

F-Secure

Laaja raportti

16.10.2023 07:50



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



Roni Peuranheimo
+358 505610455
roni.peuranheimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Matala arvostus tuo turvallisuuden tunnetta

Toistamme F-Securen 2,1 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksen. F-Securen osake on ottanut tänä vuonna osua, kun kesän alussa korkealla arvostuksella tehdyn Lookout-yritystoston jälkeen markkinatilanne on jatkanut heikentymistään ja yhtiö joutui antamaan syyskuussa tulosvaroituksen. Ennusteemme odottavat yhtiöltä vain kohtalaista suoritusta ja osakkeen arvostuskertoimet ovat siitä huolimatta hyvin maltillisia. Siten näemme tuotto/riski-suhteen houkuttelevana, sillä tulosvaroitusta johtui lähemmäs ulkoisista kuin sisäisistä haasteista.

Kuluttajien kyberturvallisuuteen keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Secure on suomalainen kyberturvallisuusyhtiö, jonka tuotteet auttavat noin 30 miljoonaa kuluttajaa yli 100 maassa suojautumaan verkkouhilta. Yhtiön tarjoomaan kuuluu tuotteita, jotka liittyvät mm. päätelaitteiden suojaukseen, yksityisyyden suojaukseen, salasanojen ja digitaalisen identiteetin hallintaan sekä kotiverkkoon yhdistettyjä laitteita suojaavaan reitittimen tietoturvaan. F-Securen liikevaihdosta (2023e: 130 MEUR) suurin osa syntyy globaalisti noin 200 kumppania (pääosin operaattoreita) kattavan verkoston kautta, mikä on yksi yhtiön keskeisiä vahvuuksia.

Sijoitusprofiili sai lisämaustetta USA:sta Lookout-yritystostolla

Jakaantumisen (7/2022) jälkeisen ensimmäisen vajaan vuoden F-Secure profiloitui vakaata kasvua ja vahvaa kannattavuutta tekeväksi kypsän vaiheen teknologiayhtiöksi. Oletuksena oli, että yhtiö jakaa vuolaista kassavirtojaan pääasiallisesti takaisin omistajille osinkojen muodossa rajallisten investointimahdollisuuksien vuoksi. Täysin velkarahalla tehty Lookout-yritystosto toi kuitenkin sijoitusprofiiliin uutta maustetta, ja osoitti F-Securella olevan kunnianhimoa kasvaa selvästi nykyistä suuremmaksi yhtiöksi. Lookoutista maksettiin kova hinta, mutta sen avulla kunnolla avautunut, suuri ja nopeimmin kasvava USA:n markkina tarjoaa pitkällä aikavälillä F-Securelle selkeää kasvupotentiaalia. Järjestely siis nosti F-Securen riskiprofiilia, mutta paransi pitkän aikavälin tuloskasvuedellytyksiä.

Kunnianhimoisissa tavoitteissa on tekemistä nykyisessä haastavassa markkinatilanteessa

F-Secure tavoittelee yli 200 MEUR:n liikevaihtoa ja 42 %:n oikaistua EBITA-marginaalia vuoteen 2026 mennessä. Kasvun kannalta yksi keskeinen ajuri on asiakkaiden siirtyminen Total-pakettiin, mikä kasvattaa ARPU:a maasta ja asiakkaasta riippuen noin 1,2-2,0x. Tällä hetkellä noin 18 % kumppanikanavan liikevaihdosta tulee Totalista ja tavoitteena on nostaa osuus 76 %:iin vuoteen 2026 mennessä. F-Securen noin 140 operaattorikumppanista jo vajaa puolet on allekirjoittanut Total-sopimuksen ja noin 3/4 näistä on jo livenä. Kumppanien asiakaskannan konvertointi Totaliin ei kuitenkaan tapahdu hetkessä, vaan nousee asteittain vuosien kuluessa. Kokonaisuutena kasvun kiihdyttäminen reilusti kaksinumeroiseksi lähivuosina nykyisessä haastavassa markkinatilanteessa näyttää vaikealta ja ennusteemme (2026e lv. 156 MEUR ja oik. EBITA 38,7 %) ovat selvästi alle yhtiön tavoitteiden.

Matala arvostus ei vaadi ihmetekoja lähivuosina

Ennusteillamme F-Securen vuoden 2024 oikaistu EV/EBITA-kerroin on 9x ja vastaava P/E-kerroin 9,6x. Kertoimet ovat matalia F-Securen pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaaliin peilattuna ja heijastelevat tulosvaroituksen myötä rapautunutta sijoittajaluottamusta. Tavoitehinnallamme yhtiötä hinnoiteltaisiin arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (EV/EBITA 10x-12x) alalaidalle. Maltillisesti arvostettuun kuluttajietoturvaverrokkiin Gen Digitaliin (2024e EV/EBIT 9x ja P/E 9x) nähden kertoimet ovat neutraalit, joskin näemme F-Securen pitkän aikavälin kasvuedellytykset vahvempina huomattavasti pienemmän kokoluokan vuoksi. F-Secure joutuu allokoimaan pääomia lähivuosina velkalastinsa sulatteluun, mutta pystyy ennusteillamme maksamaan hyvää osinkoa (osinkotuotto 4-6 %).

Suositus

Osta

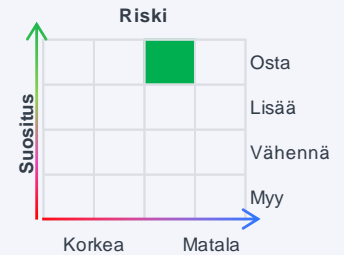
(aik. Osta)

2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:

1,72



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	111,0	130,3	147,2	151,6
kasvu-%	4,5 %	17,4 %	13,0 %	3,0 %
EBIT oik.	42,5	41,0	48,7	52,5
EBIT-% oik.	38,3 %	31,5 %	33,1 %	34,6 %
Nettotulos	30,2	22,4	23,1	27,6
EPS (oik.)	0,19	0,18	0,18	0,19

P/E (oik.)	14,6	9,4	9,6	8,8
P/B	19,9	8,6	6,5	5,0
Osinkotuotto-%	2,5 %	4,1 %	4,7 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	11,2	11,6	9,5	8,4
EV/EBITDA	11,7	12,9	8,8	7,8
EV/Liikevaihto	4,3	3,7	3,1	2,9

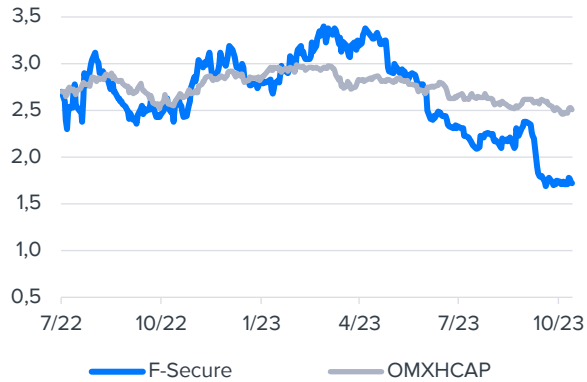
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

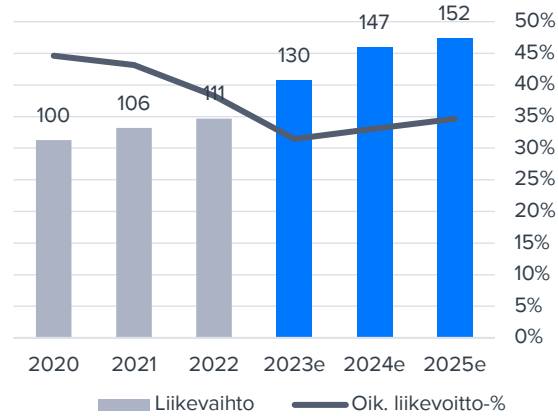
"F-Secure arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan välillä 128–132 MEUR. Konsernin oikaistun EBITAn arvioidaan olevan välillä 41–45 MEUR."

Osakekurssi



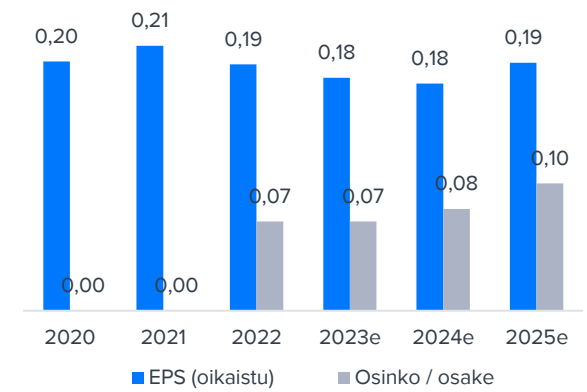
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vakaa kasvu ja erittäin vahva kannattavuus
- Lookout-yrityksoston hyvä strateginen yhteensopivuus ja liikevaihtosyngiat
- Vahva kassavirta mahdollistaa osingonjaon ja investoinnit kasvuun
- Suuri ja pitkällä aikavälillä vakaasti kasvava markkina
- Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta



Riskitekijät

- Lookout-yrityksoston integraatio
- Heikon taloustilanteen ja kuluttajasentimentin vaikutukset kysyntään
- Päätelaitteiden suojauksen kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista
- Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi voi aiheuttaa väliaikaista epäjatkuvuutta ja odotuksia suurempia kustannuksia

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	300	300	300
Yritysarvo (EV)	476	461	441
P/E (oik.)	9,4	9,6	8,8
P/E	13,4	13,0	10,9
P/B	8,6	6,5	5,0
P/S	2,3	2,0	2,0
EV/Liikevaihto	3,7	3,1	2,9
EV/EBITDA (oik.)	12,9	8,8	7,8
EV/EBIT (oik.)	11,6	9,5	8,4
Osinko/tulos (%)	54,6 %	60,4 %	63,3 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,7 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Lookout Life	13-14
Sijoitusprofiili	15-17
Toimiala	18-21
Kilpailu	22-23
Strategia	24-25
Taloudellinen tilanne	26-27
Ennusteet	28-31
Arvonmääritys	32-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

F-Secure lyhyesti

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

1988

Perustamisvuosi (WithSecure)

2022

Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi WithSecuresta

111 MEUR (+4,5 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

+5 % 2019-2022

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

43,9 MEUR (39,6 % lv:sta)

Oik. EBITA 2022

511

Henkilöstö Q2'23:n lopussa

79 % / 21 %

Kumppanikanavan / suoramyynnin osuus liikevaihdosta 2022

-2012

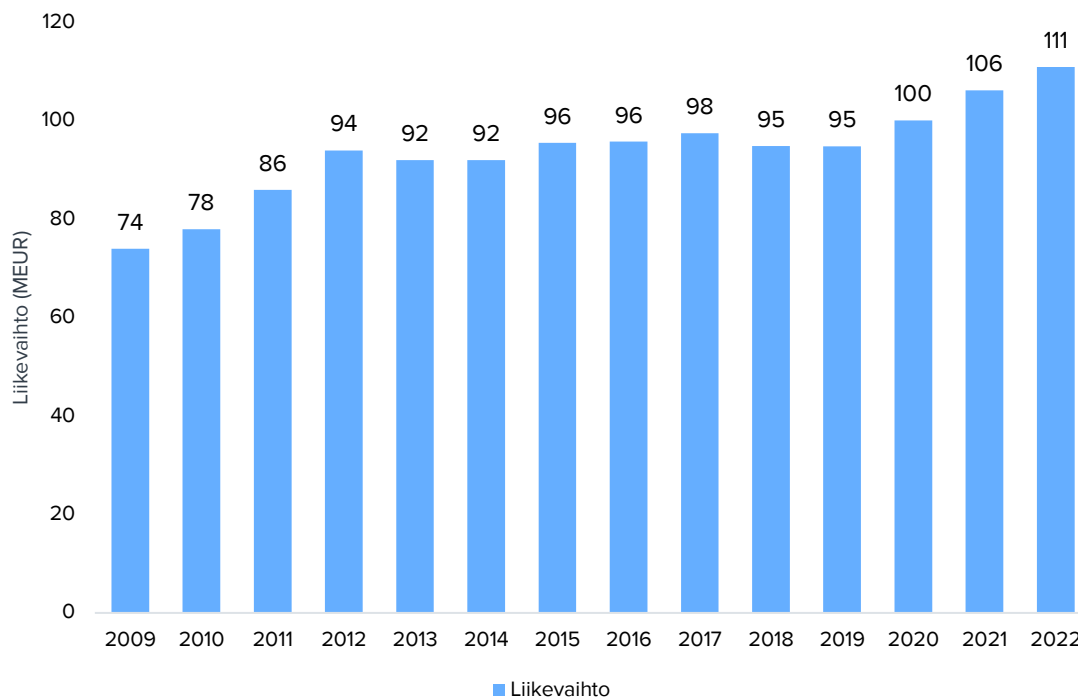
- Vahvaa liikevaihdon kasvua operaattorikanavan kasvun kautta
- Päätelaitteiden suojaukseen tarkoitettun SAFEn lanseeraus 2012
- Kanavakumppanien integraatioalustan lanseeraus 2012

2012-2021

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

2022-

- Jakaantuminen WithSecuresta ja toiminnan jatkaminen itsenäisenä pörssiyrityksenä
- Itsenäisen yhtiön organisaation rakentaminen
- Kasvuharppaus erityisesti Pohjois-Amerikassa Lookout Life – yritysostolla 6/2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Kuluttajien kyberturvallisuuteen keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Secure on suomalainen kyberturvallisuusyhtiö, jonka tuotteet auttavat noin 30 miljoonaa kuluttajaa yli 100 maassa suojautumaan verkkouhilta. Yhtiön tarjoamaan kuuluu tuotteita ja palveluita, jotka liittyvät päätelaitteiden suojaukseen, yksityisyyden suojaukseen, salasanojen ja digitaalisen identiteetin hallintaan sekä koko kodin ja kotiverkkoon yhdistettyjä laitteita suojaavaan reitittimen tietoturvaan.

Vuonna 2022 F-Securen liikevaihto oli 111,0 MEUR ja oikaistu EBITA 43,9 MEUR (39,6 % lv:sta). Liikevaihto on lähes kokonaan tilauspohjaista ja tilausten uusimisasteet ovat historiallisesti olleet hyvällä tasolla. Maantieteellisesti F-Securen painopiste on ollut Euroopassa, mutta Lookout-yritystietoturvan myötä noin 30 % liikevaihdosta tulee jatkossa Pohjois-Amerikasta. Yhtiö työllisti 511 henkilöä Q2'23 lopussa.

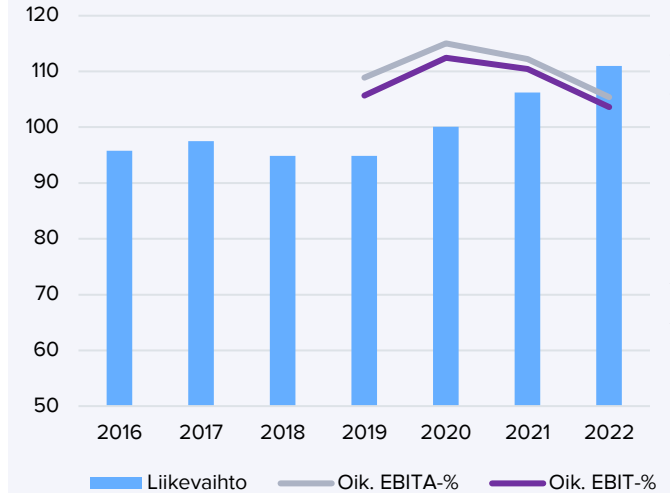
F-Secure jakautui itsenäiseksi uudeksi pörssi-yhtiöksi WithSecuresta 30.6.2022, mutta kuluttajietoturvan liiketoiminnalla on taustallaan pitkä historia. F-Securen juuret ovat syvällä antivirusohjelmistojen liiketoiminnassa, missä yhtiö on toiminut perustamisestaan (1988) lähtien ja käytännössä niin kauan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

torjunnassa sekä siitä, kuinka haittaohjelmat kehittyvät ja miten niiden teollinen logiikka toimii. F-Securen päätelaitteiden suojaustuotteet ovat voittaneet lukuisia palkintoja kansainvälisissä tietoturvatesteissä.

