

WithSecure

Laaja raportti

23.5.2024 07:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yritystietoturvan eurooppalainen vaihtoehto

Toistamme WithSecuren lisää-suosituksen ja 1,3 euron tavoitehinnan. WithSecure on viimeisen reilun vuoden aikana käynyt läpi isoja muutoksia, kun yhtiön strategiaa on terävöitetty ja kustannusrakennetta sopeutettu vastaamaan aiempia odotuksia hitaampaa kasvunäkymää. Tästä huolimatta yhtiön ydinliiketoiminta on jatkanut viime neljänneksinä kohtuullisen hyvässä kasvussa ja kannattavuuskäänne on edennyt mallikkaasti. Vaikka heikko talousympäristö ja kyberturvamarkkinan kireä kilpailupaine luovat edelleen epävarmuutta tulevan kasvun suhteen, näyttää osakkeen arvostus (EV/S 1,1x) hyvin etenevään käänteeseen nähden huokealta. Arvioimme myös todennäköisesti tänä vuonna tapahtuvan konsultointiliiketoiminnan divestoinnin antavan tukea osakkeelle.

SaaS-mallilla toimiva keskisuurten yhtiöiden tietoturvaomittaja

Lokakuussa 2023 päivitetystä strategiassaan WithSecure fokuoittuu SaaS-mallilla toimivaksi keskisuurten yhtiöiden tietoturvaomittajaksi, joka hyödyntää vahvaa partnerikanavaansa myynnin skaalautuvuuden saavuttamiseksi. WithSecure keskittyy erityisesti keskisuurten asiakkaiden (200–2000 työntekijää) palvelemiseen yhtiön Elements-ohjelmiston ja sitä täydentävien Co-security-palveluiden avulla. Tässä kohderyhmässä on selkeä tarve suojautua kohdennettuja hyökkäyksiä vastaan, mutta käytävissä olevat tietoturvabudjetit ovat kuitenkin rajallisia, joten tietoturvainvestoinneilta halutaan saada mahdollisimman paljon tehoja irti. Tähän kohderyhmään WithSecure pystyy tarjoamaan kilpailukykyisiä tuotteita ja jo valmis laaja kumppaniverkosto auttaa myynnin skaalaamisessa.

Suuret ja vahvasti kasvavat markkinat, joilla kilpailu on erittäin kireää

WithSecure toimii pitkällä aikavälillä vahvasti kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla, missä talousympäristön jäähtyminen on kuitenkin jarruttanut lyhyen aikavälin kasvunäkymiä ja kiristänyt kilpailutilannetta. Vaikka viime vuosien kehitys kilpailukentässä näyttää tietyiltä osin WithSecuren näkökulmasta huolestuttavalta (mm. Microsoftin nousu), tarjoaa edelleen hyvin fragmentoitunut ja kooltaan suuri markkina yhtiölle hyvin tilaa kasvaa. Suurelta markkinalta löytyy aina tiettyjä taskuja, missä pienet ja keskisuuret erikoistuneet toimijat mahtuvat toimimaan. WithSecure profiloituu kilpailukentässä merkittäväksi eurooppalaiseksi vaihtoehdoksi amerikkalaispaineista pääkilpailijajoukkoa vastaan. Kaiken kaikkiaan markkinan kova kilpailupaine on näkemyksemme mukaan kuitenkin yksi keskeisimpiä pitkän aikavälin uhkatekijöitä WithSecuren kasvutarinalle niin kasvun kulmakertoimen kuin kannattavuutta mahdollisesti nakertavan hintapaineen kautta.

Arvostus näyttää matalalta hyvin etenevän käänteen valossa

WithSecuren kuluvan vuoden EV/S-kerroin (1,1x) näyttää ohjelmistoyhtiöiden kontekstissa hyvin matalalta, joskin ennusteillamme konsernitasolla vielä hyvin vaatimattomaksi jäävä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (Rule of 40: 2024e-2025e: 2-5 %) ei erityisen korkeita kertoimia puollakaan. Pinnan alla ydinliiketoiminnan hyvin etenevään käänteeseen nähden nykyinen arvostus näyttää kuitenkin huokealta. Myös pelkästään pilvipohjaisten tuotteiden jatkuvaan vuosilaskutukseen suhteutettu EV/ARR-kerroin (2,0x) ei aseta rimaa korkealle kasvu- ja kannattavuuskäänteen jatkuessa. Myös osien summan valossa (1,3 EUR/osake, haarukka 1,1-1,6 EUR) osakkeessa on nousupotentiaalia, ja hyvässä skenaariossa ohjelmistoliiketoimintojen kertoimet voisivat olla vielä korkeampia.

Suositus

Lisää

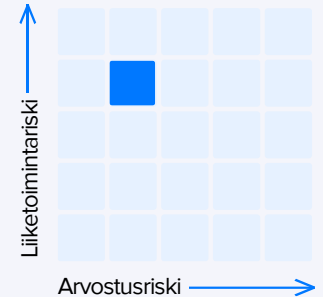
(aik. Lisää)

1,30 EUR

(aik. 1,30 EUR)

Osakekurssi:

1,07



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	143	151	160	170
kasvu-%	6 %	6 %	6 %	6 %
EBIT oik.	-26,3	-6,5	-1,0	4,7
EBIT-% oik.	-18,4 %	-4,3 %	-0,6 %	2,8 %
Nettotulos	-40,0	-6,6	-2,7	2,0
EPS (oik.)	-0,13	-0,02	0,00	0,03
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	42,7
P/B	1,8	2,0	2,0	2,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	35,8
EV/EBITDA	neg.	54,2	21,4	12,3
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,1	1,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

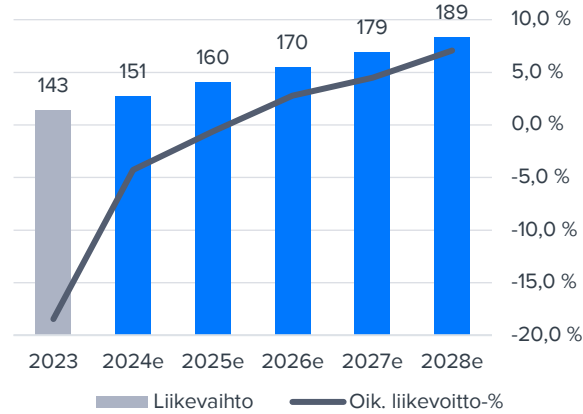
"Pilvipohjaisten Elements-tuotteiden ja -palvelujen toistuva vuosilaskutus (ARR) kasvaa 10-20 % (2023: 78,4 MEUR) ja liikevaihto kasvaa 10-16 % (2023: 76,1 MEUR). Konsernin liikevaihto kasvaa 6-12 % (2023: 142,8 MEUR). Koko vuoden 2024 oikaistu käyttökate on positiivinen"

Osakekurssi



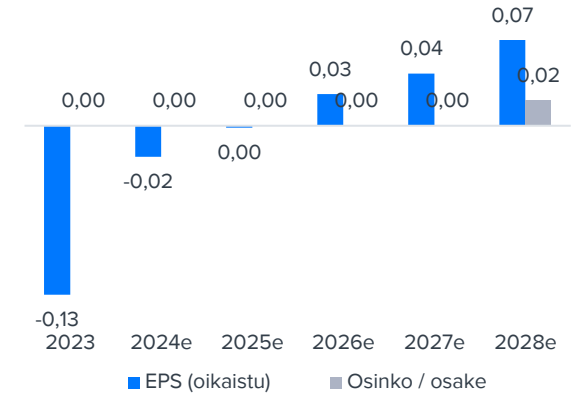
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Yritystietoturvan markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymät vahvat
- Pilvipohjaisten tuotteiden kasvu
- Kannattavuuden ja kassavirran käänne positiiviseksi
- WithSecurella hyvät edellytykset investoida kasvuun
- Skaalautuva ja luonteeltaan jatkuva liiketoimintamalli
- Konsultoinnin divestointi terävöittäisi sijoitusprofiilia



Riskitekijät

- Heikon talusnäkymän vaikutukset lyhyen aikavälin kysyntänäkymiin
- Markkinan kova kilpailutilanne ja nopea muutosnopeus
- Kasvu voi vaatia yhtiön tavoitteita suurempia panostuksia
- Kyberturvamarkkina potentiaalisesti yli-investoitu
- Kireä osajakilpailu ja palkkainflaatio

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,07	1,07	1,07
Osakemäärä, milj. kpl	176,0	176,0	176,0
Markkina-arvo	188	188	188
Yritysarvo (EV)	173	174	169
P/E (oik.)	neg.	neg.	42,7
P/E	neg.	neg.	93,5
P/B	2,0	2,0	2,0
P/S	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	54,2	21,4	12,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	35,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitusprofiili	14-16
Toimiala	17-22
Kilpailu	23-25
Strategia	26-28
Taloudellinen tilanne	29-31
Ennusteet	32-34
Arvonmääritys	35-38
Taulukot	39-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

WithSecure lyhyesti

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

1988

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

142,8 MEUR (+6 %)

Liikevaihto 2023

+12 % 2014-2023

Yritystietoturvaliikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR)

88,7 MEUR (+9 %)

Pilvipohjaisten tuotteiden jatkuva vuosilaskutus Q1'24 lopussa

-16,1 MEUR (-11% lv:sta)

Oik. käyttökate 2023

996

Henkilöstö Q1'24 lopussa

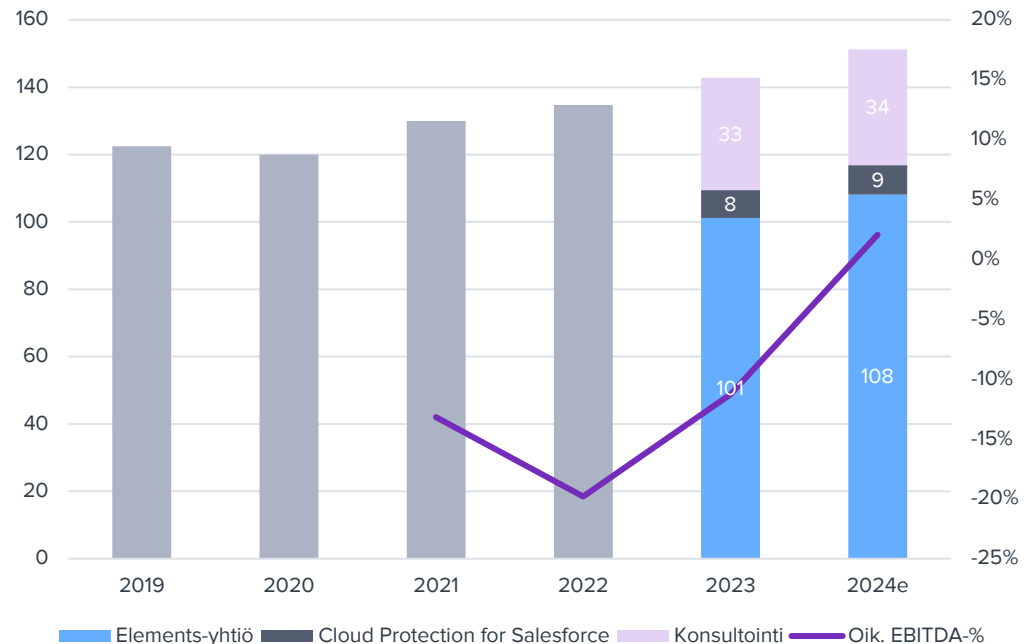
2014-2022

- Fokus kasvaville yritystietoturvan markkinoille
- Muuntautuminen kyberturvallisuustuotteiden ja palveluiden monipuolisemmaksi tarjoajaksi
- MWR-yritysosto kasvustrategian kiihdyttämiseksi 2018
- Kuluttajietoturvan jakautuminen omaksi pörssiyhtiöksi (F-Secure) 30.6.2022

2023-

- Kulurakenteen merkittävä sopeuttaminen vastaamaan hidastunutta kasvunäkymää
- Päivitetyt strategian keskiössä pilvipohjaisten tuotteiden kasvu keskiuurissa asiakkuuksissa kumppanikanavan kautta
- Konsultointi- ja Cloud Protection for Salesforce -liiketoiminnan strategisen tarkastelun alla

Liikevaihto ja kannattavuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Yritystietoturvaan keskittynyt ohjelmistoyhtiö

WithSecuren (ent. F-Secure) juuret ovat syvällä antivirusohjelmistojen liiketoiminnassa, missä yhtiö on toiminut perustamisestaan (1988) lähtien ja käytännössä niin kauan kuin tietokoneviruksia ja haittaohjelmia on ollut olemassa. Historiansa myötä WithSecurelle on kehittynyt vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvahyökkäysten torjunnassa sekä siitä, kuinka ne kehittyvät ja miten niiden teollinen logiikka toimii. WithSecuren ohjelmistot ovat voittaneet lukuisia palkintoja kansainvälisissä tietoturvatesteissä ja yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteita on myyty sadoille tuhansille yrityksille globaalisti. WithSecure työllisti 996 henkilöä Q1'24 lopussa.

