %	41 %	38 %	27 %	-1 %	24 %	23 %	26 %
Talenom	624	661	8,1	7,1	42,2	34,8	19 %	13 %	24 %	14 %	20 %	20 %	19 %	21 %
Vitec Software Group	1056	1142	7,4	6,8	42,3	34,8	17 %	8 %	21 %	9 %	14 %	16 %	17 %	20 %
Leaddesk	126	122	4,7	3,8	121,6	60,8	18 %	8 %	86 %	23 %	8 %	7 %	4 %	6 %
Lime Technologies	461	466	11,4	9,6	46,6	36,0	19 %	17 %	21 %	19 %	18 %	23 %	24 %	27 %
Safeture	29	26	7,2	4,6			27 %	17 %	29 %	56 %	-79 %	-79 %	-56 %	-14 %
Simcorp	4364	4370	8,9	8,1	33,0	29,5	18 %	2 %	7 %	9 %	29 %	26 %	27 %	27 %
Artificial Solutions	45	64	8,5	5,4			15 %	42 %	4 %	58 %	-288 %	-111 %	-58 %	-7 %
IAR Systems Group	192	192	4,7	3,9	17,9	13,0	6 %	-8 %	10 %	20 %	27 %	23 %	26 %	30 %
Sinch	11300	11096	7,4	5,2	105,0	48,2	25 %	54 %	96 %	42 %	7 %	8 %	7 %	11 %
Bimobject	131	95	6,7	5,0			20 %	3 %	1 %	35 %	-96 %	-41 %	-32 %	-2 %
Addnode Group	1040	972	2,7	2,6	36,4	32,8	16 %	14 %	-8 %	3 %	6 %	6 %	7 %	8 %
Litium	31	29	4,7	3,6		96,8	32 %	19 %	24 %	29 %	-38 %	-28 %	-19 %	4 %
Merrell Holding	385	463	6,8	5,6		49,3	47 %	102 %	121 %	23 %	-21 %	-9 %	2 %	11 %
Pexip Holding	763	659	7,7	5,6			72 %	72 %	35 %	39 %	9 %	-8 %	-38 %	-31 %
Mediaani	453	464	7,0	5,1	45,0	36,1	19 %	14 %	19 %	20 %	7 %	10 %	8 %	11 %
Keskiarvo	1247	1238	8,3	6,7	59,4	45,0	23 %	22 %	27 %	23 %	-14 %	0 %	3 %	12 %
SSH (Inderes)	102	118	6,9	5,5	neg.	46,0	-22 %	-22 %	51 %	28 %	-8 %	-22 %	-7 %	12 %
Erotus-% vrt. mediaani			-1 %	8 %										28 %

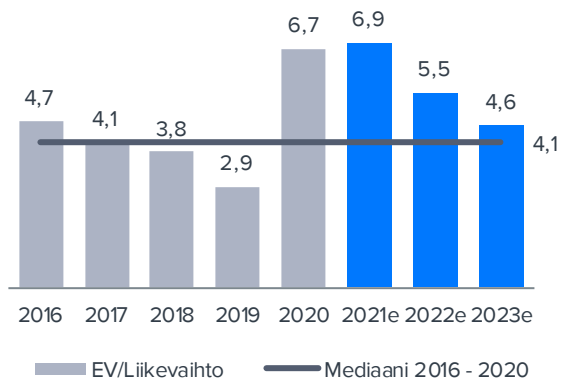
Lähde: Thomson Reuters/Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,94	1,77	1,74	1,04	1,70	2,63	2,63	2,63	2,63
Osakemäärä, milj. kpl	33,0	36,6	38,6	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8
Markkina-arvo	67	68	68	40	66	102	102	102	102
Yritysarvo (EV)	71	67	70	41	76	118	120	121	120
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	50,5	34,1
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	50,5	34,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	59,3
P/B	8,1	5,3	5,0	3,5	8,1	22,2	21,4	15,0	10,4
P/S	4,4	4,2	3,7	2,8	5,8	6,0	4,7	3,9	3,4
EV/Liikevaihto	4,7	4,1	3,8	2,9	6,7	6,9	5,5	4,6	4,0
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	29,2	47,6	neg.	>100	24,4	17,6	14,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	neg.	neg.	neg.	46,0	27,2	21,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