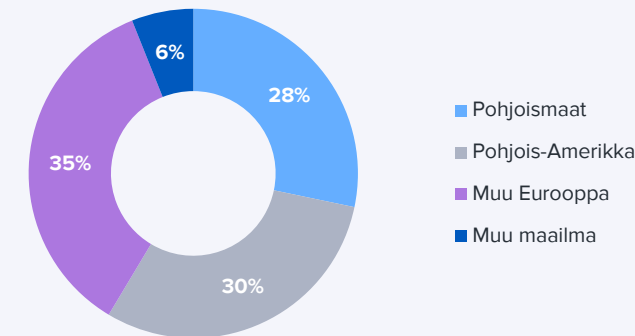
WithSecure aloitti 2010-luvun puolivälissä muuntautua antivirusyhtiöstä monipuoliseksi kyberturvallisuustuotteiden ja -palveluiden tarjoajaksi, jonka kasvupanostukset kohdistuvat erityisesti yritystietoturvaan. Liikevaihdon kehitykseltään vakaa kuluttajietoturva jäi tällöin yhtiön strategiassa hieman taka-alalle ja sen vuolaista kassavirtoa investoitiin pitkälti yritystietoturvan kasvuun. Jakautumisen myötä molempien yhtiöiden arvonmuodostus selkeytyi huomattavasti, kun yhtiöt voivat keskittyä täysin strategioidensa toteuttamiseen sekä pääoman allokointiin kokonaan omista lähtökohdistaan.

Kuluttajietoturvan markkinat ovat kypsässä vaiheessa ja kasvu on vakaata. Markkina pitää kuitenkin sisällään osa-alueita, joissa on nähtävissä nopeaakin kasvua, kuten identiteettivarkauksilta suojautumiseen tarkoitetuissa tuotteissa. Koronapandemian ja sitä kautta lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat myös aiempaa valmiimpia maksamaan kyberturvasta, mikä näkyi myös F-Securen kiihtyneessä kasvussa (2019-2022 CAGR 5 %). Tänä vuonna kasvu on jäähtynyt inflaation ja korkojen nousun kurittaessa kuluttajien ostovoimaa. Pidemmällä aikavälillä digitalisaation eteneminen ja kuluttajien tietoturvaan liittyvien huolien kasvu toimivat markkinan selkeinä kasvuaureina.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon indikatiivinen maantieteellinen jakauma Lookout-yritystietoturvan jälkeen



Kumppanit



Operaattorit



Vähittäismyyjät

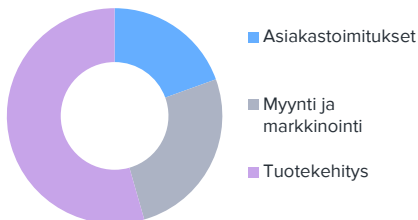


Pankit ja vakuutusyhtiöt



Verkkokaupat

Henkilöstön jakauma 2022 lopussa



Huom. Henkilöstö kasvanut Q2'23 lopussa 511 henkilöön Lookout-yritystoston myötä eikä jakaumaa ole julkaistu

Resurssit

Pitkän linjan tietoturvaosaaminen



Kyberturvateknologiat ja -ohjelmistot



Laaja kanavakumppaniverkosto



Vahva brändi, etenkin Euroopassa



Liiketoimintaidea

F-Secure tarjoaa kokonaisvaltaisen valikoiman kyberturvaratkaisuja kuluttajille.



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

Myyntikanavat

Kanavakumppanit



~150 operaattoria ja ~50 muita kumppaneita

Suoramyynti



Verkkokauppa, App Store ja Google Play

Asiakassegmentit



Kuluttajat

Noin 30 miljoonaa tilaajaa kaikissa kanavissa

Tuotteet

- 📶 Päätelaitteiden suojaus (F-Secure Internet Security)
 - 📶 Yksityisyyden suojaus (F-Secure VPN)
 - 🔑 Identiteetin ja henkilötietojen suojaus (F-Secure ID PROTECTION)
 - 🔒 Sulautettu tietoturva (F-Secure Embedded Security, ml. SENSE ja DNS)
- Paketoitu kokonaisratkaisu (F-Secure TOTAL)



Päätelaitteiden suojaus (mobiili)
Identiteetin suojaus
Salasanoiden hallinta
Yksityisyyden ja verkkoselailun suojaus

Kustannusrakenne (2022)*



Materiaalit ja palvelut (8 % lv:sta)



Myynti ja markkinointi (27 %)



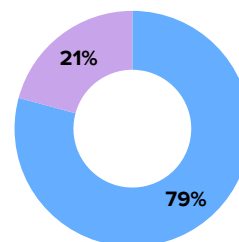
Tutkimus ja tuotekehitys (15 %)



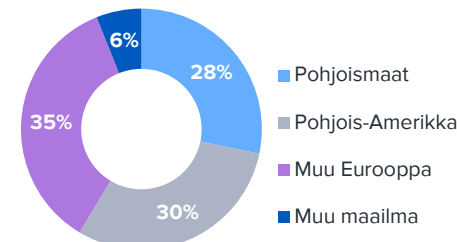
Hallinto (16 %)

Tulovirrat (2022)

Liikevaihto 111,0 m€
Oik. EBITA 43,9 m€



Kanavakumppanit
Suoramyynti



Pohjoismaat
Pohjois-Amerikka
Muu Eurooppa
Muu maailma

Huom. Indikatiivinen liikevaihdon jakauma Lookout-yritystoston jälkeen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Tuotekehitys ja teknologia

F-Securen liiketoiminnan ytimessä ovat sen teknologiaosaaminen ja palkintoja voittaneet tietoturvatuotteet. Yhtiön teknologisen osaamisen voi jakaa kyberturvaosaamiseen sekä kanavakumppanuustoimintoihin, jossa yhtiön kumppaneille rakentama alusta on avainroolissa. H1'23:lla tuotekehityksen menot vastasivat noin 19,5 % F-Securen liikevaihdosta.

F-Securen ydintuoteportfolio on melko kypsässä vaiheessa, joskin itsenäisenä toimijana yhtiö on selvästi lisännyt panostuksiaan tuotekehitykseen. Investointeja tehdään erityisesti uudemmille tuotealueille (kuten Embedded Security). Lookout-yritysoston myötä panostuksia tarvitaan myös yhtiöiden teknologiseen integraation sekä tuoteportfolioiden yhtenäistämiseen, joista löytyy päällekkäisyyksiä esimerkiksi salasananhallinnan ja identiteetin hallinnan osalta. Tarkoituksena on yhdistää päällekkäisistä tuotteista parhaat palat entistä paremman ratkaisun luomiseksi. Yksi tärkeä painopiste on myös kehittää teknologia-alustaa entistä paremmin kestäväksi mahdollisten uusien Tier1-operaattorien vaatimuksia ja asiakasvolyymeja. Nyt alussa F-Secure keskittyy taustajärjestelmien yhtenäistämiseen ja kaiken kaikkiaan teknologia-integraatio tulee olemaan vuosien projekti.

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

kanavakumppaneilleen, jonka kautta kumppanit voivat tarjota F-Securen tuotteita asiakkailleen skaalautuvasti ja tehokkaasti.

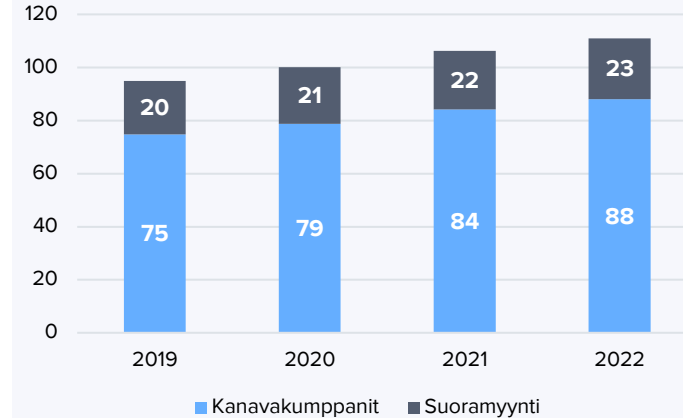
Tuotekehitys oli yksi liiketoiminnan osa-alue, jossa yritys- ja kuluttajatietoturvan välillä oli tiettyjä synergioita ydinteknologioiden ollessa molemmissa liiketoiminnoissa tietyiltä osin samanlaisia. F-Secure ja WithSecure ovatkin jatkaneen jakautumisen jälkeen tietyn datan jakamista varmistaakseen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

Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

Suurin osa F-Securen liikevaihdosta syntyy globaalisti noin 200 kanavakumppania kattavan verkoston kautta, mikä on yksi F-Securen keskeisiä vahvuuksia ja kilpailuetuja. Kuluttajatuotteita myydään myös suoramyynninä useiden sovelluskauppojen (App Store ja Google Play) sekä yhtiön oman verkkokaupan kautta.

F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja tänä päivänä sen verkosto on laajin muihin tietoturvayhtiöihin verrattuna. Jakelukumppanit koostuvat pääosin operaattoreista (noin 150), mutta viime vuosina F-Secure on laajentanut kanavaa myös vakuutusyhtiöihin ja pankkeihin, joiden tarjoomaa tietoturvatuotteet hyvin täydentävät. Laajentuminen näissä uusissa vertikaaleissa on yksi F-Securen strategian keskeinen osa-alue tulevina vuosina. F-Secure näkee selkeitä kasvumahdollisuuksia edelleen myös operaattoreissa. Vuonna 2022 F-Securen liikevaihdosta 79 % tuli kumppanikanavan kautta. Vuonna 2021 viisi suurinta kanavakumppania muodostivat 25 % liikevaihdosta ja arvioimme luvun olevan samansuuntainen viime vuodelta.

Suoramyyntin ja kanavakumppaniverkoston myynnin kehitys



Kanavakumppanien liiketoiminnan haasteita:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Kumppanikanava

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

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

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

haasteiden kanssa, jonka vuoksi F-Secure on alkanut laajentamaan kumppaniverkostoaan näille toimialoille.

Kumppanien menestyksen tukeminen liiketoiminnan keskiössä

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

F-Secure tarjoaa myös muita myyntiä tukevia palveluita kumppaneille. Näitä ovat esimerkiksi laskutuksen ja asiakashallinnan integrointi, parhaiden käytäntöjen jakaminen tuotteiden lanseeraamisesta eri markkinoille, myynnin tehostaminen asiakkaan elinkaariarvon maksimoimiseksi ja datapohjaisten palveluiden tarjoaminen päätöksenteon tueksi. Toimintamallillaan F-Secure on onnistunut saavuttamaan erittäin korkean (2021: >97 %) kumppanien pysyvyyden ja tyytyväisyysasteen (2022 NPS: 57). Onnistumisen kannalta on kriittistä, että F-Securen tuotteiden myynti on palveluntarjoajille hyvää liiketoimintaa ja

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

Suoramyyntikanava

F-Securen tuotteita myydään suoraan verkossa toimivien sovelluskauppojen (App Store, Google Play) sekä oman verkkokaupan kautta. Vähittäiskaupassa myydään myös edelleen jonkin verran fyysisiä ”paketteja”, joissa tulee mukana ohjelmiston lisenssi ja asennusohjeet. Kilpailu markkinalla on erittäin kovaa, asiakashankinta vaatii merkittäviä markkinointipanostuksia ja erilaiset ilmaistuotteet ja freemium-mallit tekevät kuluttajamarkkinasta haastavan tavoittaa suoramyyntin kautta. Vuonna 2022 liikevaihdosta 21 % tuli suoramyyntikanavien kautta.

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

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

F-Securen liiketoimintamalli




Teknologia ja Tuotekehitys




Tuotteet


 Pöytälaiteiden suojaus
(F-Secure Internet Security)

 Yksityisyyden suojaus
(F-Secure VPN)

 Henkilötietojen suojaus
(F-Secure ID PROTECTION)


 Sulautettu tietoturva
(Embedded Security, ml. SENSE ja DNS)


 Paketoitu kokonaisratkaisu
(F-Secure TOTAL)

 Laskutus ja asiakas-
hallinnan integrointi

 Asiakkuuksien
elinkaaren hallinta

Liiketoiminnan alusta

 Asiakas-
palvelu

 Liiketoimintatiedon
hallinta ja hyödyntäminen



Skaalautuva pilvipohjainen toimitusmalli

Kumppanikanava (~200 kumppania)
79 % liikevaihdosta 2022

Suoramyynti
21 % liikevaihdosta 2022

Teleoperaattorit
(~150)

Pankit ja vakuutusyhtiöt

Vähittäiskauppa

Verkko- ja sovelluskaupat



Globaalit kuluttajatietoturvan markkinat

F-Securen liiketoimintamalli eri myyntikanavissa

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tuotteet

F-Securen tuoteportfolio koostuu tällä hetkellä seuraavista tuotteista: 1) päätelaitteiden suojaustuote F-Secure Internet Security, 2) virtuaalinen erillisverkko F-Secure VPN, 3) identiteetin ja henkilötietojen suojaukseen tarkoitettu F-Secure ID PROTECTION. Yhtiön Embedded Security -ratkaisuihin kuuluvat kodin älylaitteet suojaava tietoturvarieitin F-Secure SENSE sekä tietoverkkoturvallisuuteen liittyvät DNS -ratkaisut.

F-Securen strategian keskiössä keskihinnan nostamiseksi on tarjota paketoitua kokonaisratkaisu F-Secure TOTALia, joka sisältää Internet Securityn, VPN:n ja ID PROTECTIONin. TOTAL on yhtiölle keskeinen kasvuajuri, sillä kokonaisratkaisun avulla asiakaskohtainen liikevaihto (ARPU) on noin 1,2-2,0x yksittäistä tuotetta korkeampi.

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

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

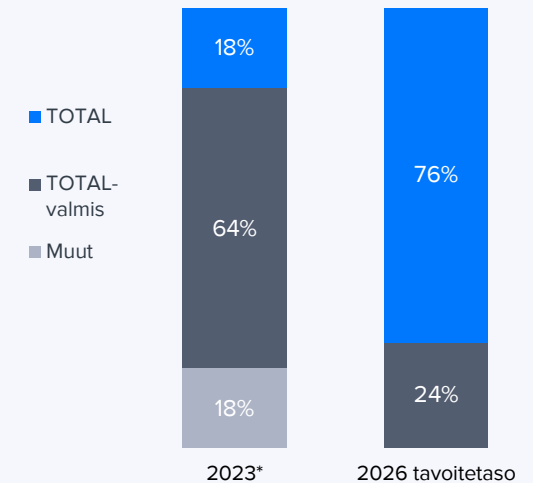
mahdolliset henkilötietojen tietovuodot ja lähettää käyttäjälle ohjeet näihin tilanteisiin reagoimiseksi. Tuote on otettu hyvin vastaan kumppanikanavassa ja se myös täydentää erinomaisesti TOTAL-kokonaisratkaisua.

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

F-Secure Embedded Security: Embedded Security on F-Securen uusi sulautettuihin tietoturvaratkaisuihin keskittyvä liiketoimintasuora, johon Lookout-yritysosto toi merkittävää lisäosaamista. Sulautettujen ratkaisujen avulla yhtiön kumppaneilla on mahdollisuus sisällyttää F-Securen tuotteiden ominaisuudet suoraan kumppaneiden sovelluksiin. Tällöin yhtiö pystyy ratkaisullaan tavoittelemaan selvästi suurempaa asiakasjoukkoa.