Historiassa WithSecuren liiketoiminta keskittyi vahvaan osaamiseen päätelaitteiden suojaamisessa, missä lähtökohtana oli hyökkäysten ja uhkien torjuminen. Viime vuosikymmenellä markkinalla siirryttiin hyökkäysten torjunnasta vahvemmin niiden nopeaan havainnointiin sekä ajatteluun, jossa kyberturva nähdään enemmän prosesseina kuin pelkinä tuotteina. Markkinan muutokseen vastatakseen WithSecure muuntautui vuosina 2014-2021 onnistuneesti antivirusyhtiöstä monipuoliseksi kyberturvallisuustuotteiden ja -palveluiden tarjoajaksi. Strategian selkeyttäminen tältä osin sai sinetin 30.6.2022, jolloin kuluttajietoturvallisuustuote (nyk. F-Secure) jakautui omaksi itsenäiseksi pörssiyhtiöksi.

WithSecure on investoinut voimakkaasti pilvipohjaisen tuoteportfolionsa kasvuun. Lyhyellä aikavälillä tämä on rasittanut yhtiön kannattavuutta,

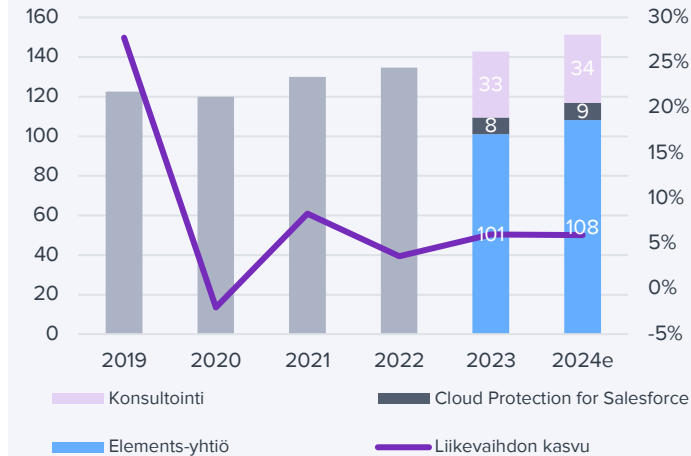
joka on kuitenkin vuoden 2023 merkittävien kustannussäästöjen myötä kääntymässä nyt kestävästi positiiviseksi. Vahvan kasvun tavoittelu on edelleen yhtiön fokuksessa ja kannattavuusperustan ollessa kunnossa, alkaa se näkyä jatkossa myös yhä vahvemmin tulosriveillä. Nopeasti kasvavilla markkinoilla kilpailu on kuitenkin kireää, ja toimiala on edelleen hyvin fragmentoitunut. WithSecure profiloituu kilpailukentässä merkittäväksi eurooppalaiseksi vaihtoehdoksi amerikkalaispainotteista pääkilpailijajoukkoa vastaan.

Vuonna 2023 WithSecuren liikevaihto oli 143 MEUR ja oikaistu käyttökate -16,1 MEUR. Strategian keskiössä olevien pilvipohjaisten tuotteiden ja -palveluiden osuus liikevaihdosta (2023: 57 %) on noussut viime vuosina merkittävästi. Tämän taustalla on vahvan kasvun lisäksi osaltaan strategian mukainen asiakkaiden siirto paikallisesti hallinnoiduista tuotteista (2023: 17 % lv:sta) pilviratkaisuihin. Viime vuosina haasteiden kanssa painineen ja strategisen tarkastelun alla olevan konsultointiliiketoiminnan osuus liikevaihdosta oli viime vuonna 23 %.

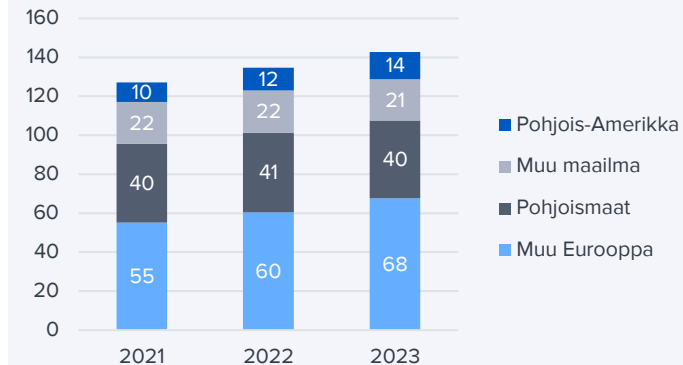
Maantieteellisesti WithSecuren liiketoiminnan painopiste on Euroopassa. Pohjoismaat (28 %) ja Muu Eurooppa (47 %) muodostivat viime vuonna valtaosa yhtiön liikevaihdosta. Muista maista (15 %) Japani on yhtiölle hyvä kasvumarkkina. Äärimmäisen kilpailulla Pohjois-Amerikan markkinalla (10 % lv:sta) pyritään enemmän puolustamaan nykyisiä asemia.

Asiakkaittain WithSecure tavoittelee erityisesti keskisuuria yrityksiä (200-2000 henkilöä), joiden tarve investoida tietoturvaan on jatkuvassa kasvussa, mutta rajalliset resurssit rajoittavat omien sisäisten tietoturvatimien rakentamista.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon kehitys maantieteellisesti (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintamalli

Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

WithSecure on investoinut voimakkaasti yritystietoturvan liikevaihdon kasvattamiseen, mikä on näkynyt viime vuosina korkeina panostuksina myynnin ja markkinoinnin resursseihin. Vuonna 2023 yhtiö sopeutti kulurakennettaan vastaamaan hidastunutta kasvunäkymää, mikä aiheutti vähennyksiä myös tällä alueella. Vuoden 2023 lopussa 26 % yhtiön henkilöstöstä työskenteli myynnin ja markkinoinnin toiminnoissa.

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

WithSecuren tietoturvaluotteiden asiakaskunta koostuu enimmäkseen melko pienistä yrityksistä, mutta uusien asiakkaiden osalta fokus on jo pidempään ollut keskisuurissa ja suurissa yhtiöissä. Yhteensä aktiivisia asiakkaita yhtiöllä on yli 100 000. Hallinnoituja tietoturvapalveluita (MDR) sekä kyberturvakonsultointia yhtiö tarjoaa pääosin oman myyntiorganisaationsa kautta. Organisaatiomuutosten myötä suuryrityksiin keskittyvällä konsultoinnilla on nykyään omat myyntitoiminnot.

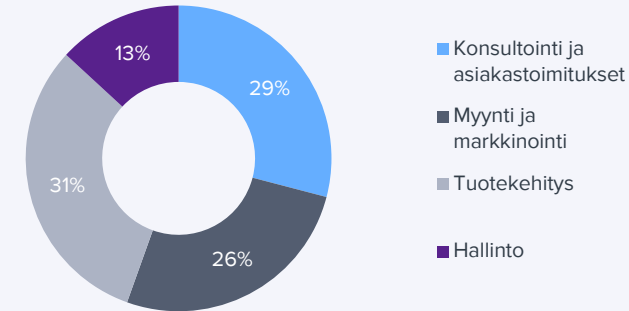
Tuotekehitys

WithSecuren tuotekehityksessä työskenteli viime vuoden lopussa noin 31 % henkilöstöstä. Tuotekehityksen painopiste on pilvipohjaisen Elements-alustan nykyisten ratkaisujen ominaisuuksien kehittämisessä sekä uusien tuotteiden/ominaisuuksien kehityksessä. Viime vuosina Elements-alustan kehittäminen ja sitä kautta tuoteportfolion yhteensovittaminen on ollut avainasemassa, jotta asiakkaille voidaan tarjota entistä kokonaisvaltaisempia tietoturvaratkaisuja. Jakautuminen F-Securesta on aiheuttanut viime vuosina myös paljon työtä ja sitonut resursseja, kun molemmat yhtiöt ovat rakentaneet itsenäisiä teknologia-alustojaan samalla jatkaen tietyillä alueilla yhteistyötä siirtymävaiheen palvelusopimusten mukaisesti.

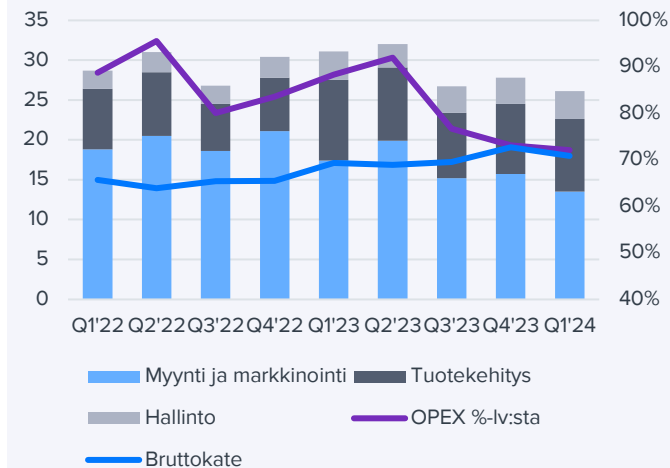
Jatkossa painopiste on yhä enemmän uusien ratkaisujen kehittämisessä ja uusia tuotelanseerauksia (Exposure Management) on luvassa toukokuussa yhtiön SPHERE24-tapahtumassa. WithSecuren tuotteet keräävät päivittäin valtavan määrän dataa asiakkaiden tietojärjestelmistä, jota prosessoidaan tekoälyn ja koneoppimisen avulla haittaohjelmien ja tietoturvaohjelmien löytämiseksi. Tästä datavirrasta prosessoidun tiedon avulla pystytään jalostamaan nykyisiä sekä kehittämään uusia tuotteita.

Salesforcen alustaan luodun Cloud Protection for Salesforce -ratkaisun kehittäminen on ollut myös tuotekehityksen fokuksessa. Tällä hetkellä tämä liiketoiminta on strategisen tarkastelun alla ja sille etsitään kumppania rahoittamaan sen kehitystä ja kasvua.

Henkilöstön jakauma toiminnoittain 2023



Operatiivisen kulurakenteen* ja bruttokatteen kehitys



Lähde: Inderes, *Oikaistu alaskirjauksilla, poistoilla, kertaerillä ja TSA-sopimusten vaikutuksilla

Kumppanit



IT-palvelukumppanit



IT-integraattorit



Jälleenmyyjät

Toiminnot

Tuotekehitys

Myynti ja markkinointi

Konsultointi ja hallinoidut palvelut

WithSecure Labs -tutkimuskeskus

Resurssit

Pitkän linjan tietoturvaosaaminen

Kyberturvateknologiat- ja ohjelmistot

Laaja kumppaniverkosto

Liiketoimintaidea

WithSecure tarjoaa kokonaisvaltaisen valikoiman kyberturvratkaisu- ja palveluita yrityksille.