DCF-kassavirtalaskelma

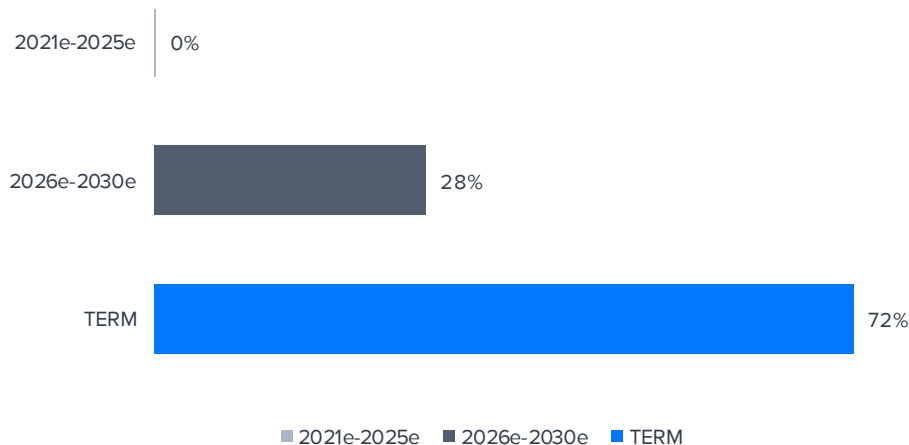
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-2,5	-1,2	2,6	4,5	5,6	6,6	7,8	9,9	10,5	11,0	11,3	
+ Kokonaispoistot	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	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	1,7	0,9	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	
Operatiivinen kassavirta	1,3	1,9	5,0	7,0	8,2	9,1	10,5	12,4	10,9	11,4	11,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,5	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1	-2,6	-2,6	-2,5	-2,4	-2,4	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,8	-3,2	-0,1	1,9	3,1	6,5	7,9	9,9	8,5	9,0	9,5	
+/- Muut	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-4,0	-4,6	-1,5	0,5	1,7	6,5	7,9	9,9	8,5	9,0	9,5	140
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,4	-1,3	0,4	1,2	4,2	4,6	5,3	4,2	4,0	3,8	56,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		78,4	82,8	84,0	83,7	82,4	78,2	73,6	68,3	64,1	60,2	56,4
Velaton arvo DCF		78,4										
- Korolliset velat		-13,3										
+ Rahavarat		8,5										
-Vähemmistöosuus		-5,4										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		68,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,80 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	5,9	6,3	9,2	11,9	14,6
Liikearvo	0,0	0,0	2,5	5,0	7,5
Aineettomat hyödykkeet	5,5	5,4	5,9	6,2	6,3
Käyttöomaisuus	0,4	0,8	0,7	0,8	0,8
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	17,9	12,3	9,4	9,8	11,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,9	3,8	4,3	5,4	6,6
Likvidit varat	12,0	8,5	5,1	4,4	5,3
Taseen loppusumma	23,8	18,6	18,5	21,8	26,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	12,0	8,5	4,9	5,1	7,1
Osakepääoma	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kertyneet voittovarot	-23,0	-26,6	-30,1	-29,9	-27,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	21,3	21,5	21,5	21,5	21,5
Vähemmistöosuus	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Pitkäaikaiset velat	3,0	1,7	3,9	5,6	7,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	1,0	3,1	4,9	6,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	8,7	8,4	9,7	11,0	12,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,5	2,4	3,4	4,4	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	6,0	5,7	6,0	6,3	6,6
Taseen loppusumma	23,8	18,6	18,5	21,8	26,5

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	18,3	14,4	11,3	17,0	21,8	EPS (raportoitu)	-0,01	-0,06	-0,11	-0,09	0,00
Käyttökate	2,4	0,9	-0,4	1,0	4,9	EPS (oikaistu)	-0,01	-0,06	-0,11	-0,09	0,00
Liikevoitto	0,5	-1,2	-2,5	-1,2	2,6	Operat. kassavirta / osake	0,03	-0,03	0,03	0,05	0,13
Voitto ennen veroja	0,6	-1,3	-3,1	-1,6	2,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,05	-0,06	-0,10	-0,12	-0,04
Nettovoitto	-0,4	-2,2	-4,1	-3,5	0,2	Omapääoma / osake	0,35	0,29	0,21	0,12	0,12
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	24,2	23,8	18,6	18,5	21,8	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	-22 %	-22 %	51 %	28 %
Oma pääoma	14,2	12,0	8,5	4,9	5,1	Käyttökateen kasvu-%	633 %	-64 %	-146 %	-352 %	399 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	2,5	5,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-132 %	-322 %	106 %	-51 %	-312 %
Nettovelat	-1,3	0,9	4,8	10,3	12,8	EPS oik. kasvu-%	-88 %	451 %	89 %	-14 %	-105 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	13,1 %	6,0 %	-3,5 %	5,8 %	22,6 %
Käyttökate	2,4	0,9	-0,4	1,0	4,9	Oik. Liikevoitto-%	3,0 %	-8,4 %	-22,1 %	-7,2 %	12,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,1	-1,9	1,7	0,9	0,1	Liikevoitto-%	3,0 %	-8,4 %	-22,1 %	-7,2 %	12,0 %
Operatiivinen kassavirta	1,3	-1,1	1,3	1,9	5,0	ROE-%	-3,0 %	-17,4 %	-41,8 %	-55,5 %	3,9 %
Investoinnit	-2,3	-2,6	-2,5	-5,1	-5,1	ROI-%	4,0 %	-8,9 %	-21,9 %	-13,6 %	28,0 %
Vapaa kassavirta	-1,9	-2,2	-4,0	-4,6	-1,5	Omavaraisuusaste	81,6 %	71,1 %	65,6 %	39,6 %	33,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-93,5 %	-92,3 %	-85,3 %	-34,5 %	16,1 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Accendo Capital	29,2 %	EV/Liikevaihto	3,8	2,9	6,7	6,9	5,5
Tatu Ylönen	18,0 %	EV/EBITDA (oik.)	29,2	47,6	neg.	>100	24,4
Timo Syrjälä	8,4 %	EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.	46,0
Juha Mikkonen	5,2 %	P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	>100
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	4,0 %	P/B	5,0	3,5	8,1	22,2	21,4
Sauli Kiuru	2,7 %	Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiökohtaisia 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.3.2019	Myy	1,10 €	1,68 €
18.4.2019	Myy	1,10 €	1,29 €
18.7.2019	Myy	1,10 €	1,46 €
24.10.2019	Myy	1,10 €	1,39 €
14.11.2019	Myy	1,00 €	1,14 €
17.2.2020	Myy	1,00 €	1,10 €
24.3.2020	Vähennä	0,70 €	0,71 €
24.4.2020	Myy	0,70 €	0,88 €
14.5.2020	Myy	0,80 €	1,42 €
22.7.2020	Myy	0,80 €	1,39 €
23.10.2020	Myy	0,80 €	1,27 €
14.12.2020	Myy	1,00 €	1,77 €
3.2.2021	Myy	1,60 €	2,40 €
18.2.2021	Myy	1,60 €	2,83 €
28.4.2021	Myy	1,60 €	2,55 €
8.6.2021	Myy	1,80 €	2,63 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**