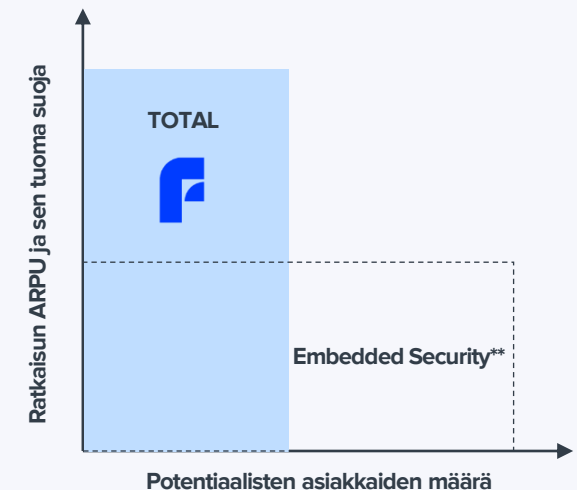
F-Secure SENSE ja DNS (Domain Name System) lukeutuvat Embedded Security -ratkaisuihin. SENSE on 2017 lanseerattu tietoturva- ja yksityisyydensuojaratkaisu, joka on yhteistyössä operaattorien kanssa integroitu kuluttajien langattomiin Wi-Fi-reitittämiin. SENSE suojaa koko kotiverkkoa ja kaikkia siihen liitetyjä laitteita estämällä haitallisen liikenteen ennen kuin se pääsee käsiksi kuluttajien laitteisiin. DNS-tason tietoturvan etuna on, että loppukäyttäjän ei tarvitse asentaa mitään sovellusta, mutta se suojaa silti tietojenkalasteluhyökkäyksiltä.

Havainnollistus F-Securen kumppanikanavan liikevaihdon jakaumasta ja tavoitetilasta:



* Yhtiön arvio tämänhetkisestä tilanteesta (2023 sijoittajapäivä)

Embedded Security –ratkaisulla tavoitellaan suurempaa kohdemarkkinaa



Lähde: F-Secure, Inderes, **ml. SENSE ja DNS

Lookout Life 1/2

Lookoutin historia hyvin F-Securen kaltainen

F-Securen sijoitustarina otti uuden askeleen, kun yhtiö osti alkuvuonna 2023 yhdysvaltalaisen kuluttajille suunnatun mobiilitietoturvaan keskittyvän Lookout Lifen. Lookout on profiililtaan hyvin F-Securen kaltainen niin kasvu- kuin kannattavuusprofiiliin näkökulmasta. Lookout Inc:ista irrotetun kuluttajaliiketoiminnan 1/2023 päättyneen tilikauden liikevaihto oli 35,9 MEUR ja oikaistu EBITA 13,5 MEUR (38 % liikevaihdosta). Liiketoiminnan carve out -menetelmällä laskettu liikevaihto kasvoi 1/2023 päättyneellä tilikaudella 12 %, mutta pidemmällä aikavälillä liiketoiminnan kehitys on ollut käsittääksemme vakaata.

Liiketoiminnan historiallinen kehitys muistuttaa muutenkin hyvin paljon F-Securen kehitystä. Lookoutin Inc:in panostukset kuluttajatietoturvan kasvuun ovat olleet historiallisesti varsin maltilliset yhtiön fokusoitussa yritystietoturvaan 2014-2015 alkaen. Vasta viime vuosina yhtiö alkoi panostamaan jälleen myös kuluttajatietoturvan kasvuun ja teki esimerkiksi Slovakiassa pienen Saferpass-yritysoston vuonna 2022. Lookoutin kuluttajaliiketoiminta työllisti yritysoston hetkellä noin 69 henkilöä, joka kasvoi merkittävästi edellisen vuoden 26:sta kasvopanostusten myötä.

Strategisesti hyvä ostos F-Securelle

Lookout istuu F-Securen strategiaan erittäin hyvin yhtiöiden toisiaan täydentävien tuoteportfolioiden sekä kumppaneihin (operaattorit) nojaavan myyntikanavan vuoksi. Lookoutin vahva painotus mobiilitietoturvaan tukee myös arviomme mukaan F-Securen tarjontaa, sillä tällä alueella F-Secure ei historiallisesti ole ollut erityisen vahva. Myös yritysoston myötä saatu osaaminen

käyttäjäkokemuksen osalta tukee F-Securen tuoteportfolioon kehitystä jatkossa. Samalla Lookoutin kumppanit ovat kaivanneet laajempaa tuotetarjontaa, mihin F-Secure voi tarjota esimerkiksi Senseä ja PC- ja Mac-laitteiden parempaa suojausta. Siten yhtiöiden välillä pitäisi olla selkeää ristiinmyyntipotentiaalia. Yhtiöiden tuoteportfolioista löytyy myös päällekkäisyyksiä esimerkiksi salasananhallinnan ja identiteetin hallinnan osalta.

Myyntikanavakohtaisesti Lookoutin liikevaihto jakautui kumppanikanavaan (78 %) ja suoramyyntiin (22 %), joka on lähes identtinen jakauma F-Securen kanssa. Lookoutin asiakkaina on useita suuria tietoliikenneoperaattoreita, kuten AT&T, T-Mobile sekä Docomo. Lookoutin noin 20:sta kumppanista vain yksi oli jo aiemmin myös F-Securen asiakas. Isot referenssiasiakkaat ja yhteiset isommat muskelit mahdollistavat uusien Tier 1-tason operaattorien tavoittelemisen kumppaneiksi.

Yritysoston kautta F-Securen asema USA:n markkinoilla vahvistui merkittävästi, sillä vuonna 2022 noin 88 % Lookoutin liikevaihdosta tuli Yhdysvalloista. Siten Pohjois-Amerikasta tulee F-Securelle merkittävä uusi maantieteellinen tukijalka sen muodostaessa noin kolmasosan liikevaihdosta. Pohjois-Amerikka vastaa yli 60 % globaalista kuluttajatietoturvamarkkinasta ja sen kasvun odotetaan olevan Eurooppaa nopeampaa. Loput Lookoutin liikevaihdosta tuli Japanista (9 %) ja Euroopasta (3 %).

Järjestelyllä haetaan erityisesti liikevaihtosynergioita

F-Secure tavoittelee yrityskaupalla vähintään 12

MEUR:n liikevaihtosynergioita vuoteen 2027 mennessä. Myös kulupuolella on yhtiön mukaan löydettävissä synergioita (toimittajien yhtenäistäminen, palvelinkustannusten synergiat ja tuotekehityksen tehostaminen), mutta isossa kuvassa transaktion on kuitenkin tarkoitus kiihdyttää kasvua eikä optimoida kustannuksia. Yhtiö tavoittelee järjestelystä yhteensä 10 MEUR:n synergioita EBITA-tasolla, joiden on määrä toteutua täysimääräisesti vuoteen 2027 mennessä.

Lookout-yritysosto saatiin maaliin kesäkuussa 2023 ja heinäkuussa Q2-tuloksen yhteydessä yhtiö kommentoi integraation lähteneen hyvin käyntiin. Syyskuussa F-Secure kuitenkin antoi tulosvaroituksen, jossa taustalla oli muiden syiden ohella myös Lookoutin odotettua hitaampi kasvu. Lookoutin odotettua pidempien myyntisyklien lisäksi F-Securella on ollut tiettyjä haasteita omassa tekemisessä integraation alkuvaiheessa. Esimerkiksi henkilöstöpuolella ilmeni käsityksemme mukaan alussa jonkin verran pääsyoikeuksiin liittyviä haasteita.

Heti integraation alkumetreillä nousseet haasteet luonnollisesti herättävät huolia, mutta jonkinasteiset haasteet suuressa yrityskaupassa ovat kuitenkin suhteellisen normaaleja. Osittain nämä haasteet liittyvät alun perin liian optimistisiin odotuksiin integraation aikataulun suhteen, ja asiat ovat kuitenkin menneet oikeaan suuntaan. Syyskuun sijoittajapäivässä yhtiö mainitsi erityisesti tuoteportfolioon integraatio edenneen vauhdikkaasti, mikä mahdollistaa tulevana vuosina ristiinmyyntisynergioita. Näiden realisoituminen on keskeistä tulevana vuosina yritysoston arvonluontia tarkasteltaessa.

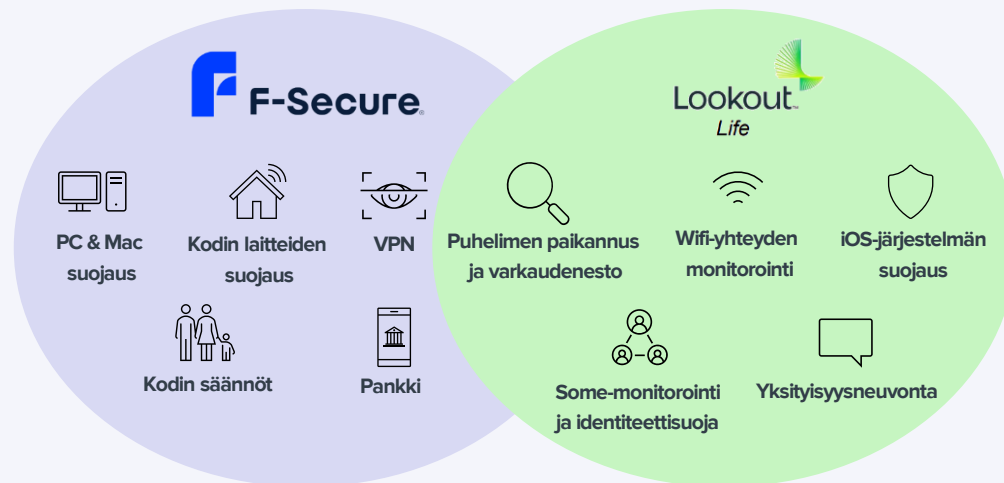
Lookout Life 2/2

Lookoutista maksettiin kova hinta

Lookout Inc:in kuluttajatietoturvaliiketoiminnan velaton kauppahinta oli 223 miljoonaa dollaria eli noin 202 MEUR ostohetken valuuttakurssilla. Kauppahinnalla ja 1/2023 päättyneen tilikauden luvuilla järjestelyn arvostus vastasi noin 15,7x EV/EBITA-kerrointa. Kauppahinta on mielestämme kireä sekä absoluuttisesti että suhteellisesti (F-Securen arvostus kauppahetkellä tot. EV/EBITA noin 12x). Lisäksi järjestelystä aiheutuvat 3 MEUR:n lisäpanostukset sekä liikevaihto-oikaisut (vaikutus 2023 EBITA:an noin 2,6 MEUR) huomioiden arvostus olisi vielä korkeampi.

F-Securen järjestelyssä tavoittelemien vuoteen 2027 mennessä realisoituvien synergioiden jälkeinen kauppahinta vastaisi noin 9x EBITA-kerrointa. Tämä olisi jo maltillinen taso, mutta luonnollisesti synergioiden realisoitumiseen liittyy tässä kohtaa epävarmuutta. Alkuvaiheen integraatiossa esiin nousseet haasteet ja annettu tulosvaroitukset ovat osaltaan kohottaneet synergioihin liittyvää epävarmuutta. Kireä arvostus ja alkuvaiheen haasteet kohottavat riskiä järjestelyn omistaja-arvon luonnin suhteen. Osaltaan tästä kertoo myös osakekurssin heikko kehitys yrityskaupan jälkeen. Vielä on kuitenkin liian aikaista tehdä lopullisia johtopäätöksiä, ja strategian onnistuneella toteutuksella F-Securella on Lookoutin avulla edellytykset huomattavasti vahvempaan tuloskasvuun kuin aiemmin.

Lookoutin tuoteportfolio täydentää F-Securen tarjoomaa, joskin päällekkäisyyksiäkin löytyy



F-Securen tavoittelemat synergiat Lookout-järjestelystä

Synergia-alue	Syngergioiden ajurit	Vaikutus
Teknologiasynergiat	Alentuneet rekryointitarpeet tuotekehityksessä ja tuotteiden hallinnassa	Suuri
Kasvu kanavakumppani-liiketoiminnassa	Ristiinmyynti uudelle asiakasjoukolle, asiakaspoistuman pieneneminen ja ARPU:n kasvattaminen	Suuri
Kasvu suoramyynti-liiketoiminnassa	Ristiinmyynti uudelle asiakasjoukolle, uusien tuotteiden myynti ja ARPU:n kasvattaminen	Keskisuuri
Kasvu sulautetussa tietoturvassa (Embedded)	Sulautetun tietoturvan kehittämisen kiihdyttäminen uusien ominaisuuksien kautta	Keskisuuri
Rojaltimaksut	Muuttuvien kulujen optimointi palvelinkustannusten synergioiden kautta	Pieni

Sijoitusprofiili

Vakaan osinkolington profiili muuttui Lookout-yritystoston myötä

Jakaantumisen jälkeisen ensimmäisen vajaan vuoden F-Secure profiloitui vakaata kasvua ja vahvaa kannattavuutta tekeväksi kypsän vaiheen teknologiayhtiöksi. Oletuksena oli, että yhtiö jakaa vuolaita kassavirtojaan pääasiallisesti takaisin omistajille osinkojen muodossa rajallisten investointimahdollisuuksien vuoksi.

Täysin velkarahalla tehty Lookout-yritysosto toi kuitenkin sijoitusprofiiliin uutta maustetta, ja osoitti F-Securella olevan kunnianhimoa kasvaa selvästi nykyistä suuremmaksi yhtiöksi. Lookoutista maksettiin kova hinta, mutta sen avulla kunnolla avautunut, suuri ja nopeimmin kasvava USA:n markkina tarjoaa pitkällä aikavälillä F-Securelle selkeää kasvupotentiaalia. Kokonaisuutena järjestely nosti F-Securen riskiprofiilia, mutta paransi pitkän aikavälin tuloskasvuedellytyksiä.

Yritystoston myötä F-Securen taseen velkaantuneisuus nousi selvästi ja lähivuosina yhtiö joutuu allokoimaan kassavirtojaan velkakuorman sulatteluun. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta tämän pitäisi hoitua kevyesti ja samalla yhtiö pystyy myös maksamaan tavoitteidensa mukaista osinkoa (>50 % nettotuloksesta).

Vahvuudet ja ajurit

Vahva ja etabloitunut asema vakaasti kasvavilla kuluttajatietoturvan markkinoilla tarjoaa hyvät lähtökohdat liiketoiminnan kasvattamiselle.

Asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen on ollut kasvun kannalta avaintekijä viime vuodet ja tulee olemaan jatkossakin. Tässä keskeistä on F-

Secure TOTALin myynnin kasvu.

Laaja kanavakumppanien verkosto, johon kuuluu noin 200 kumppania. Kumppanikanava on laajin kaikista tietoturvyhtiöistä ja tarjoaa F-Securelle laajan jakelun ja volyymin tuotteille. Kumppanien tyytyväisyys F-Securen tuotteisiin on erittäin korkea ja asiakaspysyvyys vahvalla tasolla.

Lookout-yritystoston hyvä strateginen yhteensopivuus ja synergiat tarjoavat selkeää tuloskasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä.

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

Uudet tuotteet, kuten Embedded Security (ml. SENSE ja DNS), tarjoavat kasvupotentiaalia keskipitkällä aikavälillä. Myös muiden mahdollisten uusien tuotteiden lanseeraukset tai teknologioiden hankkiminen yritysostoin ovat pitkän aikavälin kasvun kannalta tärkeitä.

Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli mahdollistaa erittäin hyvän kannattavuuden ja vuolaan kassavirran.