W / T H

secure

- Vahva ja pitkäaikainen teknologinen osaaminen päätelaitteiden suojauksessa
- Kilpailukykyiset pilvipohjaiset ratkaisut yhtiön Elements-alustalla
- Omia ohjelmistoja täydentävät tukipalvelut
- Eurooppalainen vaihtoehto tietoturvakumppaniksi

Myyntikanavat

IT-palvelukumppanit: +7000 kumppania Suoramyynti

Asiakassegmentit



Suuret yhtiöt ja julkisyhteisöt



Pienet ja keskiuuret yhtiöt

Tuotteet/Palvelut

Strategian keskiössä

- Päätelaitteiden ja pilvipalveluiden tietoturva sekä uhkien havainnointi ja reagointi
- Kyberuhkille altistumisen hallintakyvykkyudet
- + Co-security -palvelut

Strategisen tarkastelun alla

- Cloud Protection for Salesforce:** Salesforcen alustan tietoturvaominaisuuksia täydentävä ratkaisu
- Konsultointi:** Ennakoivan tietoturvan palvelut ja asiakkaan kyberresilienssin rakentaminen.

Operatiivinen kulurakenne* (2023)



Materiaalit ja palvelut
(30 % lv:sta)



Myynti ja markkinointi
(48 %)



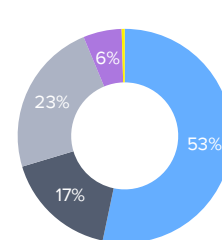
Tutkimus ja tuotekehitys
(25 %)



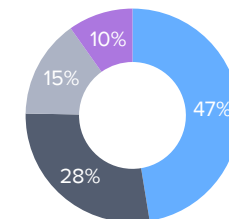
Hallinto
(9 %)

Tulovirrat (2023)

Liikevaihto 142,8 m€
Oik. EBITDA -16,1 m€



■ Pilvipohjaiset tuotteet ja -palvelut
■ Paikallisesti hallinoidut tuotteet
■ Konsultointi
■ CPSF
■ Muut



■ Muu Eurooppa
■ Pohjoismaat
■ Muu maailma
■ Pohjois-Amerikka

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Ratkaisut

WithSecuren liiketoiminta koostuu tuoteliiketoiminnasta, hallinnoiduista palveluista, joissa tuote ja palvelu yhdistyvät sekä puhtaasta palveluliiketoiminnasta. Tuoteliiketoiminta skaalautuu erinomaisesti monistettavuuden ansiosta. Myös hallinnoidut palvelut (MDR) skaalautuvat, vaikka mukana on palvelukomponentti. Konsultoinnissa skaalautuvuus on rajallista liiketoiminnan luonteesta johtuen. WithSecuren ydinliiketoimintaa edustavan Elements-yhtiö - segmentin oikaistu käyttökate nousi Q1'24:llä ensimmäistä kertaa positiiviseksi (3,6 %) ja bruttokate (79,5 %) on korkea.

WithSecure lanseerasi Q2'21:lla pilvipohjaisen Elements-alustan, jonka ympärille yhtiön tuotetarjooma rakentuu. Alustan kautta yhtiö pystyy toimittamaan joustavasti erillisratkaisuja tai laajemman kokonaisratkaisun päätelaitteiden ja pilvipalveluiden tietoturvaan asiakkaan tarpeiden mukaisesti. Asiakas voi valita joustavasti perinteisen vuosilisenssin, jatkuvan kuukausilaskutuksen tai käyttömäärään perustuvan tietoturvamallin. Elements on keskiössä WithSecuren pyrkiessä voittamaan uusia asiakkuuksia ja kasvattamaan niitä ajan kuluessa, jonka lisäksi se tarjoaa mahdollisuuksia lisä- ja ristiinmyyntiin olemassa oleville asiakkaille. Vuonna 2022 vasta noin 16 %:lla asiakkaista oli käytössä useampi kuin yksi WithSecuren tuote. Käsitteemme mukaan luku on noussut tämän jälkeen, mutta asiakaslaajennusten tarjoama potentiaali on edelleen huomattava. Käymme seuraavaksi lyhyesti läpi yhtiön tärkeimmät ratkaisut.

Extended Detection and Response (XDR)

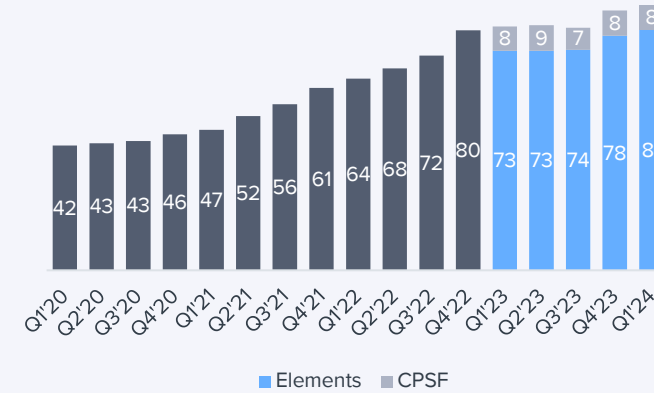
Tämän tuotealueen alle mahtuvat käytännössä WithSecuren päätelaitteiden suojaus sekä uhkien havainnointi- ja reagentiratkaisut. Kokonaisuutta täydentävät pilvipalveluiden tietoturvaan liittyvät Collaboration Protection sekä Identity Security. Identiteettien turvaamiseen liittyvä ratkaisu julkaistaan toukokuun SPHERE24-tapahtumassa. Yhdistettynä edellä olevat tuotteet muodostavat niin sanotun XDR-kokonaisratkaisun.

Päätelaitteiden suojaustuotteet (EPP)

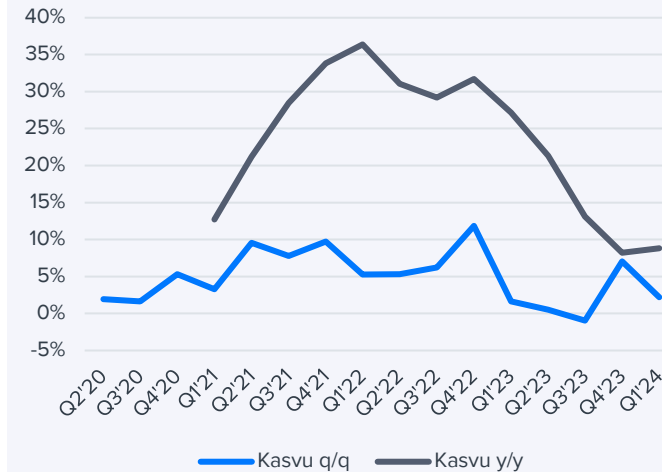
WithSecuren liikevaihdosta merkittävin osa tulee arviomme mukaan vielä päätelaitteiden suojaustuotteista (Endpoint Protection, EPP), joiden kysyntä on vakaata ja markkina kasvussa. Nämä tuotteet edustavat yhtiön ydinosamista ja ovat keskeinen osa tuoteportfoliota. Asiakaskohderyhmänä näillä tuotteilla ovat pienet ja keskiuuret yritykset. Vuosisopimusten kokoluokat vaihtelevat sadoista euroista joihinkin kymmeneen tuhansiin euroihin.

WithSecuren asiakaskunta painottuu tässä tuoteryhmässä vahvasti pieniin yrityksiin, missä myyntikumppanin rooli korostuu asiakkaan ostopäätöksessä. Asiakkaan tietotaito kyberturvallisuusasioihin on yleensä matalalla tasolla ja ostopäätös tehdään usein hinnan tai myyntikumppanin suosituksen perusteella. Myös tietoturvaohjelmistoja testaavien tutkimuslaitosten vertailut vaikuttavat asiakkaiden ostopäätöksiin. WithSecuren päätelaitteiden suojaustuotteet ovat pärjänneet alan tietoturvatesteissä vuosien saatossa erittäin hyvin.

Pilvipohjaisten tuotteiden jatkuvan liikevaihdon kehitys



Pilvipohjaisten tuotteiden ARR:n kasvu-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Endpoint Detection & Response (EDR)

WithSecure julkaisi vuonna 2018 automatisoidun päätelaitteiden tietomurtojen havainnointi- ja reagointityökalun (Endpoint Detection & Response, EDR). EDR toimii lisäkyvykkyytenä yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) päällä. Markkinoilla tämä tuotealue on käytännössä yhdentynyt EPP-tuotteiden kanssa, mikä on vauhdittanut päätelaitteiden suojausmarkkinan kasvuvauhtia.

EDR tarjoaa lisämyyntipotentialia erityisesti keskisuurissa yhtiöissä, sillä täällä tarve uhkien havainnointiin ja reagointiin on kasvussa, mutta tietoturvabudjetit rajallisia. WithSecuren mukaan perinteisen EPP-asiakkuuden arvo on mahdollista keskimäärin suunnilleen kaksinkertaistaa, kun asiakas vaihtaa EDR:n sisältävään kokonaisratkaisuun.

EDR:ää voidaan myydä myös erikseen muiden tietoturvatuotteiden EPP-ratkaisujen päälle. Loppuasiakkaalla tai myyntikumppanilla on myös mahdollisuus lähettää havaitun poikkeavan tapahtuman tiedot WithSecuren palvelukeskukseen, jossa yhtiön asiantuntijat auttavat asian ratkaisemisessa. Siten EDR tuo WithSecurelle myös palveluliikevaihtoa, vaikka on lähtökohdiltaan puhdas ohjelmistotuote.

Collaboration Protection

Collaboration Protection -ratkaisu on suunniteltu täydentämään Microsoft 365:n omia tietoturvaominaisuuksia. Ratkaisu antaa lisäsuojaa vahvasti kasvaneiden pilvipohjaisten Microsoftin 365 sähköpostipalveluiden sekä SharePoint, OneDrive ja Teams -yhteistyösovellusten kautta

tehtyjä hyökkäyksiä vastaan.

Countercept (MDR)

Countercept on EDR:ää järeämpi ratkaisu tietoturvahkien havainnointiin ja niihin reagoimiseen. Countercept on luonteeltaan hallinnoitu palvelu (MDR, Managed Detection & Response), missä teknologialla on iso rooli.

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

Countercept on tarkoitettu yrityksille, joiden tietoturvan vaatimustaso on korkea ja kohderyhmänä ovatkin yli 1000 henkilön yritykset. Sopimusten kokoluokat lähtevät pienimmilläänkin useista kymmenistä tuhansista euroista ja suurimmissa asiakkuuksissa monivuotiset sopimukset ovat miljoonaluokassa. Counterceptille tärkeitä asiakaskohderyhmiä ovat muun muassa pankit sekä media-, teknologia- ja

teollisuusyhtiöt. MDR-ratkaisuja myydään pääosin suoramyynninä ja sopimusten suuren kokoluokan vuoksi myyntisyklit ovat tyypillisesti pitkiä. Kiristyneen kilpailutilanteen vuoksi WithSecure keskittyy nyt täällä erityisesti keskisuuriin asiakkuuksiin, missä yhtiön kilpailukyky on suuriasiakkuuksia parempi.

Panostukset Counterceptin kasvattamiseksi ovat useita vuosia rasittaneet WithSecuren kannattavuutta. Tehtyjen kustannussäästöjen myötä tällä alueella bruttomarginaali on kuitenkin viime aikoina kehittynyt oikeaan suuntaan ja lähemmäs tavoitetasoa (>70 %). Kasvun jatkuessa MDR-ratkaisuilla on mahdollisuus tehdä hyvää kannattavuutta, kun hyvä asiakaspito tuo liikevaihtoon jatkuvuutta ja palvelukomponentti skaalautuu kasvun mukana. Liikevaihdon näkökulmasta tämä ratkaisu on kasvanut vuosien saatossa jo merkittävään kokoluokkaan.