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

Keskeiset riskit

Lookoutin integroinnissa epäonnistuminen voi rajoittaa kasvunäkymiä, aiheuttaa lisäkustannuksia sekä viedä yhtiöltä aikaa muiden kasvuhankkeiden edistämiseltä.

Heikko taloustilanne ja vaisu kuluttajasentimentti vaikuttavat lyhyellä aikavälillä tietoturvaratkaisujen kysyntään. Kuluttajien hintatietoisuus rajoittaa myös halukkuutta vaihtaa kalliimpiin kokonaisratkaisuihin (kuten TOTAL).

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

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

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

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

Sijoitusprofiili

1.

Lookout-yritysosto tarjoaa tuloskasvupotentiaalia, mutta nosti riskiprofiilia

2.

Vahva kannattavuus ja kassavirta

3.

Skaalautuva ja jatkuvaluonteinen liiketoimintamalli

4.

Suuri ja vakaasti kasvava kokonaismarkkina

5.

Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta

Potentiaali



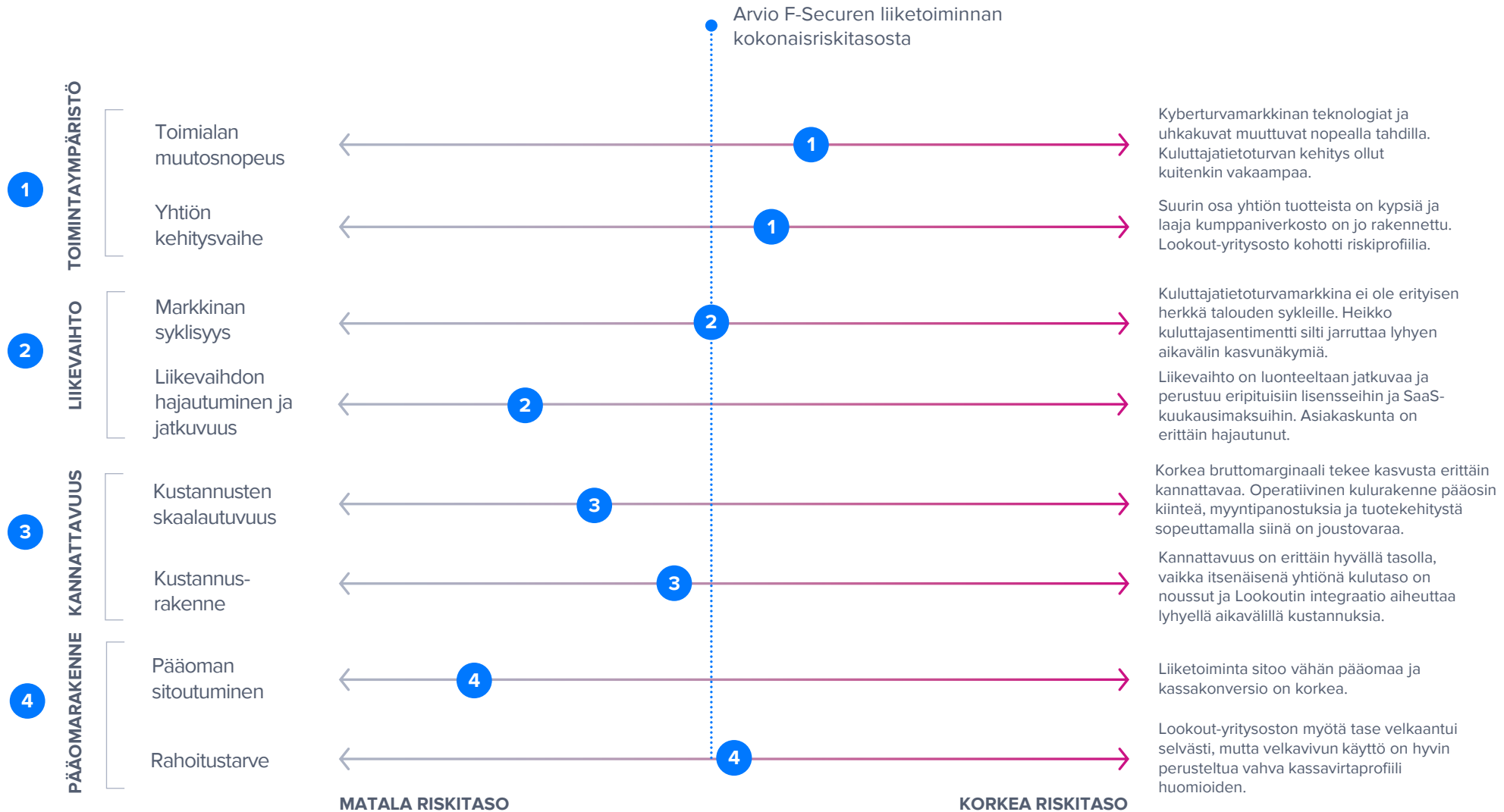
- Asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen
- Lookout-yritysoston hyvä strateginen yhteensopivuus ja liikevaihtosynergiat
- Kanavakumppaniverkoston laajentaminen
- Uudet tuotteet (kuten Embedded Security)
- Vahva kannattavuus ja kassavirta mahdollistaa vuolaan osingonjaon, investoinnit kasvuun sekä velkavivun käytön

Riskit



- Epäonnistuminen Lookoutin integroinnissa ja myyntisynergioiden saavuttamisessa
- Lyhyellä aikavälillä heikko kuluttajakysyntä pitää kasvunäkymät vaisuina
- Päätelaitteiden suojauksen kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Ilmaisen tietoturvan kilpailu-uhka ja markkinan suhteellisen hidas kasvu
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat edelleen rajusti. Gartnerin arvion mukaan kokonaisuudessaan globaalien kyberturvamarkkinan koko vuonna 2022 oli noin 170 mrd. dollaria. Markkinan odotetaan kasvavan hieman yli 10 %:n tahtia vuosittain ja saavuttavan 289 mrd. dollarin koon vuonna 2027.

Markkinasegmentit

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

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

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

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

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

media, digitaalinen kaupankäynti, pilviiritymä, tekoäly jne.) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin.

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

Markkinan ajurit

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

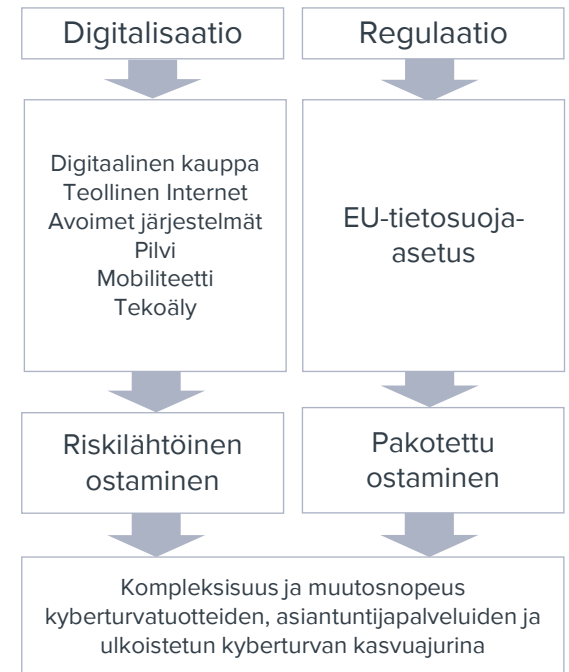
IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten pilvipalvelut, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvassa.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

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/3

Kuluttajietoturvamarkkina

F-Secure toimii kuluttajietoturvamarkkinalla, joka suuresta koostaan huolimatta on suhteellisen pieni osa koko kyberturvamarkkinasta. IDC:n arvion mukaan markkinan koko vuonna 2022 oli noin 7,9 miljardia euroa ja sen odotetaan kasvavan noin 7 %:n vuosivauhtia vuoteen 2026. Pohjois-Amerikka vastaa noin 60 % markkinasta ollen selvästi suurin. EMEA:n osuus on noin 25 %. Aasia ja Tyynenmeren alue (15 %) on pienin, mutta nopeimmin kasvava markkina. Arviomme mukaan IDC:n arvio ei täysin huomioi tänä vuonna heikentynyttä talousnäkymää, joten lyhyellä aikavälillä markkinakasvu on luultavasti näitä arvioita hitaampaa.

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

Päätelaitteiden suojaustuotteiden markkinat ovat saavuttaneet jo kypsän vaiheen, mikä selittää osaltaan maltillista kasvua. Lisäksi jatkuvasti kehittyvien ilmaisten virustorjuntaratkaisujen (esim. Windows Defender, Applen puhelinten oma tietoturva) suosio jarruttaa markkinakasvua. Nopeasti kasvavia tuotealueita löytyy kuitenkin esimerkiksi yksityisyyden suojaamisen puolelta sekä kodin älylaitteiden suojaamiseen

tarkoitetuista ratkaisuista. Koronapandemia ja sen myötä lisääntyneet etätyöt kasvattivat kyberturvaluotteiden kysyntää, mikä näkyi myös F-Securen kasvuluvuissa.

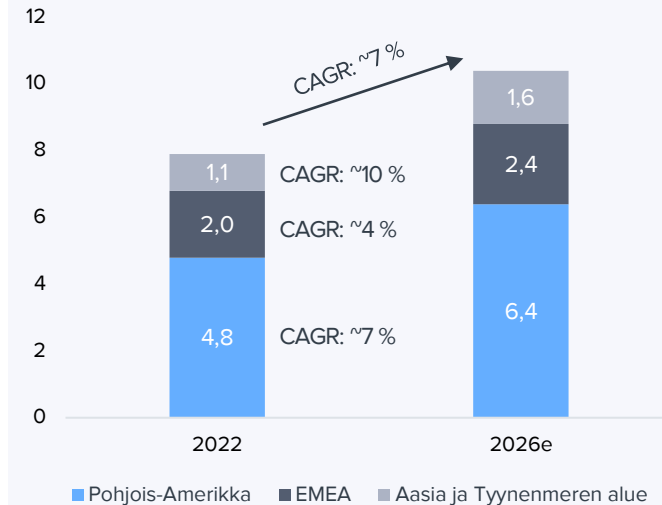
Markkinan kasvuajureita

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

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

Kuluttajat myös kokevat tietoturvan olevan liian monimutkaista ja eivät haluaisi investoida merkittävää määrää omaa aikaansa sen varmistamiseen. Keskeinen haaste on suojata lukuisat eri päätelaitteet monimutkaistuvassa ympäristössä. Tämän vuoksi kaiken kattavat kokonaisratkaisut ostettuna yhdestä paikasta kiinnostavat yhä enemmän.

Kuluttajietoturvamarkkinan maantieteellinen jakauma ja kasvuennusteet



Kuluttajamarkkinan trendit:

Digitalisaatio lisää huolia tietoturvan suhteen

→ Kuluttajien maksuhalukkuus kasvussa

Tietoturva on kuluttajille monimutkaista

→ Kuluttajat kääntyvät palveluntarjoajien puoleen tietoturvaratkaisujen hankkimiseksi

Siirtymä kokonaisvaltaisiin tietoturvaratkaisuihin

→ Asiakaskohtainen liikevaihto kasvaa

Uusien tuotekategorioiden syntyminen

→ Esim. identiteettivarkauksilta suojautuminen ja reitittimien tietoturva

Toimiala 3/3

Näin kuluttajat myös kääntyvät yhä useammin tietoturvaketteja tarjoavien operaattoreiden ja muiden palveluntarjoajien puoleen tietoturvasioiden hoitamiseksi.

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

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

Toimiala on konsolidoitunut merkittävien järjestelyjen seurauksena

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet viime vuosikymmenen ajan sektorille paljon investointeja. Tämä on näkynyt pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Trendi on näkynyt erityisesti

yritystietoturvamarkkinalla, missä odotettu kasvuvauhti on kuluttajietoturvamarkkinaa nopeampi ja osuudet osittain vielä jakamatta.

Kuluttajietoturvamarkkinoilla on myös nähty viime vuosina merkittäviä yritysjärjestelyjä. Näistä suurimpia ovat olleen Nortonin ja LifeLockin yhdistyminen 2016, vuonna 2020 Aviran myyminen NortonLifeLockille sekä vuonna 2021 tiedotettu Avastin ja NortonLifeLockin yhdistyminen, jonka jälkeen yhtiö vaihtoi nimensä Gen Digitaliksi (3/2024e: liikevaihto. 3,8 mrd.\$).

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

Jo tapahtuneiden järjestelyiden myötä kuluttajietoturvamarkkinoilla tuskin nähdään enää kovin merkittävää konsolidaatioaaltoa. Kuitenkin yksittäisiä suurempia järjestelyjä voidaan nähdä myös jatkossa. F-Securen mittakaavassa Lookout-yritysosto oli mittava, mutta koko markkinan konsolidaation vinkkelistä yrityskauppa oli varsin pieni. Emme odota F-Securen tekevän suurempia yrityskauppoja lähitulevaisuudessa, mutta pienemmät teknologiahankinnat ovat mahdollisia keskipitkällä aikavälillä.

Kuluttajietoturvamarkkinan yritysjärjestelyjä:

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
4/2023	F-Secure	Lookout Life	223	5,6x		15,7x
3/2022	Avast	SecureKey	-			
12/2021	Avast	Evernym	50			
8/2021	Advent	McAfee	14000	7,5x	16,6x	45,8x
8/2021*	NortonLifeLock*	Avast	7662	8,2x	15,6x	17,4x
12/2020	NortonLifeLock*	Avira	359			
5/2019	Avast	TrackOFF	-			
11/2017	NortonLifeLock*	SurfEasy	39			
11/2016	Norton	LifeLock	2362	3,6x	50,0x	95,4x
7/2016	Avast	AVG	1463	3,4x	11,7x	

* Nyk. Gen Digital

Kilpailu

Markkina keskittynyt muutamille isoille toimijoille

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

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

Kilpailutekijät kuluttajatietoturvamarkkinalla

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

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

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

F-Securen kilpailuedut

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

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

F-Securen merkittävimmät kilpailijat:



Muita erikoistuneita kilpailijoita:

Kotiverkkoon yhdistettyjen laitteiden suojaus ja DNS-turvallisuus:



VPN-toimittajat:

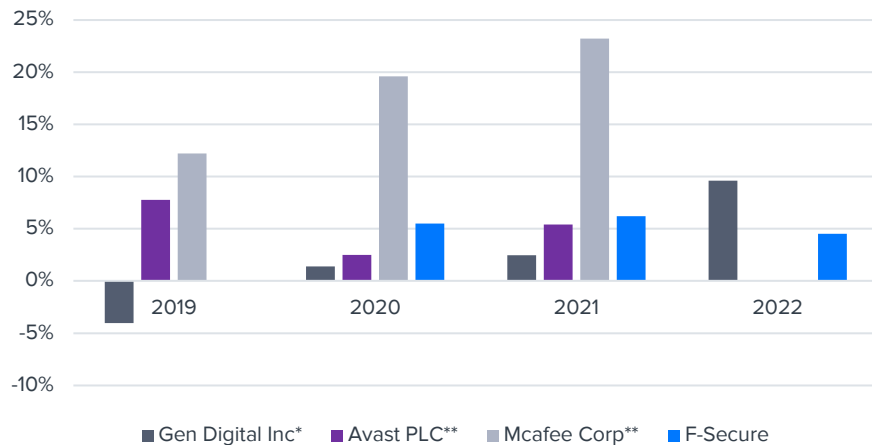


Salasanojen ja henkilöllisyyden suojaus sekä perheen lasten laitteiden suojaaminen:

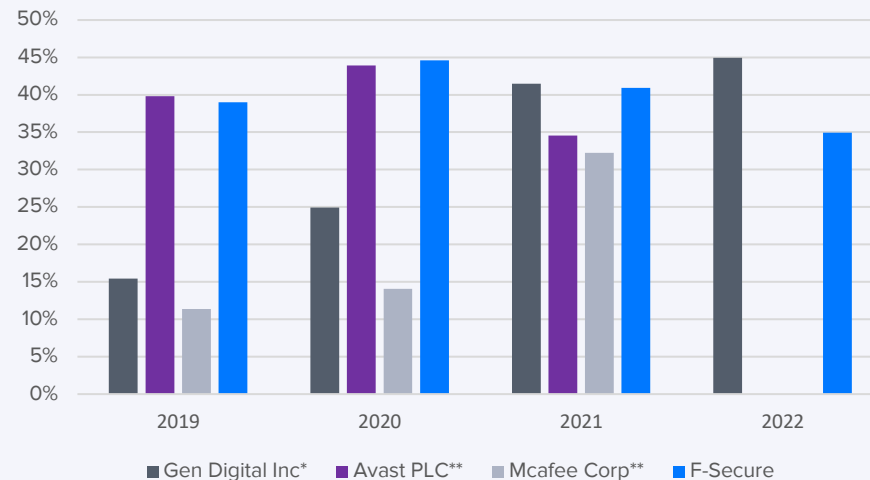


Verrokkien taloudellinen kehitys

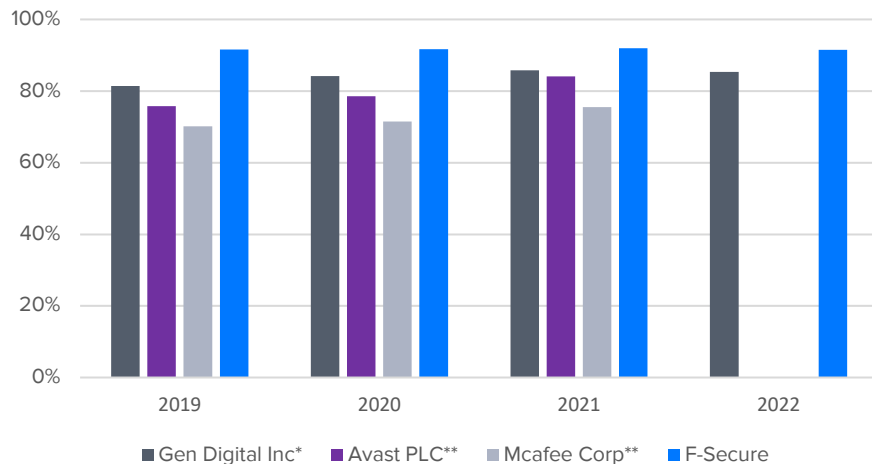
Liikevaihdon kasvu



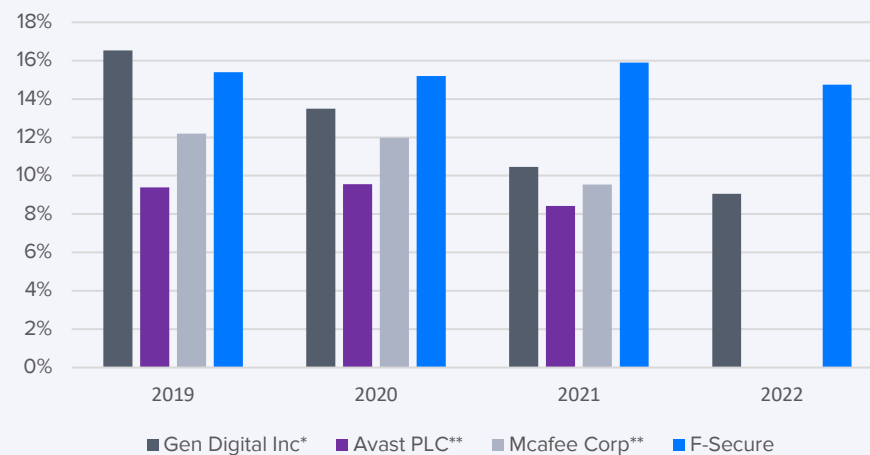
Liikevoittomarginaali



Bruttokate-%



Tuotekehityksen osuus liikevaihdosta



Lähde: Inderes, Capital IQ, *Gen Digitalilla poikkeava tilikausi
 **2022 lukuja ei saatavilla ostopäätösten vuoksi

Strategia

Kasvustrategian kolme pilaria

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

Tilaajakohtaisen liikevaihdon kasvattaminen

Keskimääräistä asiakaskohtaista liikevaihtoa pyritään kasvattamaan erityisesti tarjoamalla asiakkaille TOTAL-kokonaisratkaisua yksittäisten tuotteiden sijaan. Yksittäiseen tuotteeseen nähden TOTALin hintapiste on noin 1,2x-2,0x korkeampi. Näin ollen kasvupotentiaalia on huomattavasti, sillä vasta noin 18 % kumppanikanavan liikevaihdosta tulee TOTAL:ista. F-Secure on onnistunut viime vuosina päivittämään nykyisiä kumppaneitaan TOTAL:iin, sillä nykyisen myynnin lisäksi noin 64 %:lla kumppanikanavan liikevaihdosta tulee kumppaneilta, jotka ovat tehneet TOTAL-sopimuksen. Ottaa kuitenkin aikansa, että lopulta kumppanin asiakkaat saadaan lopulta vaihtamaan kalliimpaan TOTAL-pakettiin.

Nykyisen valikoiman ja uusien tuotteiden kehittäminen

F-Securen päätelaitteiden suojaustuote Internet Security on jo suhteellisen kypsässä vaiheessa, mutta yhtiö on viime vuosina kehittänyt tuoteportfoliota täydentäviä ja uusille alueille laajentavia ratkaisuja (ID PROTECTION sekä Embedded Security -ratkaisut SENSE ja DNS).

Tulevina vuosina kriittistä tuotekehityksen osalta on onnistunut integraatio Lookoutin ja F-Securen tuoteportfolioiden välillä, mikä onnistuessaan vahvistaa entisestään yhtiön tarjoomaa.

Laajentuminen uusiin kanaviin

Vahvan operaattorikanavan lisäksi F-Secure pyrkii solmimaan uusia kumppanuuksia etenkin pankkien, vakuutusyhtiöiden ja vähittäiskauppioiden kanssa. F-Secure on tunnistanut, että mainituilla sektoreilla on vastaavia haasteita kuin teleoperaattoreilla, kuten korkea asiakasvaihtuvuus, rajalliset mahdollisuudet erilaistua kilpailijoista, hidas liikevaihdon kasvu ja paine saada asiakaskohtaista liikevaihtoa ylös. Uusille toimialoille laajentuminen mahdollistaa F-Securelle operaattorikanavaan kehitetyn liiketoimintamallin tehokkaan monistamisen ja asiakaskunnan laajentamisen skaalautuvalla tavalla. Viime vuosina strategian toteuttaminen on tältä osin tuottanut jo hyviä tuloksia ja F-Securella on noin 50 kumppania operaattorien ulkopuolelta.

Taloudelliset tavoitteet

F-Secure päivitti taloudelliset tavoitteensa Lookout-yritysoston yhteydessä. Yhtiö tavoittelee yli 200 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2026 mennessä, mikä vaatisi vahvaa kaksinumeroista orgaanista kasvua lähivuosina. Pidämme kasvutavoitetta aikataulullisesti erittäin kunnianhimoisena nykyisessä haastavassa markkinaympäristössä, ja ennusteemme odottavat huomattavasti maltillisempaa kasvua. Lookoutin myötä F-Securen muskelit tavoitella uusia Tier1-luokan operaattoreita ovat kuitenkin hyvät ja näiden voittaminen kumppaneiksi voisi tukea

kasvua huomattavasti keskipitkällä aikavälillä strategian muiden pilarien lisäksi. Lisäksi Lookout toi lisää teknologiaosaamista Embedded Security -ratkaisuihin, mikä on nopeasti kasvava alue F-Securelle.

Kannattavuuden osalta F-Secure tavoittelee yli 42 %:n oikaistua EBITA-marginaalia alkuvaiheen kasvuinvestointien jälkeen, mikä oli yhtiön tavoite myös ennen Lookout-järjestelyä. Jakautumista edeltävä kannattavuus ylitti tämän tason, mutta itsenäisen organisaation rakentaminen on luonnollisesti nostanut kulutasoa selvästi näistä ajoista. Lisäksi Lookoutin integrointi aiheuttaa lyhyellä aikavälillä painetta kannattavuuteen. Pidemmällä aikavälillä kannattavuustavoite on kuitenkin mielestämme saavutettavissa kasvun jatkuessa, sillä kustannusrakenne skaalautuu hyvin kasvun mukana korkeiden bruttokatteiden vuoksi. Myös toimialaverrokki Gen Digital yltää selvästi tätä korkeampaan kannattavuuteen, joskin yhtiön kokoluokkakin on myös moninkertainen.

F-Securen osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain noin 50 % tai yli nettotuloksesta osinkoina. Vahvan kassavirran luontikyvyn turvin yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa politiikan mukaista osinkojen maksua, vaikka kassavirtaa joudutaan lähivuosina ohjaamaan myös Lookout-yritysosta varten otettujen velkojen sulatteluun.

Taseen osalta F-Secure tavoittelee alle 2,5x nettovelan suhdetta käyttökatteeseen. Taso voi nousta väliaikaisesti tämän yli yrityskauppojen myötä, kuten tällä hetkellä (Q2'23: 3,5x). Pidämme velkavivun käyttöä erittäin perusteltuna yhtiön vakaan liiketoiminnan ja vahvan kassavirran vuoksi.

F-Securen strategia ja taloudelliset tavoitteet

Kasvustrategian kolme pilaria

Keskimääräisen tilaajakohtaisen liikevaihdon (ARPU) kasvattaminen



- TOTALin osuuden kasvattaminen sekä kumppani- että suoramyyntikanavassa (valtaosa myynnistä vielä erillisiä tuotteita)
- TOTALin hintapiste 1,2x-2,0x yksittäisiä tuotteita korkeampi

Nykyisen valikoiman ja uusien tuotteiden kehittäminen



- Lookoutin ja F-Securen tuoteportfolioiden integraatio
- ID PROTECTION -tuotteella hyvät kasvumahdollisuudet niin erillisenä tuotteena kuin myös TOTALin myynnin kasvun kautta
- Embedded Security –tuotteissa (SENSE ja DNS) selkeää kasvupotentiaalia

Uusiin kanaviin laajentuminen operaattorien lisäksi



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

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu

200 MEUR:n liikevaihto vuonna 2026

Havainnollistava Q2'23 viim. 12kk*
148,2 MEUR

Kannattavuus

Oikaistu EBITA-marginaali yli 42 % alkuvaiheen kasvuinvestointien jälkeen

2023 ohjeistus: 32-34 %

Osingot

Nettotuloksesta noin 50 % tai yli maksetaan osinkona

Taserakenne

Nettovelan suhde käyttökatteeseen alle 2,5x

Q2'23: 3,5x

Taloudellinen tilanne

Historiallinen kasvu- ja tuloskehitys

F-Securen edellisen kymmenen vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvuvauhti on ollut noin 1,7 %. Vuosina 2012-2019 liikevaihto pysyi käytännössä paikoillaan, mutta vuosina 2020-2022 kasvu kiihtyi noin 5-6 %:n tasolle. Kasvua on nähty niin kumppanikanavassa kuin suoramyynnissä. Kiihtyneen kasvun taustalla oli osittain koronan myötä lisääntyneet etätyöt ja sitä kautta kuluttajien kasvanut maksuhalukkuus tietoturvaan. Kasvua on tullut asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvusta kuluttajien siirtyessä kokonaisratkaisu TOTALiin kuin myös uusien kumppanuuksien kautta. Tänä vuonna kasvunäkymä on jäähtynyt etenkin heikentyneen kuluttajasentimentin vuoksi, mikä on hidastanut suoramyynnikanavaa sekä TOTAL-konversioiden vauhtia.

Tuloskehityksen osalta tietoja F-Securesta on vain neljältä edelliseltä vuodelta (2019-2022), sillä historiallisesti WithSecure ei raportoinut yritys- ja kuluttajatietoturvan kannattavuuksia erikseen. Lisäksi historialliset tulosluvut eivät ole vertailukelpoisia yhtiön kulurakenteeseen kasvettua selvästi itsenäisenä yrityksenä tarvittavan organisaation rakentamisen myötä.

Vuosina 2019-2021 oikaistu EBITA-% oli noin 42-46 % välillä, mikä kertoo erittäin vahvasta kannattavuudesta ja kypsän vaiheen ohjelmistoliiketoiminnasta. Vuonna 2022 marginaali heikkeni 39,6 %:iin heijastellen itsenäisen organisaation rakentamista. Tänä vuonna kannattavuus (ohjeistus 32-24 %) jatkaa heikentymistään edellä mainitun lisäksi Lookoutin integraatiosta johtuvien OPEX-lisäpanostusten

vuoksi. Vahvan kumppanikanavan ympärille rakennetun liiketoimintamallin ansiosta näemme F-Securella hyvät edellytykset tehdä erinomaista kannattavuutta alkuvaiheen investointien jälkeen.

Kulurakenne

F-Securen bruttokate on ollut viime vuodet vahvalla 92 %:n tasolla, mikä tekee yhtiön kasvusta erittäin skaalautuvaa. Lookoutin myötä bruttokate (Q2'23: 88 %) tulee heikkenemään hieman. Myydyt suoritteita vastaavat kulut koostuvat hosting-kuluista, asiakkuudenhoitokuluista, toimituskuluista, rojalteista ja tuotepakkausten materiaalikuluista.

Myyntin ja markkinoinnin kulut vastasivat 27 % liikevaihdosta vuonna 2022. Kuluerä koostuu henkilöstö- ja markkinointikuluista, myyntipalkkioista, asiantuntijapalveluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Myyntin ja markkinoinnin suhteellinen osuus liikevaihdosta on jo melko alhaisella tasolla ja näemme kuluerässä korkeintaan lievää skaalautumisvaraa pitkällä aikavälillä kasvun mukana.

Tuotekehitysmenojen osuus vuonna 2022 oli noin 15 % liikevaihdosta ja hallinnon kulujen puolestaan noin 16 %. Näissä erissä on nähty viime vuosina nousua F-Securen panostaessa omaan tuotekehitykseen sekä hallintorakenteisiin. Lisäksi jakautumisen jälkeen yhtiö on maksanut TSA-sopimusten nojalla WithSecurelle näihin liittyvistä palveluista (2022: n. 7 MEUR). Yhtiön muutosvaiheen vuoksi historiallisten suhteellisten osuuksien tarkastelu ei anna todellista kuvaa ja samalla Lookout aiheuttaa muutoksia kulurakenteeseen tänä vuonna. Vuonna 2024

näemme nykyisen F-Securen ”normaalimman” kulurakenteen, joskin myös Lookout-yritysostoon liittyy TSA-sopimuksia. Pidemmällä aikavälillä arvioimme etenkin hallinnon kulujen skaalautuvan reippaasti kasvun mukana.