Kyberuhkille altistumisen hallintakyvykkyydet

WithSecure on viime vuosina kehittänyt tuotevalikoimaansa kyberuhkien altistumisen hallintakyvykkyyksillä. Yhtiö on keväällä täydentämässä tuoteportfolioa Exposure Management -ratkaisulla, joka on vielä hyvin alkuvaiheessa oleva uusi alue yritysten tietoturvassa. Ajatuksena on ottaa ennaltaehkäisevä asenne kyberturvaan ja markkinan pulssilla pysyen pyrkii tilkitsemään mahdollisia IT-ympäristön haavoittuvuuksia ja heikkoja kohtia etukäteen. Exposure Management antaa tietoturva-asiantuntijalle 360 asteen näkyvyyden digitaaliseen ympäristöön ja kyvyn löytää digitaalisia altistumisia ja simuloituja hyökkäyspolkuja ennen verkkorikollisia.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Asiakas saa altistumisiin toimivia korjausohjeita tärkeysjärjestyksessä ohjelmiston skannatessa jatkuvasti IT-ympäristöä. Näihin liittyen asiakas voi toimia joko tekoälyavusteisten suositusten avulla tai hakea apua WithSecure Elevate -palvelusta.

Exposure Management -ratkaisun markkina on parhaillaan vasta syntymässä, ja esimerkiksi Microsoft julkaisi oman ratkaisunsa tälle alueelle maaliskuussa 2024, mikä osaltaan vauhdittaa markkinan kehitystä. WithSecuren ratkaisu lanseerataan toukokuussa, joten tällä kertaa yhtiö on heti alkutekijöissä mukana uudella, nopeasti kehittyvällä tuotealueella. Yhtiö on ollut vielä vaitonainen tuotteen hinnoittelun suhteen, mutta kokonaisuutena yhtiö näkee selvää uutta kasvupotentiaalia tällä alueella.

Exposure Management -ratkaisuihin liittyen yhtiö julkaisi jo vuonna 2023 Cloud Security Posture Management (CSPM) -ratkaisun. Tuote havaitsee ja korjaa automaattisesti yrityksen pilvi-infrastruktuurissa havaittuja riskejä. Lisäksi tuotetarjoomasta löytyy jo pidempään mukana ollut haavoittuvuuksien hallintaratkaisu (Vulnerability Management).

Cloud Protection for Salesforce

WithSecure on kehittänyt Salesforce ja Microsoftin -pilvialustoille täydentävät tietoturvaratkaisut. Salesforce alustaan WithSecure on kehittänyt tietoturvakyykydet linkkien ja liitteiden tarkistukseen haittaohjelmien varalta. Tämän Cloud Protection for Salesforce -ratkaisun jakelu tapahtuu applikaationa suoraan Salesforce alustan kautta.

Tuote on historiassa kasvanut nopeasti ja sen liikevaihto oli vuonna 2023 noin 8,3 MEUR. Vaikka

kasvu on lyhyellä aikavälillä hidastunut, ovat tuotteen pidemmän aikavälin kasvunäkymät edelleen hyvät. Tässä liiketoiminnassa potentiaalia on myös pyrkii laajentamaan Salesforce alustalle kehitettyä tuotetta muille pilvialustoille, mutta lyhyellä aikavälillä fokus on edelleen pääasiallisesti Salesforce-alustan täyden potentiaalinen ulosmittaamisessa.

Cloud Protection for Salesforce -liiketoiminta on parhaillaan strategisen tarkastelun alla, ja sille etsitään kumppania rahoittamaan osa kasvun kiihdyttämiseen tarvittavista panostuksista. Ratkaisun kohderyhmää ovat erityisesti suuret yritykset, joten se poikkeaa WithSecuren päivitetystä strategiassa tavoiteltavista keskisuurista yhtiöistä.

Kilpailijoita Cloud Protection Salesforce on käsityksemme mukaan edelleen hyvin rajallisesti. Yhtenä riskinä näemme sen, että Salesforce rakentaisi oman ratkaisunsa korvaamaan WithSecuren tuotteen, mikä ei kuitenkaan näytä tällä hetkellä todennäköiseltä.

Kyberturvallisuuspalvelut

WithSecuren konsultointiliiketoiminta on parhaillaan strategisen tarkastelun alla, jonka todennäköisenä lopputuloksena pidämme liiketoiminnan divestointia. Konsultoinnin liikevaihto oli viime vuonna 33,4 MEUR. Tämän ulkopuolelle jäävät vielä incident response -palvelut sekä muut tuoteliiketoimintaa suoraan tukevat palvelut. Historiassa WithSecurella on ollut haasteita konsultointiliiketoiminnan kasvun ja kannattavuuden kanssa, ja pidämme liiketoiminnan divestointia ja keskittymistä ohjelmistoliiketoimintaan tervetulleena ratkaisuna.

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

Vuoden 2023 lopussa WithSecuren työntekijöistä noin 29 % työskenteli konsultoinnin ja asiakastoimitusten parissa. Tämän pohjalta arvioimme konsultoinnin työllistävän noin 250 asiantuntijaa. Konsultointi on vielä enimmäkseen projektivetoista liiketoimintaa, mutta tavoitteena on pyrkiä yhä enemmän jatkuviin palvelusopimuksiin asiakkaidensa kanssa. Konsultointiliiketoiminnan kannattavuus on viime vuosina ollut vaatimattomalla tasolla, mutta tehtyjen kulusäästöjen myötä kannattavuus alkoi parantua selvästi viime vuoden loppua kohti. Q4'23:lla strategisen arvioinnin alla olevan konsultoinnin bruttokate oli noussut jo noin 55 %:iin ja oikaistu käyttökate peräti 19 %:iin. Kuluva vuosi lähti kuitenkin käyntiin huomattavasti pehmeämmin ja Q1:llä bruttokate oli 38 % ja oikaistu käyttökate -7 %.

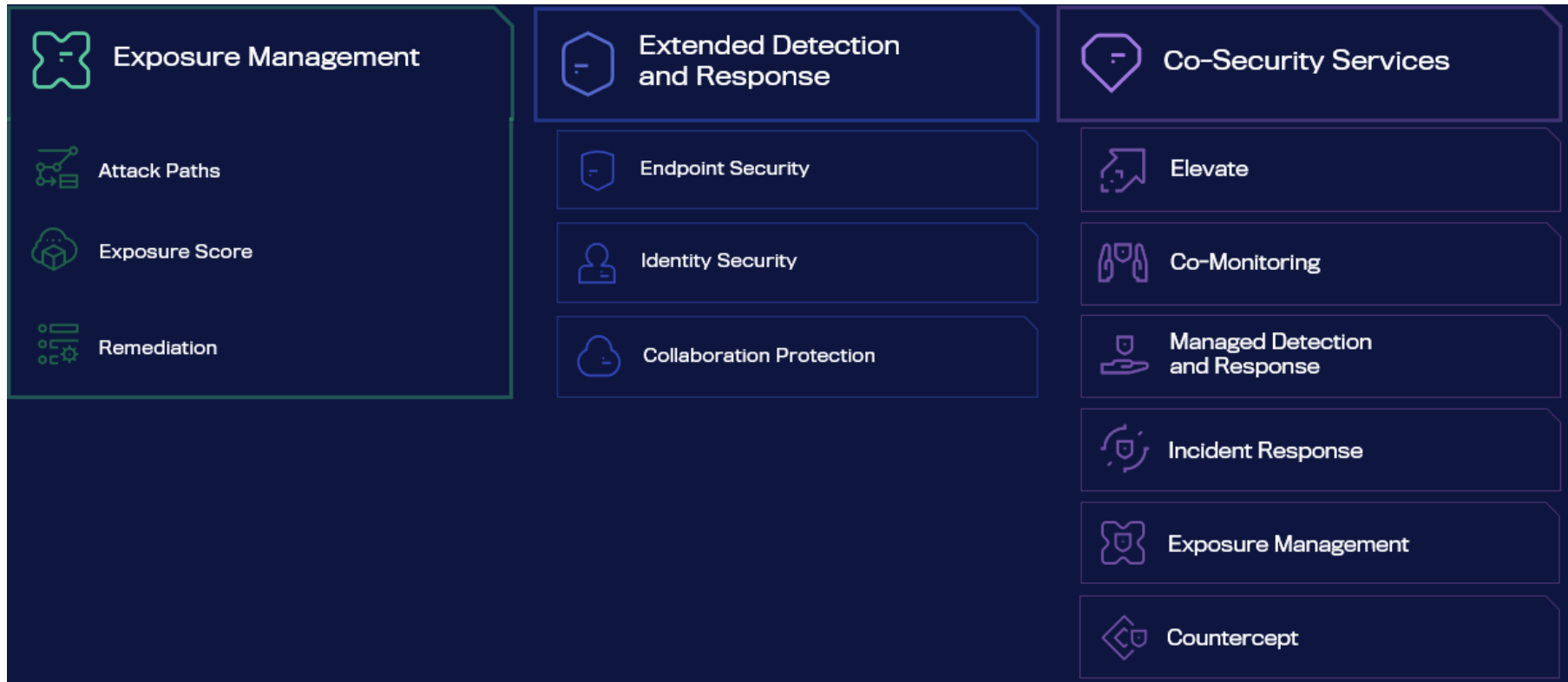
WithSecuren konsultoinnin tavoitteena ei ole ollut laajentua kilpailemaan tavallisten IT-palveluyhtiöiden kanssa, vaan keskittyä haastavimpien turvallisuusuhkien havainnointiin ja estämiseen. Kyberturvapalveluiden laajempia kokonaisuuksia markkinoilla tarjoavat konsulttiyhtiöt (kuten KPMG), IT-generalistit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

WithSecuren tuoteportfolio

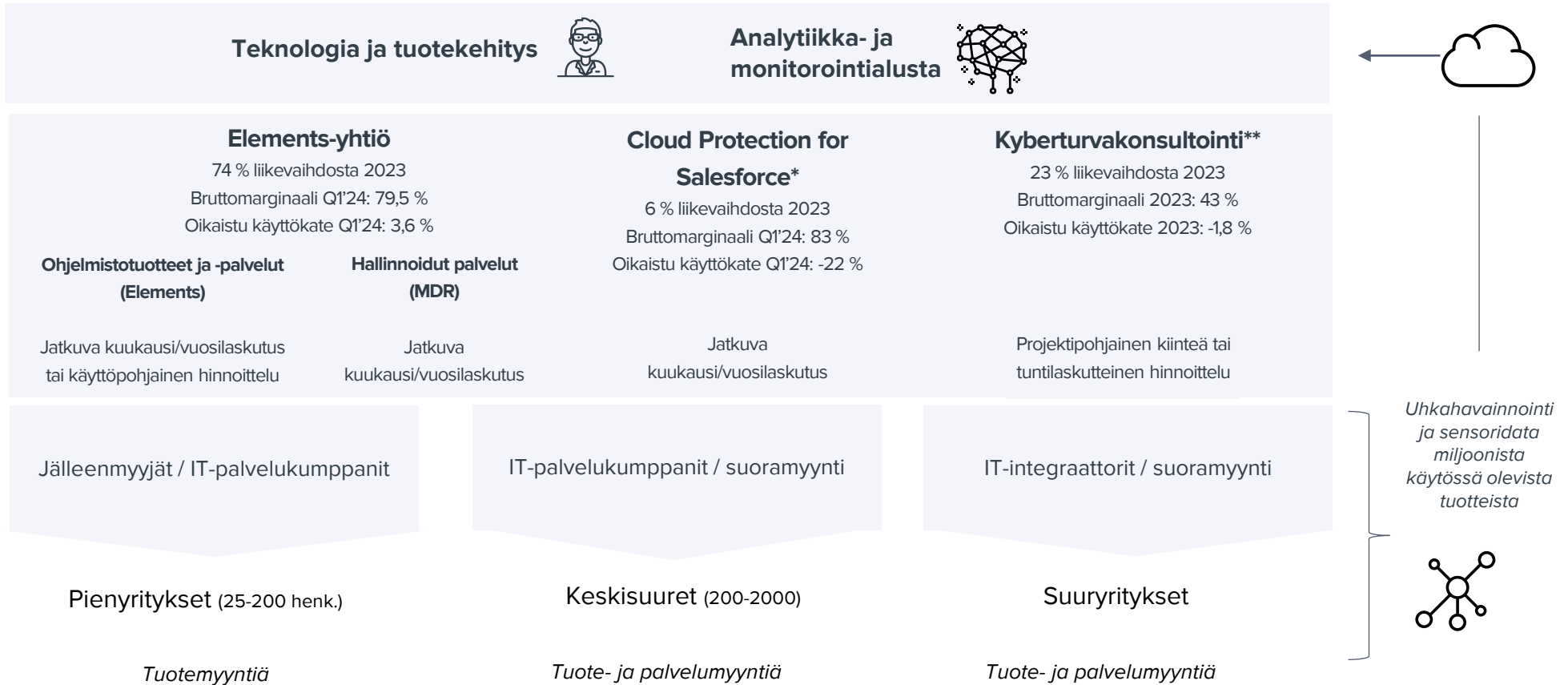
Kyberuhkille altistumisen hallintakyvykkydet

Päätelaitteiden ja pilvipalveluiden tietoturva sekä uhkien havainnointi ja reagointi

Co-Security - yhteistoimintapalvelut



WithSecuren liiketoimintamalli



*Cloud Protection for Salesforce strategisen tarkastelun alla ja liiketoiminnan kasvun rahoittamiseksi etsitään kumppania/kumppaneita

**Kyberturvakonsultointi strategisen tarkastelun alla, missä todennäköinen skenaario on tämän liiketoiminnan divestointi

Sijoitusprofiili

Yritystietoturvan kasvuyhtiö

Vaikka WithSecuren kasvuvauhti on lyhyellä aikavälillä hidastunut, profiloituu yhtiö mielestämme edelleen yritystietoturvan kasvuyhtiöksi. Tehtyjen merkittävien kustannussäästöjen myötä myös kulurakenne on sopeutettu vastaamaan paremmin lyhyen aikavälin vaisumpaa markkinatilannetta. Kuntoon laitettu kannattavuusperusta ja vankka rahoitusasema luovat hyvän pohjan kannattavalle kasvulle, kunhan liikevaihto saadaan takaisin piristyvälle kasvupolulle.

Arviomme mukaan WithSecuren tuotteet ovat teknologisesti kilpailukykyisiä ja kasvu on nähdäksemme erityisesti kiinni myynnin onnistumisesta. Yhtiö panostaakin strategiassaan voimakkaasti kumppanikanavaansa, jonka kautta myyntiin saadaan skaalautuvuutta. Yhtiön ennestään laaja asiakaskunta tarjoaa myös selkeitä lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia viime vuosina laajentuneelle tuoteportfoliolle.

Suhtaudumme myönteisesti WithSecuren strategiapäivitykseen ja päätökseen keskittyä erityisesti ohjelmistoliiketoimintaan. Konsultointiliiketoiminnan todennäköinen divestointi tulee terävöittämään entisestään yhtiön sijoitusprofiilia tällä saralla.

Vahvuudet ja ajurit

Kasvu pilvipohjaisissa tuotteissa on arvonmuodostuksen kannalta keskiössä. Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat täällä monella tuotealueella hyvät ja markkinaosuuksia jaetaan nyt. Pilvipohjaiset

tuotteet perustuvat jatkuvalaskutteiseen liikevaihtoon ja näiden osuuden kasvaessa muuttuu liikevaihdon rakenne entistä ennustettavammaksi.

Kannattavuuden ja kassavirran käänne positiiviseksi tehtyjen kustannussäästöjen myötä.

Skaalautuva ja hyvän asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli mahdollistaa hyvän kannattavuuden pitkällä aikavälillä. Konsultoinnin todennäköisen divestoinnin jälkeen WithSecuren liikevaihdosta valtaosan pitäisi muodostua ohjelmistoliiketoiminnasta, jossa korkeat bruttomarginaalit luovat vahvan pohjan kannattavalle liiketoiminnalle.

Yhtenäistetty ja laajentunut tuoteportfolio tarjoaa lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia.

Vakaa ja etabloitunut asema päätelaitteiden suojauksessa erityisesti Euroopassa antaa WithSecurelle hyvät lähtökohdat kasvun tavoitteluun myös jatkossa. Eurooppalaisuus erottaa yhtiötä myös kilpailussa Pohjois-Amerikkalaisia toimijoita vastaan.

Laaja kumppanikanava tuo myyntiin skaalautuvuutta ja mahdollistaa myynnin kasvattamisen tavoitelluilla kasvumarkkinoilla.

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

Heikkoudet ja keskeiset riskit

WithSecuren kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä näyttää lyhyellä aikavälillä heikolta kannattavuuden ollessa vielä matala ja

konsultoinnin sekä paikallisesti hallinnoitujen tuotteiden hitaan kasvun jarruttaessa yhtiön kokonaiskasvua. Pilvipohjaisten tuotteiden jatkaessa nopeaa kasvuaan jatkossa, alkaa yhtälö näyttää kuitenkin asteittain paremmalta.

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

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

Suurten kilpailijoiden valtavat resurssit mahdollistavat huomattavasti WithSecurea suuremmat panostukset tuotekehitykseen sekä myyntiin ja markkinointiin, mikä voi muuttaa kilpailudynamiikkaa niiden eduksi pitkällä aikavälillä. Erityisen huolestuneita olemme Microsoftin viime vuosien voimakkaasta kasvusta päätelaitteiden suojauksen markkinoilla.

Heikentyneen talousympäristön vaikutukset yritysten IT-budjetteihin ja sitä kautta WithSecuren lyhyen aikavälin kysyntänäkymiin.

Sijoitusprofiili

1.

Eurooppalainen vaihtoehto amerikkalaisten kilpailijoiden keskellä

2.

Suuri ja kasvava markkina tarjoaa hyvät edellytykset liiketoiminnan kasvulle

3.

Skaalautuva ja jatkuvaluonteinen liiketoimintamalli

4.

Merkittävien kustannussäästöjen jälkeen kannattavuusperusta kunnossa

5.

Nettovelaton tase mahdollistaa strategian toteuttamisen ja investoinnit kasvuun

Potentiaali



- Pilvipohjaisten tuotteiden kasvu
- Kannattavuuden ja kassavirran käänne positiiviseksi
- Tuoteliiketoiminnan korkeat bruttomarginaalit mahdollistavat pitkällä aikavälillä hyvän kannattavuuden
- Tuoteportfolio ja myyntikanavat jo pitkälle rakennettuja
- Yritystietoturvamarkkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymät vahvat
- Konsultoinnin divestointi terävöittäisi sijoitusprofiilia

Riskit



- Päätelaitteiden suojauksen markkinan keskittyminen ja suurten toimijoiden vahvistuva asema
- Toimiala potentiaalisesti yli-investoitu, mikä näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä
- Kasvu voi vaatia yhtiön tavoitteita suurempia panostuksia
- Markkinan ja teknologioiden nopea muutosnopeus
- Kireä osaajakilpailu ja palkkainflaatio

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/4

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Gartnerin arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina vuonna 2024 olisi noin 215 miljardia dollaria, mikä tarkoittaisi noin 14 %:n kasvua edellisvuodesta. Markkinan odotetaan jatkavan vahvassa kasvussa myös tulevina vuosina ja keskipitkällä aikavälillä kaksinumeroinen kasvu näyttää mielestämme edelleen realistiselta.

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 vaativimpiin ylätasoon segmentteihin, minkä jälkeen teknologiaa monistetaan alatasoille laajemmille segmenteille.

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

Markkinan suurin 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 teknologian ja automatisoitumisen myötä, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvaratkaisujen markkinaa.

Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keskisuuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla. Tässä segmentissä yritysten tietoturvabudjetit pyörivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa,

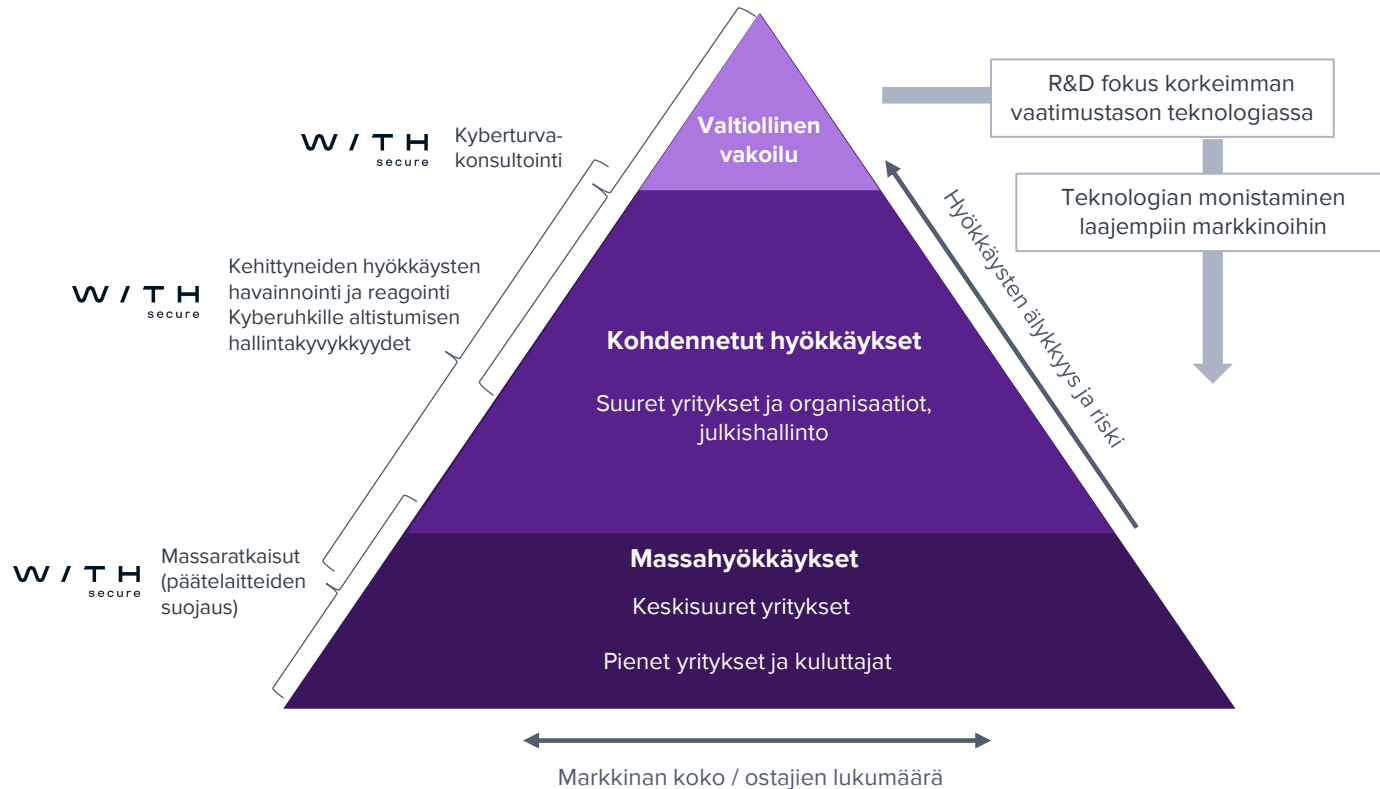
mikä tekee siitä houkuttelevan kyberturvatuotteita ja -palveluita tarjoaville yhtiöille. WithSecure on vuosien mittaan kehittänyt omaa tarjoomaansa palvellakseen yhä paremmin tämän segmentin asiakkaita.