Rahavirta ja tase

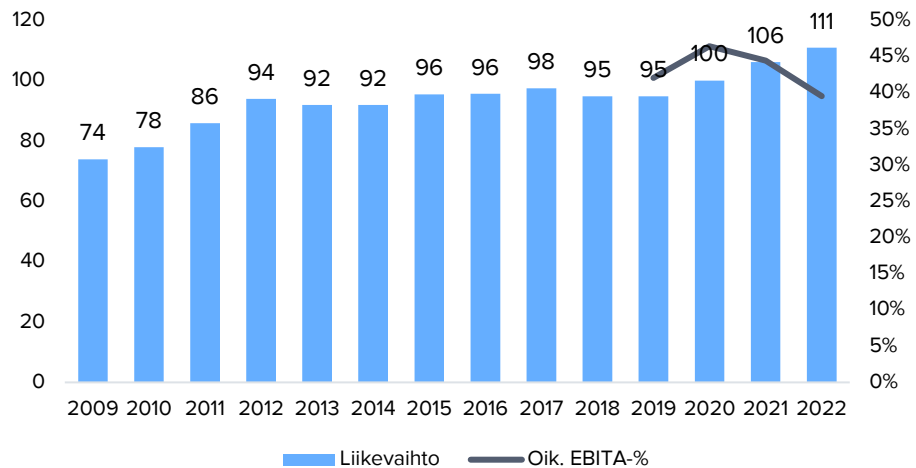
F-Securen liiketoiminta luo vahvaa kassavirtaa ja liiketoiminnan rahavirta on ollut vuosina 2019-2022 noin 32-36 MEUR. Yhtiön investointitarve on pieni ja tuloksen kassakonversio siten erittäin korkea (2022: 96,2 %). Samalla yhtiön liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa, sillä kumppanikanavasta myynti tuloutuu kassavirraksi kuukausittain ja suoramyynnissä kuluttajat maksavat tilauksen tai lisenssin usein ennakkoon.

F-Securen Q2'23-taseen loppusumma oli 270 MEUR. Taseen varat koostuivat pääasiassa Lookout-yritysosto myötä tulleesta liikearvosta (88 MEUR) ja aineettomista hyödykkeistä (128 MEUR). Loput taseesta koostuivat pääasiassa myyntisaamisista (33 MEUR) ja likvideistä varoista (12 MEUR).

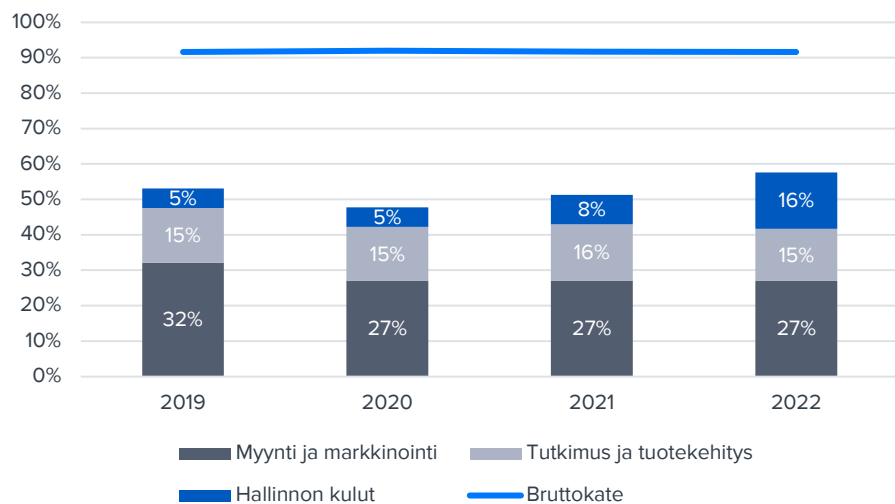
Vastattavaa puoli koostuu pitkälti Lookout-yritysoston yhteydessä nostetusta korollisesta velasta (207 MEUR), saaduista ennakoista (24 MEUR) ja ostoveloista (13 MEUR). Yritysostoa heijastellen taseen omavaraisuusaste Q2'23:n lopussa oli matala 9,3 % ja nettovelan suhde 3,5x. Vahvan kassavirran myötä tase vahvistuu ja velkaantuneisuus laskee kohti yhtiön tavoitetasoa (alle 2,5x) jo lähivuosien aikana.

Taloudellinen tilanne

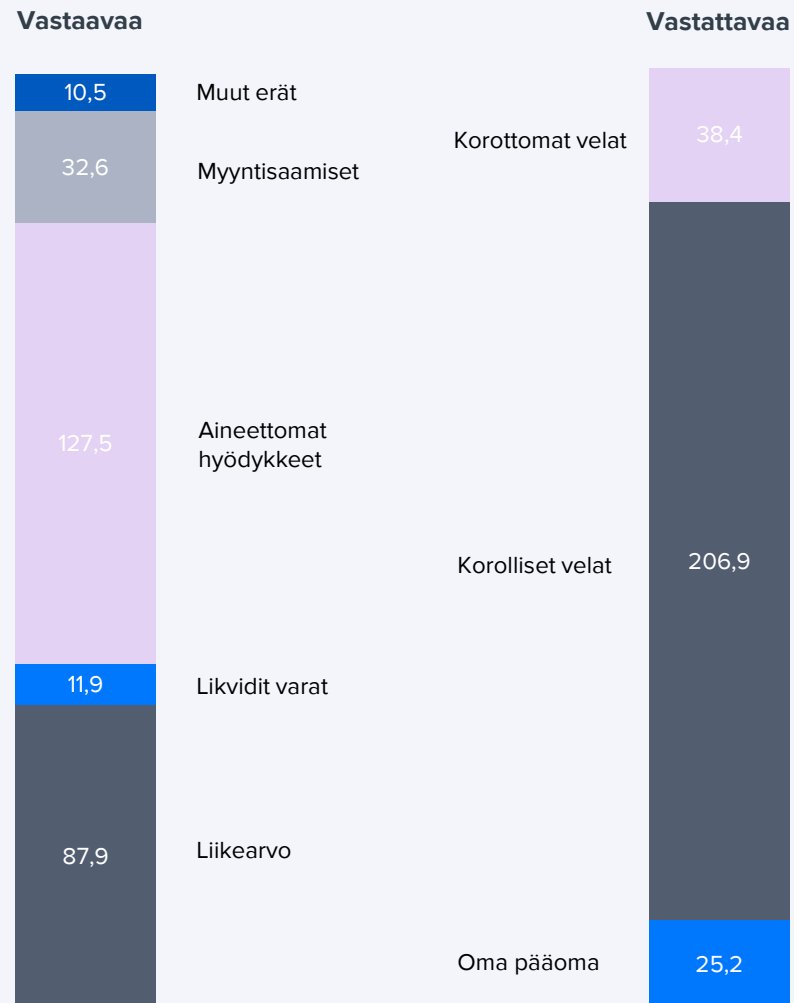
Liikevaihto ja kannattavuus



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Tase Q2'23 (MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme F-Securen liikevaihdon kehitystä erikseen kanavakumppaniverkoston sekä suoramyynnin kautta. Odotamme strategisesti tärkeän kumppanikanavan kasvun olevan suoramyyntiä nopeampaa. Tätä tukee vahvan operaattorikanavan kasvun lisäksi F-Securen laajentuminen uusille toimialoille, kuten pankkeihin, vakuutusyhtiöihin sekä vähittäiskauppoihin. Siirtymä kokonaisratkaisuihin TOTALiin tulee arviomme mukaan tukemaan sekä kumppanikanavan että suoramyynnin kasvua. Yleisesti näkyvyys F-Securen liikevaihdon kehitykseen on lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä melko hyvä, sillä liikevaihto perustuu lähes kokonaan jatkuvaluonteisiin ohjelmistotilauksiin. Heikentynyt taloustilanne ja kuluttajasentimentti on kuitenkin nostanut epävarmuutta lyhyen aikavälin kasvunäkymän suhteen. Lisäksi Lookoutin integraatio ja yritysostolla saavutettava epäorgaaninen kasvu tuo oman muuttujansa vielä tulevien neljänneksen kasvuille.

Olemme tämän raportin yhteydessä tarkistaneet ennusteitamme lievästi ylöspäin, sillä syyskuun tulosvaroituksen jälkeen laskeneilla ennusteillamme oletuksemme Lookoutin tuomasta epäorgaanisesta kasvusta painuivat turhan mataliksi uuden tarkastelun jälkeen. Orgaanisen kasvun osalta ennusteemme ovat yhä selvästi yhtiön tavoitteita varovaisempia ja ennusteillamme vuoden 2026 liikevaihto (155 MEUR) jää reilusti alle yhtiön 200 MEUR:n tavoitteen. Mikäli markkinatilanne alkaa hellittää ja F-Securen strategian toteutus etenee hyvin (mm. Lookoutin liikevaihtosynergiat), voisi kasvuennusteissamme olla selkeää nousupainetta keskipitkällä aikavälillä.

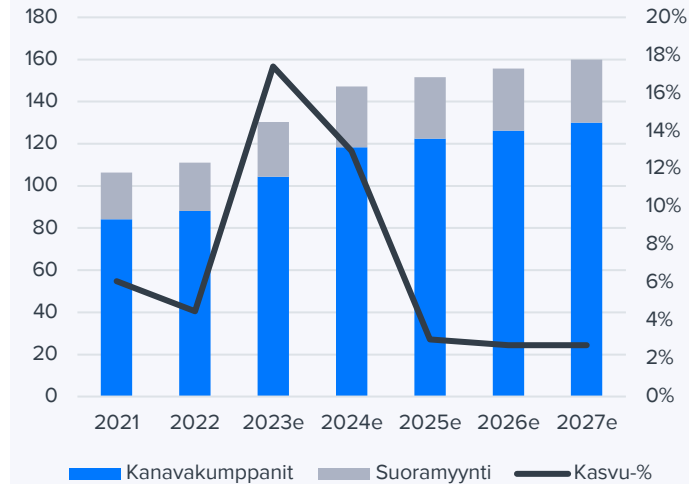
Pidämme F-Securen kannattavuustavoitetta (oik. EBITA-% > 42 %) realistisena pitkällä aikavälillä. Nykyisillä varovaisilla kasvuoletuksillamme odotamme kannattavuuden skaalautumisen jäävän kuitenkin hieman rajallisemmaksi ja pitkän aikavälin ennusteemme olettavat noin 40 %:n oikaistua EBITA-marginaalia.

F-Securen kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Bruttokatteen odotamme pysyvän jatkossakin erittäin korkealla noin 88 %:n tasolla. Jakautumisen myötä yhtiön kiinteät kulut ovat vielä tänä ja ensi vuonna nousussa. Samalla Lookoutin integraatiosta aiheutuu kustannuksia lyhyellä aikavälillä. Näiden alkuvaiheen panostusten jälkeen odotamme kannattavuuden asteittain skaalautuvan kasvun mukana keskipitkällä aikavälillä.

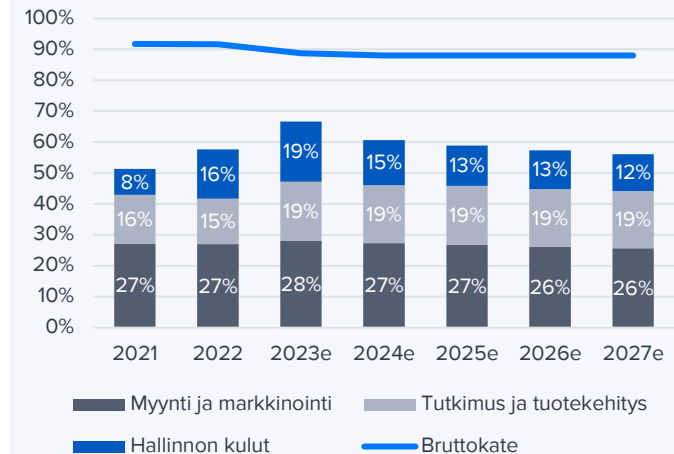
Lookout-yritysostoon liittyvät PPA-poistot (n. 8 MEUR) vuodessa kohottavat F-Securen poistotasoa. Odotamme myös yhtiön aktivoivan maltillisesti tuotekehitysmenojaan yhtiön investoimista omiin IT-järjestelmiin, teknologia-alustoihin sekä uusiin tuotteisiin. Näihin liittyvät poistot nousevat ennusteissamme myös asteittain pitkällä aikavälillä.

Ennustamme F-Securen osingonjakosuhteen olevan lähivuosina noin 55-65 % nettotuloksesta. Ennusteillamme yhtiön tavoitteiden mukainen (alle 2,5x) nettovelan taso suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen saavutetaan jo vuoden 2025 lopussa. Tämän jälkeen yhtiöllä on mahdollisuus halutessaan nostaa osingonjakosuhdetta, mikäli järkeviä investointikohteita ei ole tarjolla. Vahvaa kassavirtaa voidaan jatkossakin allokoida myös täydentävien yritysostojen tekemiseen.

Liikevaihto ja kasvu-%



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Ennusteet 2/3

Tänä vuonna huomattavasti kasvanut taseen velkaantuneisuus näkyy tuleville vuosille rahoituskulujen nousussa ja jarrutta osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhtia suhteessa liikevoiton kasvuun.

Vuoden 2023 ennuste

F-Secure antoi syyskuussa tulosvaroituksen, jossa se laski näkymiään niin kasvun kuin kannattavuuden osalta. Lasketut näkymät ennakoivat vuoden 2023 liikevaihdon olevan välillä 128–132 MEUR ja oikaistun EBITAn 41-45 MEUR. Yhtiön mukaan odotettua hitaampi konversio F-Secure Total-ratkaisuun sekä toimitusten viivästyminen kumppaniliiketoiminnassa ovat vaikuttaneet negatiivisesti liikevaihdon kehitykseen H2'23:lla. Lookout Lifen kasvu siirtyy puolestaan eteenpäin johtuen pitkistä myyntisykleistä sekä haasteista yhtiön omassa tekemisessä ensimmäisinä kuukausina yrityskaupan jälkeen. Aiemmin F-Secure arvioi Lookoutin pro forma -liikevaihdon kasvavan tänä vuonna noin 10 %, mutta oletettavasti kasvu jää nyt yksinumeroiseksi. Samalla heikko kuluttajasentimentti on heikentänyt edelleen suoramyyntikanavan (n. 20 % lv:sta) kehitystä. Tämä on pakottanut F-Securen jarruttelemaan myynti- ja markkinointipanostuksiaan tässä kanavassa, mikä heijastuu H2:n liikevaihdon kehitykseen. Kaiken lisäksi valuuttakurssit aiheuttavat vastatuulta F-Securen suorittamiseen.

F-Securen tulosta rasittaa tänä vuonna Lookoutin saatuihin ennakoihin liittyvä kirjanpitoerä, jonka vaikutus liikevaihtoon on noin 3,2 MEUR ja EBITAan 2,6 MEUR. Lisäksi kannattavuutta painavat yritysostoon liittyvät noin 3 MEUR:n lisäpanostukset onnistuneen integraation ja

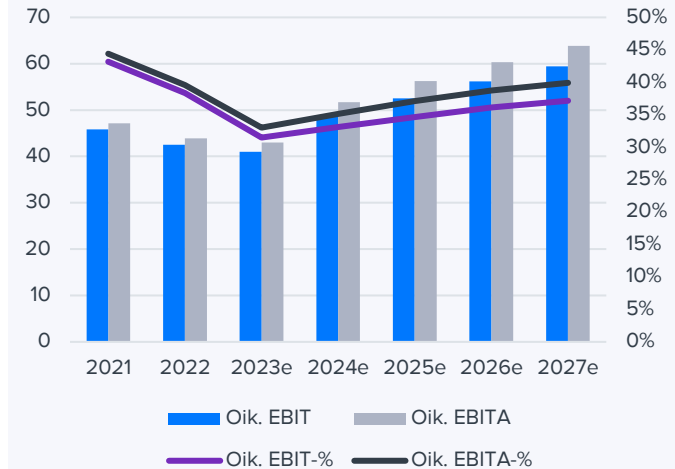
liikevaihtosynergioiden mahdollistamiseksi. Tämän lisäksi itse Lookout-transaktiosta aiheutuu tälle vuodelle noin 7 MEUR:n kertaerät, joista isoin osa toteutui jo H1:llä.