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

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

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/4

Markkinan alasegmentit WithSecurelle

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

Yritystietoturvan tuotteissa WithSecure on arvioinut Gartnerin dataan pohjautuen yhtiön Elements-tuoteportfoliolla relevantin kohdemarkkinan olevan kooltaan noin 22 miljardia dollaria. Eri tuotealueilla kasvuprofiilit ovat hyvin erilaisia, mutta kokonaisuutena markkinan arvioidaan kasvavan 16 %:n vuosivauhtia vuoteen 2027 asti. Tuolloin markkina olisi kasvanut noin 39 miljardin dollarin kokoluokkaan.

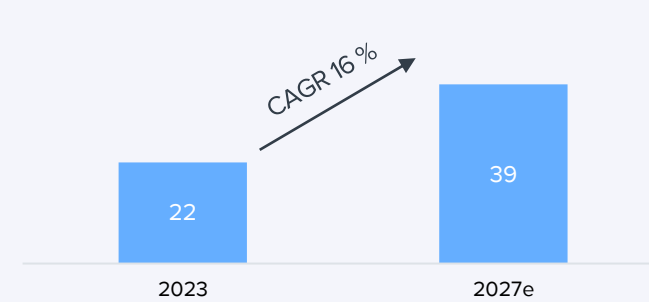
Yritysten päätelaitteiden suojausaloissa markkina on ollut kasvussa, kun automatisoidut uhkien havainnointi- ja reagointituotteet (EDR) ovat tulleet täydentämään EPP-tuotteita. IDC:n arvion mukaan päätelaitteiden suojausmarkkinat kasvoivat vuonna 2022 noin 29 % ja olivat kooltaan 13,1 miljardia dollaria. EDR-tuotteiden kasvua ajaa se, että yrityksiä vastaan tehtyjä tietomurtoja ei huomata usein kuukausiin, mikä on lisännyt tarvetta niiden nopeampaan havainnointiin ja reagointiin. Suuremmilla yhtiöillä on mahdollisuus ostaa järeät havainnointikyvykkyydet hallinnoituna palveluna (kuten WithSecuren Countercept), mutta pienemmille yhtiöille EDR:n ympärille rakennettu ratkaisu on kustannuksiltaan järkevämpi vaihtoehto. Jatkossa markkinan kasvua tukee muun muassa myös Exposure Management -ratkaisujen nousu.

Hallinnoitujen havainnointi- ja reagointipalveluiden (MDR) markkina on viime vuosina kehittynyt vauhdilla. Gartnerin datan pohjalta WithSecurelle relevantti Co-Security -palvelujen markkina (sis. MDR) oli vuonna 2023 kooltaan noin 4 miljardia dollaria. Markkinan odotetaan kasvavan vauhdikkaasti noin 25 % vuodessa vuoteen 2027 asti. Nopeasti kehittynyt markkina on houkutellut paikalle myös paljon kilpailua, ja Gartner on arvioinut, että markkinalla on jo yhteensä yli 600 toimijaa, jotka väittävät tarjoavansa jonkin tasoisia MDR-ratkaisuja. Relevanttejakin toimijoita on useita kymmeniä tai jopa satoja. Kilpailutilanne tällä alueella onkin kiristynyt erityisesti suurten yritysten segmentissä, josta WithSecure alkoi vuoden 2023 aikana suunnata panostuksiaan keskisuurten yritysten suuntaan.

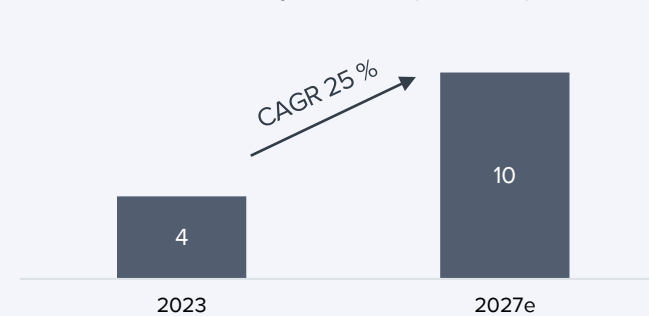
Kyberturvapalveluissa WithSecure on arvioinut yhtiölle relevantin kohdemarkkinan kooksi noin 36 miljardia dollaria ja markkinan odotetaan kasvavan vuosittain noin 11 % vuoteen 2027 mennessä. Konsultoinnissa koronapandemia jarrutti ja osaltaan perui joidenkin organisaatioiden kyberturvahankkeita, mikä näkyi tuolloin monella yhtiöllä kasvun hidastumisena. Venäjän aloittama hyökkäyssota Ukrainaan puolestaan nosti kyberturvallisuusasiat voimakkaasti yritysten arkipäivään, mikä on lisännyt kysyntää konsultoinnille. Etenkin vuonna 2022 kasvun pullonkaulana toimi kuitenkin toimialan kireä osaajapula ja työntekijöiden korkea vaihtuvuus. Viimeisimpänä talousnäköymän jäähtyminen on jarruttanut jälleen tiettyjä konsultointiprojekteja. Nämä tekijät ovat näkyneet myös WithSecuren konsultointiliiketoiminnan pehmeänä kehityksenä viime vuosina.

WithSecuren markkinasegmenttien koko ja kasvu (mrd. USD)

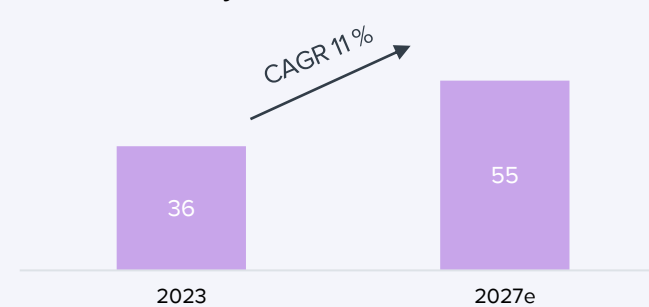
Kyberturvatuotteet (Elements)



Co-Security -palvelut (sis. MDR)



Kyberturvakonsultointi



Lähde: WithSecure & Gartner

Toimiala 3/4

Markkinan ajurit

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

IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten pilvipalvelut, teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti ja uusimpana tekoäly linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden kehittämisessä haasteet ovat tietoturvassa. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen.

Yhtenä trendinä voidaan nostaa myös jatkuvasti kasvava ja monimuotoistuva laitekanta sekä erilaisten järjestelmien ja verkkopalveluiden kytkeytyminen toisiinsa. Tämä tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aiempaa houkuttelevamman verrattuna aikaan, jolloin yritykset vielä toimivat pääosin pelkästään omissa, yksilöllisissä suljetuissa ympäristöissä. Siten digitalisaation eteneminen kasvattaa jatkuvasti potentiaalista hyökkäyspinta-alaa kyberrikollisille. Tämän myötä kyberhyökkäyksistä on kehittymässä ennemminkin vaikeasti havaittavaa tiedostotonta tekniikkaa ja identiteettivarkauksia kuin haittaohjelmia hyödyntäviä operaatioita. Tämän vuoksi kyberuhkille altistumisen hallinnan

(threat exposure management) merkitys kasvaa, kun mahdollista hyökkäyspinta-alaa pyritään tukkimaan ennaltaehkäisevästi. Kyberrikolliset toimivat tänä päivänä myös jatkuvasti ammattimaisemmin ja monia rikollisorganisaatioita johdetaan kuin yrityksiä.

Digitaaliset palvelut ovat tänä päivänä olennainen osa yhteiskuntaa, ja niiden on aina toimittava. Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää yrityksiltä ja valtiolta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Kyberturvallisuuteen liittyvien palveluiden ja tuotteiden kysyntää tukee tällöin myös se, että kyberturvallisuus on yhä useammin kriittinen ja kiinteä osa uutta IT-järjestelmää, digitaalista palvelua tai tuotetta. Tämä tarkoittaa, ettei kyberturvallisuuteen liittyviä ongelmia voida ratkaista vain hankkimalla erillisiä hyllystä toimitettavia tietoturvaohjelmistoja ja -laitteistoja, vaan kyberturvallisuuden ratkaiseminen edellyttää myös korkean tason asiantuntijapalveluiden käyttöä.

Asiakkaan näkökulmasta kyberturvainvestoinnit voi kuitenkin osaltaan nähdä ”pakollisena pahana”, jotka vahingon sattuessa ovat vakuutuksen tavoin korvaamattoman arvokkaita, mutta ilman ongelmia niiden tuottamaa arvoa on vaikeampi nähdä. Monien muiden IT-investointien osalta tuottoja on helpompi mitata esimerkiksi toiminnan tehostumisen kautta. Siten tämä dynamiikka voi etenkin heikommassa taloussyklissä vaikuttaa asiakkaiden ostopäätöksiin, kun investointeja uusiin kyberturvahankkeisiin voidaan lykätä tai joissain tapauksissa myös perua.

Regulaatio lisää tietoturvaratkaisujen kysyntää

Vuoden 2018 toukokuussa voimaan astunut EU:n tietosuoja-asetus (GDPR) on lisännyt kysyntää kyberturvapalveluille. Asetus asetti henkilötietoja käsitteleville organisaatioille uusia velvoitteita, joista esimerkkinä ilmoitusvelvollisuus tietoturvaloukkauksien sattuessa. Asetusta valvovalla viranomaisella on mahdollisuus määrätä sanktioita asetuksen vastaisesta toiminnasta. Sanktiot voivat olla merkittäviä, sillä vakavimmissa rikkeissä sakko on 20 MEUR tai 4 % yrityksen vuotuisesta liikevaihdosta.

Myös vuonna 2024 voimaanastuva NIS2-direktiivi on esimerkki regulaation tuomasta kysynnästä tietoturvalle. Voimaanastuessaan direktiivin piiriin kuuluvien toimialojen määrä kasvaa ja tietoturvaan ja riskienhallintaan liittyvät vaatimukset kasvavat. Myös NIS2:ssa sanktiot voivat olla merkittäviä, mikäli sen piirissä olevat toimijat eivät noudata sitä. Direktiivi koskee kaikkia keskisuuria (>50 henkilöä ja >10 MEUR liikevaihto) ja suuria yrityksiä, jotka toimivat kriittisillä toimialoilla. Lisäksi se koskee myös kaikkia kansallisesti kriittiseksi toimijoiksi määriteltyjä koosta riippumatta.

Toimiala 4/4

Toimialan konsolidaatio jatkuu

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkuttelevat viime vuosikymmenen ajan sektorille paljon investointeja. Tämä on näkynyt pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Myös pörssien puolella on nähty monia uusia kyberturvayhtiöiden listautumisia ja samalla osa listayhtiöistä on päätenyt yritysoston kohteeksi. Järjestelyjen aktiiviteetti huipentui vuosina 2021-2022 nollakorkoajan ylilyöntiin, jonka jälkeen tilanne on rauhoittunut korkojen nousun ja talousnäköymän jäähtymisen myötä.

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

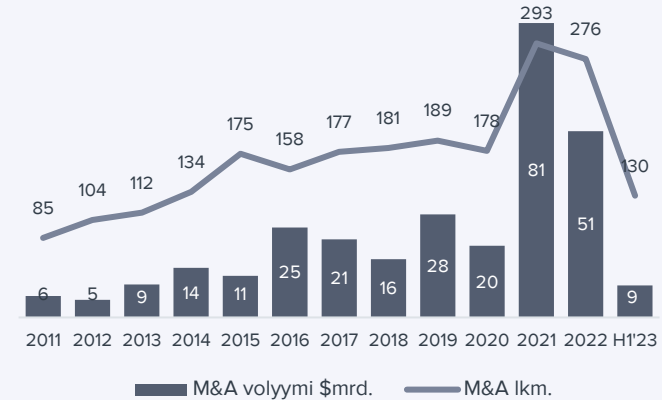
Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen korkealla tasolla, ja myös listattujen

kyberyhtiöiden arvostustasot erityisesti USA:ssa ovat pysytelleet korkeina.

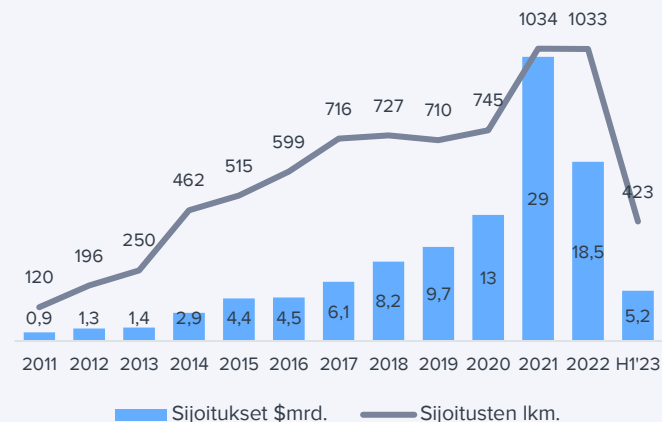
Palveluyhtiöiden osalta osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat olleet monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaan tai ne voivat toimia vaihtoehtoina rekrytoinneille. Tällöin kohteena ovat usein pienet erikoistuneet toimijat. Tuote-yhtiöiden yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfoliotaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturva on jatkuvasti enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdistämään tarjoamiaan. Näemme WithSecuren toimialan konsolidaatiossa paperilla potentiaalisena ostokohteena, mutta myös yhtiön suunnalta voidaan nähdä pienempiä täydentäviä teknologiahankintoja.

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

Kyberturva-alan yrityskaupat



Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin

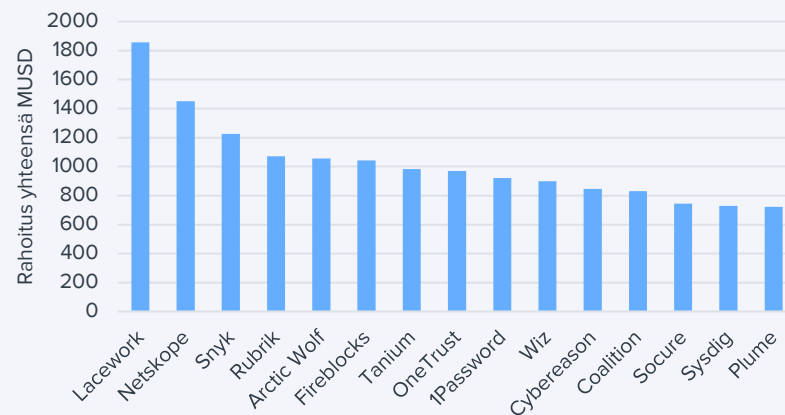


Toimialan yrityskaupat ja sijoitukset

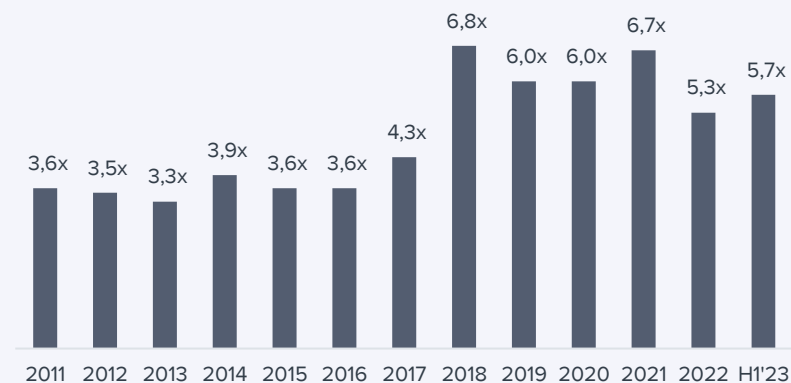
Sektorin yrityskauppoja, joiden arvostuksista julkista tietoa saatavilla

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/S
4/2024	Thoma Bravo	Darktrace	5 200	6,9x
9/2023	Cisco	Splunk	40 760	9,8x
7/2023	Thales	Imperva	3 600	7,2x
2/2023	DNV	Nixu	106	1,5x
2/2023	Francisco Partners	Sumo Logic	1 397	4,2x
1/2023	Thoma Bravo	Magnet Forensic	1 214	10,2x
10/2022	Vista Equity Partners	KnowBe4	4 380	15,1x
10/2022	Thoma Bravo	ForgeRock	1 995	10,6x
8/2022	Thoma Bravo	Ping Identity	2 796	8,0x
8/2022	Turn/River Management	Tufin Software	489	4,2x
5/2022	Broadcom	Vmware	69 248	5,3x
4/2022	Kaseya	Datto	6 028	9,4x
4/2022	Thoma Bravo	SailPoint	7 051	15,2x
3/2022	Google	Mandiant	5 357	9,5x
12/2021	Permira	Mimecast	5 516	8,8x
11/2021	Opentext	Zix	860	3,1x
11/2021	Advent	McAfee	14 000	7,5x
4/2021	Thoma Bravo	Proofpoint	11 489	9,6x
3/2021	STG	McAfee (Yrityслиiketoiminta)	4 000	3,1x
3/2021	Wipro	Capco	1 450	2,0x
11/2020	Nasdaq	Verafin	2 750	19,5x
10/2020	Francisco Partners	Forcepoint	1 100	1,7x
9/2020	Ivanti	Mobileiron	859	4,2x
2/2020	Advent	Forescout	1 884	4,8x
1/2020	LexisNexis Risk Solutions	ID Analytics	375	7,8x
12/2019	F5 Networks	Shape Security	1 028	17,1x
11/2019	Open Text	Carbonite	1 400	3,4x
10/2019	Thoma Bravo	Sophos	3 948	5,1x
8/2019	Broadcom	Symantec Enterprise	10 700	4,6x
8/2019	Vmware	Carbon Black	2 100	9,1x
5/2019	Orange	SecureLink	576	2,1x
2/2019	Carbonite	Webroot	618	2,9x
11/2018	BlackBerry	Cylance	1 500	11,5x
10/2018	Thoma Bravo	Imperva	1 800	5,2x
8/2018	Cisco Systems	Duo Security	2 350	>20x
6/2018	F-Secure	MWR Infosecurity	110	3,1x
12/2017	Thales	Gemalto	5 541	1,8x
11/2017	Warburg Pingus	Cyren	119	3,8x
11/2017	Thoma Bravo	Barracuda Networks	1 405	3,8x
7/2017	Open Text	Guidance Software	245	2,1x
2/2017	Sophos Group	Invincea	120	4,8x
2/2017	Palo Alto Networks	LightCyber	105	10,5x
1/2017	Keysight Technologies	Ixia	1 603	3,3x
11/2016	Symantec	LifeLock	2 362	3,6x
9/2016	TPG	McAfee	4 200	2,5x
7/2016	Avast	AVG	1 463	3,4x
6/2016	Symantec	Blue Coat	4 722	7,9x
		Mediaani	1 482	5,0x
		Keskiarvo	5 147	6,6x

Eniten rahoitusta keränneitä listaamattomattomia kyberturvayhtiöitä



Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin (LTM)



Kilpailu 1/2

Nopeasti kasvava markkina houkutellut paikalle paljon kilpailua

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

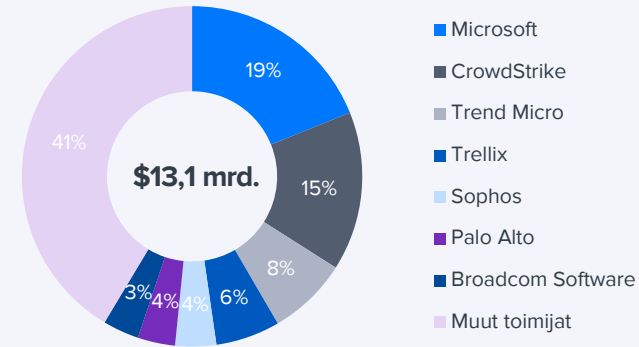
Kasvaneeseen kilpailuun vastatakseen perinteiset ja pidempään markkinoilla olleet toimijat pyrkivät rakentamaan tarjoamistaan entistä kokonaisvaltaisempia, mikä on kiihdyttänyt alan konsolidaatiota, kun isommat pelurit ostavat pienempiä tuote- ja palveluyhtiöitä. Myös uuden sukupolven yhtiöt ovat alkaneet muuttua enemmän kyberturva-alustoiksi, jotka tarjoavat tuotteita ja palveluita yhä laajemmalla paletilla.

Päätelaitteiden suojaustuotteissa kilpailu on kovaa ja kilpailukenttä melko etabloitunut. WithSecuren kilpailijoita ovat lukuisat päätelaitteiden suojausohjelmistoja tarjoavat yhtiöt, joista perinteisiä nimiä ovat muun muassa Sophos, Symantec (Broadcom), Trellix (aik. McAfee Enterprise ja FireEye) sekä Trend Micro. Suoraan

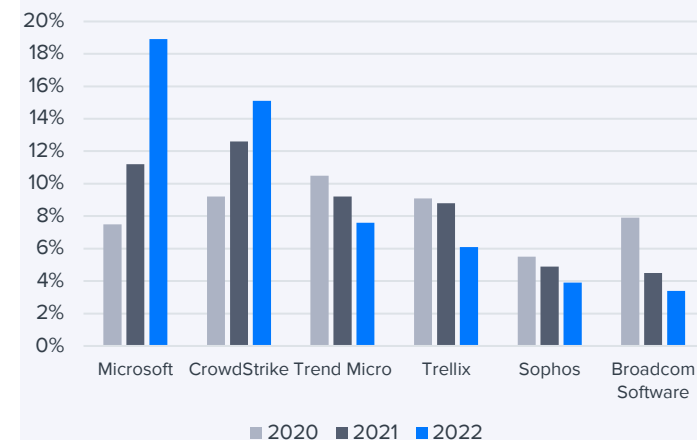
pilviaikakaudelle syntyneitä isompia kilpailijoita ovat CrowdStrike ja SentinelOne, jotka ovat viime vuosina voittaneet markkinaosuuksia perinteisiltä toimijoilta. Myös Microsoft on noussut viime vuosina erittäin vahvaksi toimijaksi päätelaitteiden suojauksessa. Kokonaisuutena Microsoft on yritystietoturvan markkinoilla vahva toimija hyvien tuotteiden, erittäin vahvan jakeluvoimansa sekä kilpailukykyisen hinnoittelun avulla. Microsoftin kyberturvasta tuleva liikevaihto on vuositasolla yli 20 miljardia dollaria, mikä tekisi siitä itsenäisenä yhtiönä maailman suurimman kyberturvayhtiön. Arviomme mukaan Microsoftin voimakas kasvu päätelaitteiden suojauksessa on vaikuttanut negatiivisesti myös WithSecuren kasvuun viime vuosina.

Vaikka viime vuosien kehitys kilpailukentässä näyttää tietyiltä osin huolestuttavalta WithSecuren näkökulmasta, tarjoaa edelleen hyvin fragmentoitunut ja kooltaan suuri markkina yhtiölle hyvin tilaa kasvaa. Suurelta markkinalta löytyy aina tiettyjä taskuja, missä pienet ja keskisuuret erikoistuneet toimijat mahtuvat operoimaan, vaikka isossa kuvassa markkina keskittyisi muutaman isomman toimijan käsiin. Kaiken kaikkiaan markkinan kova kilpailupaine on näkemyksemme mukaan kuitenkin yksi keskeisimpiä pitkän aikavälin uhkatekijöitä WithSecuren kasvutarinalle niin kasvun kulmakertoimen kuin kannattavuutta mahdollisesti nakertavan hintapaineen kautta.