Olemme ennusteellamme (lv. 130 MEUR ja oik. EBITA 43,0 MEUR) ohjeistushaarukan keskikohtalla. H2:lle tämä tarkoittaisi vanhan F-Securen orgaanisen kasvun jäävän noin 1 % negatiiviseksi ja Lookoutin tuovan epäorgaanista kasvua noin 29-30 %. Orgaanisen kasvun taittumista ajaa suoramyntikanavaan ennustamamme 5 %:n lasku F-Securen jarrutellessa markkinointipanostuksiaan. Oikaistun EBITA:n ennustamme olevan H2:lla noin 32 %:n tasolla.

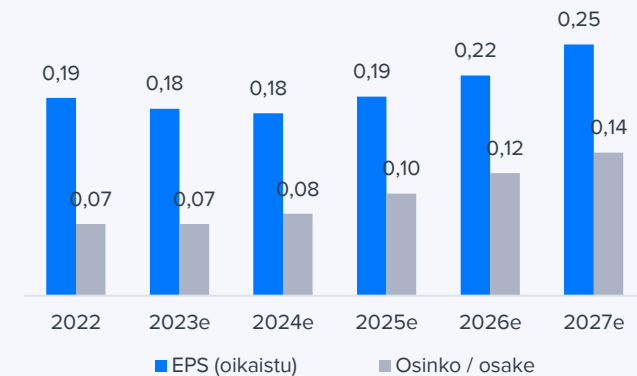
Vuoden 2024 ennuste

Lookoutin vaikutus näkyy täysimittaisesti F-Securen luvuissa vuonna 2024, sillä yhtiö konsolidoitiin osaksi F-Securea kesäkuun alussa. Ennustamme vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan 13 % 147 MEUR:oon ja oikaistun EBITAn nousevan 51,7 MEUR:oon (35 % lv:sta). Ennusteellamme koko vuoden orgaaninen kasvu jää maltilliseksi noin 1 %:iin ollen H1:llä lievästi negatiivinen. H2:lla oletamme kasvun kääntyvän hieman positiiviseksi, mitä myös helpottavat vertailukaudet tukevat. Kokonaisuutena ensi vuoden ennusteemme ei ole erityisen vaativa, ellei talousnäkymä synkisty vielä olennaisesti nykyisestä. Ennustetta voi peilata F-Securen antamaan havainnollistavaan laskelmaan, mikäli Lookout olisi ollut osana yhtiötä jo Q3'22 alkaen. Näiden lukujen perusteella yhdistetty F-Secure ja Lookout olisivat tehneet Q2'23 päättyneellä 12kk jaksolla 148,2 MEUR liikevaihtoa 53,5 MEUR oikaistua EBITAa.

Oikaistu liikevoitto ja EBITA



EPS ja osinko



Ennusteet 3/3

Vuosien 2025-2027 ennusteet

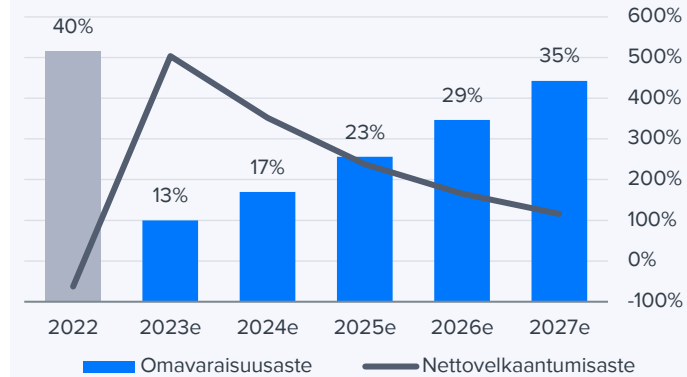
Vuosina 2025-2027 odotamme F-Securen liikevaihdon kasvavan keskimäärin hieman alle 3 %:n vauhtia. Liikevaihdon tärkeimpänä kasvuajurina toimii kumppanikanava, jossa TOTALin myynnin kasvu ja kumppanikanavan laajentuminen ovat keskeisiä ajureita. Myös Embedded Security -ratkaisujen pitäisi tukea kasvua keskipitkällä aikavälillä. Lookoutin myyntisynergioiden realisoituessa kasvun pitäisi arviomme mukaan olla selvästi nykyennusteitamme vahvempaa, mitä myös F-Securen omat tavoitteet heijastelevat. Suoramyyntikanavan odotamme jatkavan tasaisessa noin 1,0-1,5 %:n kasvussa.

Ennustamme F-Securen vuoden 2025 oikaistun EBITA-marginaalin paranevan 37 %:iin ja tämän jälkeen marginaalin nousevan asteittain 40 %:iin vuoteen 2027 mennessä. Olettamamme vaisumman kasvun myötä emme odota kustannusrakenteen skaalautuvan niin voimakkaasti, että yhtiö ylittäisi tähän mennessä tavoittelemaansa yli 42 %:n EBITA-marginaaliin.

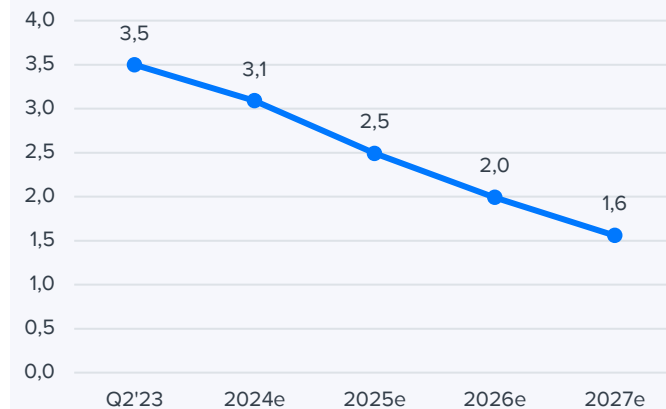
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2028-2031 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan 2,7 %:sta 1,5 %:iin, mikä on myös kasvun ikuisuusoletuksemme. Oikaistun EBITA:n odotamme pysyttelevän vakaana 39-40 %:ssa ja terminaalioletuksena olemme käyttäneet 37,5 %. Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristyminen tai jokin uusi teknologinen innovaatio voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen.

Taseen avainlukujen kehitys



Nettovelka/Käyttökate



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	100	106	27,4	27,5	27,9	28,3	111	27,8	30,5	35,6	36,4	130	147	152	156
Kanavakumppanit	78,8	84,2	21,7	21,7	22,1	22,5	88,1	22,0	24,5	28,5	29,2	104	118	122	126
Suoramyynti	21,3	22,1	5,7	5,7	5,8	5,8	23,0	5,8	6,0	7,1	7,1	26,0	28,8	29,1	29,6
Käyttökate	46,7	45,0	11,9	7,2	11,6	10,0	40,7	9,2	5,6	10,8	11,3	36,9	52,2	56,8	60,9
EBITA (oik.)	46,5	47,1	12,7	10,1	11,4	9,8	43,9	10,2	9,9	11,3	11,6	43,0	51,7	56,3	60,3
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-1,5	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-2,0	-0,8	-1,5	-2,6	-2,6	-7,5	-11,5	-12,3	-12,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	44,7	45,9	12,3	9,7	11,1	9,4	42,5	9,7	9,3	10,8	11,2	41,0	48,7	52,5	56,2
Liikevoitto	44,7	43,5	11,5	6,8	11,1	9,4	38,8	8,3	4,1	8,2	8,7	29,4	40,7	44,5	48,2
Nettorahoituskulut	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,5	-0,2	0,1	4,4	-3,0	-3,0	-1,6	-10,7	-8,7	-7,7
Tulos ennen veroja	43,7	43,6	11,7	6,8	11,2	8,9	38,6	8,4	8,5	5,2	5,7	27,8	30,0	35,8	40,5
Verot	-9,5	-9,1	-2,5	-1,5	-2,4	-2,0	-8,4	-1,7	-1,5	-1,1	-1,2	-5,4	-6,9	-8,2	-9,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	34,2	34,4	9,3	5,3	8,8	6,9	30,2	6,8	7,0	4,1	4,5	22,4	23,1	27,6	31,2
EPS (oikaistu)	0,20	0,21	0,06	0,05	0,05	0,04	0,19	0,04	0,06	0,04	0,04	0,18	0,18	0,19	0,22
EPS (raportoitu)	0,20	0,20	0,05	0,03	0,05	0,04	0,17	0,04	0,04	0,02	0,03	0,13	0,13	0,16	0,18

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	5,5 %	6,1 %	4,1 %	4,3 %	5,2 %	4,3 %	4,5 %	1,6 %	11,2 %	27,6 %	28,6 %	17,4 %	13,0 %	3,0 %	2,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		2,7 %	6,6 %	-14,9 %	-7,5 %	-13,8 %	-7,3 %	-21,6 %	-4,3 %	-2,1 %	18,9 %	-3,6 %	18,8 %	7,8 %	7,0 %
Käyttökate-%	46,7 %	42,4 %	43,5 %	26,2 %	41,7 %	35,4 %	36,7 %	32,9 %	18,4 %	30,4 %	31,0 %	28,3 %	35,5 %	37,5 %	39,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	44,6 %	43,2 %	45,0 %	35,5 %	39,6 %	33,3 %	38,3 %	34,7 %	30,5 %	30,4 %	30,8 %	31,5 %	33,1 %	34,6 %	36,1 %
Nettotulos-%	34,1 %	32,4 %	33,8 %	19,1 %	31,3 %	24,4 %	27,2 %	24,3 %	22,9 %	11,6 %	12,4 %	17,2 %	15,7 %	18,2 %	20,0 %

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	129	130	1 %	144	147	2 %	148	152	2 %
Käyttökate	36,7	36,9	1 %	52,0	52,2	1 %	56,3	56,8	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,8	41,0	0 %	48,4	48,7	1 %	52,0	52,5	1 %
Liikevoitto	29,2	29,4	1 %	40,4	40,7	1 %	44,0	44,5	1 %
Tulos ennen veroja	27,6	27,8	1 %	29,8	30,0	1 %	35,3	35,8	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,18	0,18	1 %	0,18	0,18	1 %	0,19	0,19	1 %
Osakekohtainen osinko	0,07	0,07	0 %	0,08	0,08	0 %	0,10	0,10	0 %

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

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

Sijoitusnäkemys

Lookout-yritysjärjestely muutti F-Securen arvostuskuvaa, sillä ennen järjestelyä osingon merkitys korostui osakkeen tuotto-odotuksessa. Yrityksoston myötä tuotto-odotuksen painopiste kallistuu aiempaa enemmän tuloskasvun suuntaan, vaikka yhtiö pystyy maksamaan samalla hyvää osinkoa vahvan kassavirtansa turvin.

Lookoutista maksettiin kova hinta, mutta sen avulla kunnolla avautunut, suuri ja nopeimmin kasvava USA:n markkina tarjoaa pitkällä aikavälillä F-Securelle selkeää kasvupotentiaalia. Syyskuun tulosvaroituksen myötä epävarmuus tuloskasvun suhteen on kuitenkin kohonnut, mikä on heijastunut myös voimalla F-Securen laskeneeseen osakekurssiin.

F-Securen arvostusta on katsottava ensi vuoteen, jotta Lookout-yrityksosto näkyy täysimääräisesti yhtiön luvuissa. Ennusteillamme vuoden 2024 oikaistu EV/EBITA-kerroin on 9x ja vastaava P/E-kerroin 9,6x. Kertoimet ovat matalia yhtiön pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaaliin peilattuna ja heijastelevat mielestämme tulosvaroituksen myötä rapautunutta sijoittajaluottamusta. Ennusteemme odottavat yhtiöltä myös vain kohtalaista suoritusta

ja markkinan piristyessä ja/tai yhtiön strategian edetessä suunnitellusti niissä voisi olla nousupainetta. Siten näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen tällä hetkellä houkuttelevana. Toistamme osakkeen osta-suosituksen ja 2,1 euron tavoitehintamme. Tavoitehinnallamme yhtiötä hinnoiteltaisiin arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (EV/EBITA 10x-12x) alalaidalle ja myös P/E-kerroin (12x) olisi edelleen hyvin maltillinen.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo	300	300	300
Yritysarvo (EV)	476	461	441
P/E (oik.)	9,4	9,6	8,8
P/E	13,4	13,0	10,9
P/B	8,6	6,5	5,0
P/S	2,3	2,0	2,0
EV/Liikevaihto	3,7	3,1	2,9
EV/EBITDA (oik.)	12,9	8,8	7,8
EV/EBIT (oik.)	11,6	9,5	8,4
Osinko/tulos (%)	54,6 %	60,4 %	63,3 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,7 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Ennusteellamme F-Securen osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin 6 %:n vauhtia vuosina 2023-2026. Yhtiön omilla tavoitteilla tuloksen kasvuvauhti olisi vielä huomattavasti nopeampaa, ja siten hyvässä skenaariossa tuloskasvu voisi olla osakkeen tuotto-odotukselle vielä selvästi nykyistä vahvempi ajuri.

Yritysosot pois lukien F-Secure ei pysty arviomme mukaan mitenkään investoimaan kaikkea liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa takaisin liiketoiminnan kasvuun järkevällä pääoman tuotolla. Siten osingonjakosuhte tulee olemaan yhtiön tavoitteiden mukaisesti vähintään 50 % vuosittain. Ennusteillamme osingonjakosuhte nousee lähivuosina asteittain 55 %:sta 67 %:iin taseen velkakuorman asteittain samalla sulaessa, mikä tarkoittaa noin 4-6 %:n osinkotuottoa. Vakaan ja jatkuvaluonteisen liiketoiminnan, vahvan pääoman tuottokyvyn ja hyvän kassakonversion ansiosta F-Securen osinko on myös hyvin tukevalla pohjalla.

Näemme F-Securen nykyisissä matalissa arvostuskertoimissa (2024e oik. P/E 10x ja EV/EBITA 9x) nousuvaraa tulevien vuosien aikana. Mielestämme kertoimia tällä hetkellä painaa heikon markkinatilanteen aiheuttama kysynnän hidastuminen sekä samalla Lookout-yritysostoon liittyvät riskit. Kunhan markkinatilanne lähivuosina normalisoituu ja Lookoutin integraatiossa onnistutaan edes kohtuullisesti, näkisimme F-Securen neutraalin arvostustason olevan selkeästi nykyisiä kertoimia korkeammalla tasolla.

Näillä oletuksilla F-Securen osake tarjoaa lähivuosille noin 15-20 %:n kokonaistuotto-odotusta. Tuloskasvun tekeminen on tässä olennaisessa roolissa, sillä ilman sitä kertoimien nousuvara voisi jäädä nykyistä arvioitamme rajallisemmaksi.

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo F-Securelle on 393 MEUR, eli 2,25 euroa osakkeelta. Kasvun osalta mallin ikuisuusoletuksemme on asetettu maltilliselle 1,5 %:n tasolle.

Näkemyksemme mukaan mallin keskeinen haaste liittyy kannattavuuden ikuisuusoletukseen, jossa oletamme liikevoiton olevan vahvalla 30 %:n tasolla (oik. EBITA 37,5 %), mikä tosin on alle yhtiön omien tavoitteiden. Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristyminen tai jokin uusi teknologinen innovaatio kuluttajien tietoturvassa voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen. Olettamalla terminaalikannattavuuden laskevan 20-25 %:n tasolle, olisi DCF-mallin mukainen arvo tällöin 1,7-2,0 euroa osakkeelta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,9 %:iin ja oman pääoman kustannus 9,4 %:iin. Tämä on mielestämme hyvin perusteltu taso huomioiden F-Securen vakaan ohjelmistoliiketoiminnan suhteellisen matala riskiprofiili, jota Lookout-yritysosto on kuitenkin nostanut.

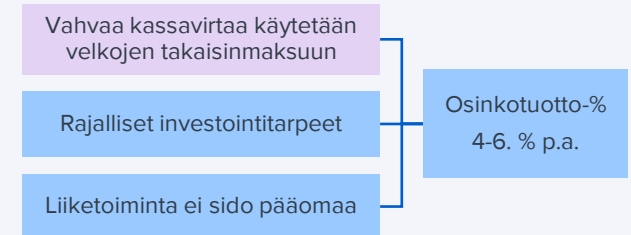
Osaketuoton ajurit 2023-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

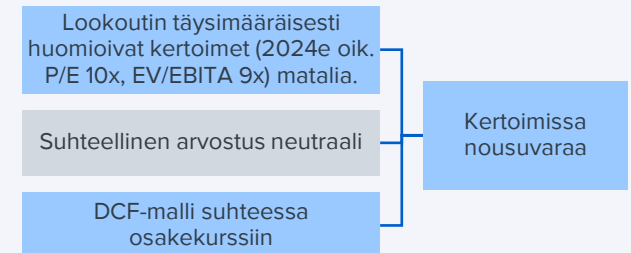
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
n. 15-20 % p.a.

Arvonmääritys 3/3

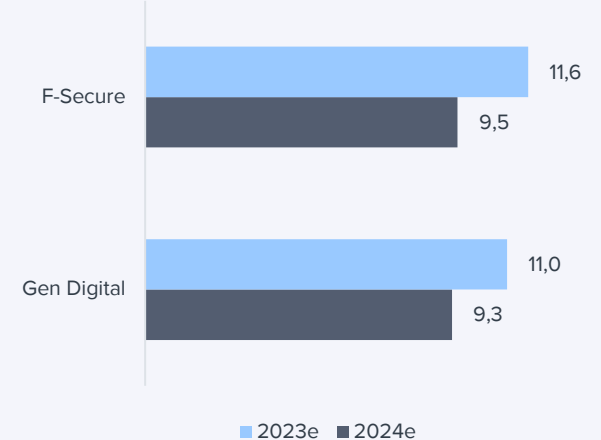
Vertailuryhmä

Olemme koostaneet F-Securen verrokkiryhmän pääosin pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä sekä kuluttajätietoturvaverrokki Gen Digitalista. Gen Digital on kokoluokaltaan (3/2024e: liikevaihto 3,8 mrd.\$ ja EBITDA 59 % lv:sta) huomattavasti F-Securea suurempi, mikä puoltaisi yhtiölle preemiohinnoittelua suhteessa F-Secureen. Toisaalta näemme F-Securen pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusparannuspotentiaalin huomattavasti parempana pienemmän kokoluokan ansiosta, mikä vastaavasti tukee F-Securen suhteellista arvostusta.

Gen Digitalia (ent. NortonLifeLock) hinnoitellaan tällä hetkellä vuosille 2023-2024 noin 11x-9x EV/EBIT-kertoimilla ja 11x-8x EV/EBITDA-kertoimilla. P/E-kertoimella Gen Digitalia hinnoitellaan lähivuosille noin 10x-9x kertoimilla. F-Securen keskipitkän aikavälin tuloskasvupotentiaalin valossa näemme, että yhtiön kertoimet voisivat olla jo nyt Gen Digitalin absoluuttisesti matalia kertoimia korkeammalla. Sektoriverrokin matalat kertoimet voivat kuitenkin osaltaan rajata myös F-Securen arvostusta lyhyellä aikavälillä.

Liikevaihtokerroinella F-Securea hinnoitellaan 40 %:n alennuksella Gen Digitaliin nähden. Tämä selittyy nähdäksemme pitkälti Gen Digitalin isomman skaalan kautta saavutetulla paremmalla kannattavuudella. Koko ohjelmistoyhtiöiden verrokkiryhmään nähden F-Securen liikevaihtokerroin on 49 %:n preemiolla vuodelle 2024, mikä niin ikään selittyy yhtiön vahvalla kannattavuusprofiililla.

F-Securen ja Gen Digitalin EV/EBIT-kertoimet



Verrokkiryhmän arvostus

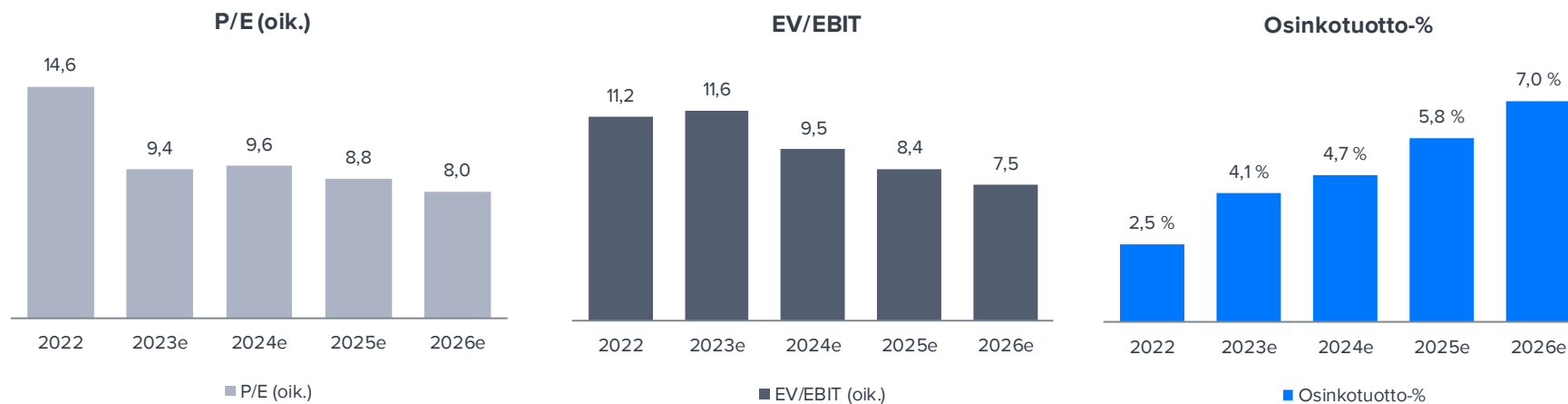
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Gen Digital	10422	18931	11,0	9,3	10,6	8,1	6,0	5,2	9,6	8,7	3,0	2,9
Admicom	167	161	12,1	12,0	12,0	11,9	4,7	4,5	16,0	16,1	3,0	3,0
Lemonsoft	93	91	13,1	12,0	12,3	10,6	3,5	3,2	17,7	17,1	2,8	2,8
Efecte	53	52		42,2	882,5	26,7	2,1	1,8		47,0		
LeadDesk	36	39	47,4	26,5	10,9	8,6	1,4	1,3	72,3	42,3		
Talenom	218	289	24,2	17,6	8,8	7,8	2,4	2,1	29,2	21,0	3,8	4,0
Qt Group	1242	1221	24,3	18,0	22,9	17,7	6,5	5,0	31,1	23,5		
WithSecure	172	146					1,0	1,0				
QPR Software	7	9			19,0	11,6	1,1	1,1				
Tecnotree	124	118	5,5	4,4	4,7	3,5	1,5	1,3	9,4	7,3		
Enento Group	430	577	15,6	13,3	10,6	9,4	3,7	3,5	19,4	15,2	5,6	5,8
Enea	79	101		14,7	6,0	4,7	1,3	1,3		22,2		
FormPipe Software	114	118	28,7	17,7	12,0	9,5	2,5	2,3	40,7	23,0	1,2	1,6
F-Secure (Inderes)	300	476	11,6	9,5	12,9	8,8	3,7	3,1	9,4	9,6	4,1	4,7
Keskiarvo			20,2	17,1	84,4	10,8	2,9	2,6	27,3	22,1	3,2	3,4
Mediaani			15,6	14,7	11,5	9,4	2,4	2,1	19,4	21,0	3,0	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			-26 %	-36 %	13 %	-6 %	55 %	49 %	-52 %	-54 %	36 %	58 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi					2,83	1,72	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl					174,5	174,5	174,5	174,5	174,5
Markkina-arvo					494	300	300	300	300
Yritysarvo (EV)					478	476	461	441	421
P/E (oik.)					14,6	9,4	9,6	8,8	8,0
P/E					16,4	13,4	13,0	10,9	9,6
P/B					19,9	8,6	6,5	5,0	4,1
P/S					4,4	2,3	2,0	2,0	1,9
EV/Liikevaihto					4,3	3,7	3,1	2,9	2,7
EV/EBITDA (oik.)					11,7	12,9	8,8	7,8	6,9
EV/EBIT (oik.)					11,2	11,6	9,5	8,4	7,5
Osinko/tulos (%)					40,5 %	54,6 %	60,4 %	63,3 %	67,2 %
Osinkotuotto-%					2,5 %	4,1 %	4,7 %	5,8 %	7,0 %

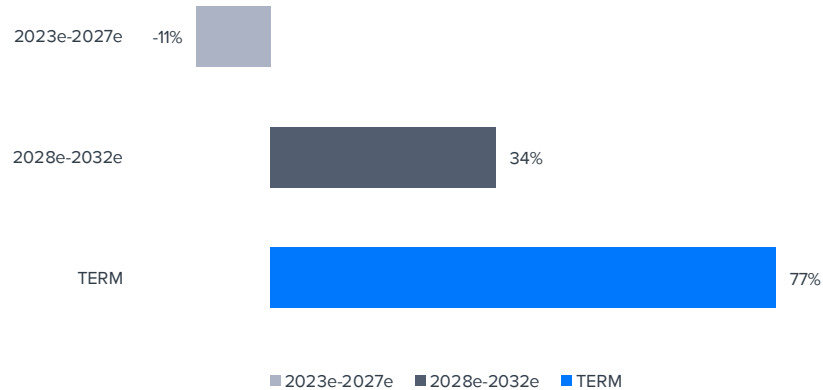
Lähde: Inderes



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	4,5 %	17,4 %	13,0 %	3,0 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	34,9 %	22,5 %	27,7 %	29,4 %	31,0 %	32,2 %	32,6 %	32,5 %	32,0 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %
Liikevoitto	38,8	29,4	40,7	44,5	48,2	51,4	53,6	54,5	54,4	53,5	52,6	
+ Kokonaispoistot	2,0	7,5	11,5	12,3	12,7	13,0	13,3	13,6	13,9	14,1	13,7	
- Maksetut verot	-8,0	-5,4	-6,9	-8,2	-9,3	-9,8	-10,5	-10,9	-11,1	-11,1	-10,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,3	-2,5	-2,0	-1,8	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,4	
+ 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	8,2	-3,0	-2,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	40,9	28,2	40,2	46,3	49,6	53,1	55,1	56,2	56,4	55,9	55,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Bruttoinvestoinnit	-10,5	-206,2	-5,2	-5,8	-6,0	-6,2	-6,4	-6,7	-6,9	-6,9	-7,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	30,9	-178,2	35,1	40,6	43,7	46,9	48,7	49,6	49,5	49,1	47,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	30,9	-178,2	35,1	40,6	43,7	46,9	48,7	49,6	49,5	49,1	47,6	655
Diskontattu vapaa kassavirta		-175,0	31,6	33,6	33,2	32,8	31,3	29,2	26,8	24,4	21,7	299
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		389	564	533	499	466	433	402	372	346	321	299
Velaton arvo DCF		389										
- Korolliset velat		-7,3										
+ Rahavarat		23,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-12,2										
Oman pääoman arvo DCF		393										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,25										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Lähde: Inderes

Tase*

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	6,4	14,8	214	207	201
Liikearvo	0,0	0,0	88,0	88,0	88,0
Aineettomat hyödykkeet	5,9	9,1	120	114	108
Käyttöomaisuus	0,3	2,0	1,4	1,0	1,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	3,7	3,7	3,7	3,7
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	32,5	47,8	58,8	57,6	59,3
Vaihto-omaisuus	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Muut lyhytaikaiset varat	1,3	1,8	1,5	1,5	1,5
Myyntisaamiset	31,2	23,0	29,3	33,9	34,9
Likvidit varat	0,0	23,0	27,9	22,1	22,7
Taseen loppusumma	38,9	62,7	272	265	260

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	9,5	24,8	35,0	45,9	59,5
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,0	24,7	34,9	45,8	59,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,5	10,6	207	134	111
Laskennalliset verovelat	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,1	6,4	203	130	107
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,2	3,7	3,5	3,6	3,6
Lyhytaikaiset velat	25,9	27,3	30,4	84,8	89,4
Korolliset velat	0,1	1,0	1,0	53,5	57,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,2	9,0	11,7	13,2	13,6
Muut lyhytaikaiset velat	16,6	17,3	17,7	18,0	18,4
Taseen loppusumma	38,9	62,7	272	265	260

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	106,3	111,0	130,3	147,2	EPS (raportoitu)	0,20	0,17	0,13	0,13
Käyttökate	45,0	40,7	36,9	52,2	EPS (oikaistu)	0,21	0,19	0,18	0,18
Liikevoitto	43,5	38,8	29,4	40,7	Operat. kassavirta / osake	0,21	0,23	0,16	0,23
Voitto ennen veroja	43,6	38,6	27,8	30,0	Vapaa kassavirta / osake	0,19	0,18	-1,02	0,20
Nettovoitto	34,4	30,2	22,4	23,1	Omapääoma / osake	0,05	0,14	0,20	0,26
Kertaluontoiset erät	-2,4	-3,8	-11,6	-8,0	Osinko / osake	0,00	0,07	0,07	0,08
Tase	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	38,9	62,7	272,4	264,8	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	4 %	17 %	13 %
Oma pääoma	9,5	24,8	35,0	45,9	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	-9 %	-10 %	42 %
Liikearvo	0,0	0,0	88,0	88,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	3 %	-7 %	-4 %	19 %
Nettovelat	0,2	-15,6	176,1	161,5	EPS oik. kasvu-%	6 %	-7 %	-5 %	-3 %
Kassavirta	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	42,4 %	36,7 %	28,3 %	35,5 %
Käyttökate	45,0	40,7	36,9	52,2	Oik. Liikevoitto-%	43,2 %	38,3 %	31,5 %	33,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	8,2	-3,0	-2,7	Liikevoitto-%	40,9 %	34,9 %	22,5 %	27,7 %
Operatiivinen kassavirta	36,1	40,9	28,2	40,2	ROE-%	370,0 %	175,6 %	74,9 %	57,2 %
Investoinnit	-1,8	-10,5	-206,2	-5,2	ROI-%	455,5 %	184,9 %	21,7 %	17,4 %
Vapaa kassavirta	33,9	30,9	-178,2	35,1	Omavaraisuusaste	24,5 %	39,6 %	12,8 %	17,3 %
					Nettovelkaantumisaste	2,6 %	-63,0 %	503,8 %	352,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023e	2024e					
EV/Liikevaihto		4,3	3,7	3,1					
EV/EBITDA (oik.)		11,7	12,9	8,8					
EV/EBIT (oik.)		11,2	11,6	9,5					
P/E (oik.)		14,6	9,4	9,6					
P/B		19,9	8,6	6,5					
Osinkotuotto-%		2,5 %	4,1 %	4,7 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 osavuosikatsausten 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.7.2022	Lisää	3,10 €	2,70 €
21.7.2022	Osta	3,10 €	2,39 €
1.11.2022	Lisää	3,10 €	2,86 €
20.2.2023	Lisää	3,30 €	3,13 €
27.4.2023	Vähennä	3,30 €	3,10 €
1.6.2023	Lisää	3,20 €	2,68 €
2.6.2023	Lisää	3,20 €	2,74 €
21.7.2023	Osta	2,80 €	2,11 €
10.9.2023	Vähennä	2,10 €	2,20 €
20.9.2023	Osta	2,10 €	1,73 €
16.10.2023	Osta	2,10 €	1,72 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**