Päätelaitteiden suojausmarkkinan jakautuminen 2022



Suurimpien toimijoiden markkinaosuuden kehitys päätelaitteiden suojauksessa



Lähde: IDC

Kilpailu 2/2

Kilpailutekijät kyberturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää tai havaita haittaohjelmia luonnollisesti on yksi kilpailutekijä, mutta tänä päivänä eri toimijoiden ratkaisujen välillä erot voivat olla ostajan näkökulmasta hyvin pieniä. Päätelaitteiden suojaustuotteissa alalle tulon kynnyks on pienentynyt tekoälyn ja pilviympäristöjen tarjotessa tarvittavat algoritmit sekä kapasiteetin ohjelmistoille. Samalla havainnointi- ja reagointikyvykkyudet alkavat olla tuotteissa välttämättömiä ominaisuuksia, jos joitakin vuosia sitten niillä pystyi vielä jollain tasolla erottumaan kilpailussa. Kyberturva on isoilta osin myös luottamusbisnestä, jonka vuoksi asiakkaiden luottamus tuotteeseen ja sitä tarjoavaan yritykseen ovat tärkeitä. Luottamusta herättävä brändi on siis vahva kilpailutekijä.

Jakelukanavien rooli kilpailussa on myös merkittävä, sillä ilman toimivia kanavia tuoteliiketoimintaan on vaikea saada volyymia ja sitä kautta skaalautuvuutta. Etenkin yritystietoturvassa tuotteita myydään pääosin palvelukumppanien kautta ja tuoteratkaisut pitää pystyä rakentamaan siten, että ne mahdollistavat myös palvelukumppanille mahdollisuuden rakentaa lisäarvopalveluita tuotteen päälle. Tämän vuoksi tuoteyhtiöt kilpailevat myös kumppaneista, ja pääsy jakelijan ensisijaisesti suositelluksi ohjelmistoksi vaatii panostuksia kumppanuussuhteeseen ja/tai houkuttelevaa hinnoittelua kumppanin näkökulmasta.

Keskisuurissa ja suurissa asiakkuuksissa tuotetarjooman yhtenäisyys korostuu kilpailutekijänä, sillä tämä asiakaskunta ostaa

mieluummin kerralla laajan kokonaisratkaisun useiden pistemäisten tuoteratkaisujen sijaan. Silti markkina on edelleen hyvin pirstaloitunut ja organisaatioissa suojattavia kokonaisuuksia riittää paljon myös WithSecuren ratkaisutarjooman ulkopuolella. Tyypillisesti suuremmilla asiakkailla on käytössä tietoturvaratkaisuja useilta eri toimittajalta ja erilaisten ratkaisujen kokonaislukumäärä voi nousta edelleen useisiin kymmeniin.

WithSecuren keinot erottautua kilpailussa

WithSecurella on erityisesti hyvä maine päätelaitteiden suojaustuotteissa pienten ja keskisuurten yritysten keskuudessa Pohjois-Euroopassa. Tämä pohjautuu yhtiön pitkäaikaiseen ja vankkaan osaamiseen uhkien tunnistamisessa ja niiden torjumisessa. Osoituksena tästä toimivat yhtiön voittamat lukuisat palkinnot haittaohjelmien tunnistustesteissä.

WithSecure on jo vuosia pyrkinyt vahvistamaan brändiään yrityspuolella, jotta yhtiö mielletäisiin vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberturvataloksi, jonka ratkaisut kattavat myös suurempien yritysten tietoturvatarpeet. Nimenmuutos F-Securesta WithSecureksi ja osittaisjakautumisen myötä täysi keskittyminen yritystietoturvaan olivat luonnollista jatkumoa tällä matkalla.

Päivitettyssä strategiassaan WithSecure keskittyy erityisesti keskisuurin asiakkuuksiin (200-2000 työntekijää), sillä yhtiö ei rajallisista resursseistaan johtuen pärjää suurimmissa asiakkuuksissa kilpailussa. Vuonna 2023 yhtiö kommentoi menettäneensä tiettyjä aiempina vuosina

voitettuja isoja Countercept-asiakkuuksia. Keskisuurissa asiakkuuksissa WithSecuren tuotteet ovat kilpailukykyisiä ja yhtiö pystyy erottautumaan pääasiassa amerikkalaistaustaisista kilpailijoistaan eurooppalaisuudella, mikä painaa vaakakupissa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa. Lisäksi yhtiö pystyy tarjoamaan tuotteita täydentäviä palveluita, joita ei löydy kaikkien kilpailijoiden tarjoomasta.

WithSecuren laaja kumppanikanava on yhtiölle myös voimavara ja tuo myyntiin skaalautuvuutta. Pilvipohjainen Elements-alusta on myös helpottanut useampien tuotteiden myymistä olemassa oleville asiakkaille. Kanavakumppaneista kilpailtaessa yhtiö pyrkii huomioimaan kumppanit kilpailijoitaan paremmin tarjoamalla heille hyvien tuotteiden lisäksi tukea, työkaluja, koulutusta. Luonnollisesti myös tuotteiden hinnoittelun pitää olla kumppaneille mahdollisimman houkuttelevalla tasolla.

Kilpailukenttä

Kilpailukenttä päätelaitteiden suojauksessa

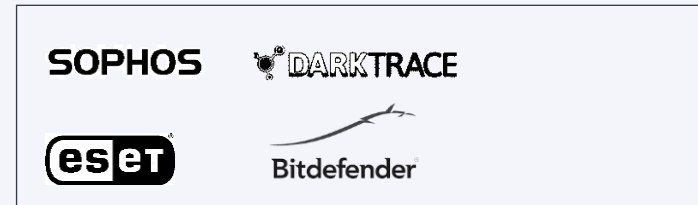


Valikoituja kilpailijoita WithSecuren ohjelmistotuotteille

Pohjois-Amerikkalaiset ja muut maat



Eurooppalaiset*



Lähde: Gartner, Inderes, *Sophos:n ja Darktracen pääkonttorit Euroopassa, mutta omistajana amerikkalainen pääomasijoitusyhtiö Thoma Bravo

Strategia 1/2

Muutosmatka yritystietoturvaan keskittyväksi kyberturvayhtiöksi

Vuonna 2015 WithSecure aloitti muuntautumisen kuluttajaliiketoimintaan keskittyneestä antivirusyhtiöstä kohti laaja-alaisempaa kyberturvayhtiötä, jonka painopiste on nopeasti kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla. Muutoksen lähtölaukaus oli kuluttajakeskeisen pilvitallennusliiketoiminnan myynti ja nSensen osto, jolla yritystietoturvan tarjoomaa ja osaamista laajennettiin merkittävästi. Samalla yritystietoturvassa tuotekehityksen fokus siirtyi erityisesti tietomurtojen havainnointi- ja reagointiratkaisujen kehittämiseen. Kyberturvakonsultointia vahvistettiin myös kahdella pienemmällä yritysostolla vuonna 2017.

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

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

WithSecuren muutosmatka sai sinetin kesäkuussa 2022, jolloin kuluttajietoturvaliiketoiminta irtautui

osittaisjakautumisella omaksi pörssiyhtiöksi (F-Secure). Samalla maaliskuussa 2022 tehdyn suunnatun annin avulla WithSecuren taloudellinen liikkumavara kasvuinvestointeja varten turvattiin.

Päivitetty strategia: SaaS-mallilla toimiva keskisuurten yhtiöiden tietoturvatointittaja

WithSecure päivitti strategiaansa lokakuussa 2023. Strategiassa yhtiö fokuoitetuu SaaS-mallilla toimivaksi keskisuurten yhtiöiden tietoturvatointittajaksi, joka hyödyntää vahvaa partnerikanavaansa myynnin skaalautuvuuden saavuttamiseksi.

WithSecure keskittyy strategiassaan keskisuurten asiakkaiden (200–2000 työntekijää) palvelemiseen yhtiön Elements-ohjelmiston ja Co-security-yhteistoimintapalveluiden avulla partnerikanavan kautta. Tässä kohderyhmässä on selkeä tarve suojautua kohdennettuja hyökkäyksiä vastaan, mutta käytettävissä olevat kyberturvabudjetit ovat kuitenkin rajallisia, joten tietoturvainvestoinneilta halutaan saada mahdollisimman paljon tehoja irti. Tähän kohderyhmään WithSecure arvioi pystyvänsä tarjoamaan kilpailukykyisiä tuotteita ja jo valmis laaja kumppaniverkosto auttaa myynnin skaalaamisessa. Uusien kumppanien löytäminen sekä nykyisten tukeminen ovat kuitenkin tärkeitä tekijöitä tulevaisuuden kasvun rakentamisessa.

Maantieteellisesti WithSecuren kasvupanostusten painopiste on Suomessa, DACH-maissa, Ranskassa, Iso-Britanniassa ja Japanissa. Muilla markkinoilla (esim. USA) huolehditaan enemmän nykyisestä asiakaskannasta hyvää kannattavuutta tavoitellen. Pohjois-Amerikassa kilpailutilanne on

äärimmäisen kireä ja markkinan suuria toimijoita on vaikea haastaa WithSecuren muskeleilla tai se tulisi todennäköisesti hyvin kalliiksi.

WithSecuren tuotetarjooma rakentuu pilvipohjaisen Elements-alustan ja sitä täydentävien palveluiden ympärille. Yhtiö on vuoden 2024 aikana täydentämässä tuoteportfoliota Exposure Management -ratkaisulla, joka on vielä hyvin alkuvaiheessa oleva uusi alue yritysten tietoturvassa. Tämä voi tarjota WithSecurelle selvää kasvupotentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu pääsemään markkinalle eturintamassa. Riskinä näemme kyberturvamarkkinan kovan kilpailupaineen, ja aiemminkin lupaavat uudet tuotealueet (esim. MDR) ovat lopulta hautautuneet kilpailijoiden tulvaan, jolloin hyvin kannattavan liiketoiminnan tekeminen käy vaikeaksi.

Uusien tuotteiden lisäksi WithSecuren kasvun kannalta keskiössä on laajentuminen nykyisten asiakkaiden sisällä. Useamman moduulin myynnistä perinteisille päätelaitteiden suojausasiakkaille (EPP) on puhuttu jo vuosia, ja tässä on käsityksemme mukaan kohtuullisesti onnistuttu esimerkiksi EDR:n osalta. Exposure Managementin sisältävällä tulevalla tuotetarjoomalla yhtiö arvioi käyttäjäkohtaisen laskutuksen olevan parhaimmillaan noin 6 kertaa suurempi pelkkään EPP-asiakkuuteen nähden, mikäli kaikki moduulit ovat käytössä. Siten onnistuneella lisämyynnillä jo nykyinen asiakaskanta tarjoaa huomattavaa kasvupotentiaalia.

Strategia 2/2

Konsultoinnin ja CPSF-liiketoiminnan strategia vaihtoehtoja arvioidaan

WithSecuren päivitetystä strategiassa suuryrityksille suunnattujen Cloud Protection for Salesforce -liiketoiminnan sekä kyberturvakonsultoinnin itsenäisyyttä on kasvatettu, ja näiden osalta yhtiöllä on käynnissä strategisten vaihtoehtojen arviointi. Erityisesti konsultointiliiketoiminnan osalta divestointi näyttää mielestämme todennäköiseltä vaihtoehdolta, mutta Cloud Protection for Salesforcele yhtiö vaikuttaisi enemmänkin etsivän ulkopuolista rahoitusta (uusi osaomistaja) liiketoiminnan skaalaamiseksi.

Näkisimme konsultoinnin divestoinnin tervetulleena, sillä sen operoiminen kannattavasti on osoittautunut vuosien mittaan vaikeaksi. Samalla näemme, että siitä voisi olla mahdollisuus irtaantua suhteellisen hyvällä arvostuksella, etenkin suhteessa WithSecuren omaan arvostukseen peilattuna. Esimerkiksi kyberturvapalveluita tarjoava Nixu ostettiin pörssistä noin 1,5x liikevaihtokertoimella, joskin markkinatilanne ja korkotaso olivat tuolloin vielä nykyistä suotuisammassa asennossa.

Taloudelliset tavoitteet

Strategiapäivityksen yhteydessä WithSecure totesi, etteivät aiemmin annetut taloudelliset tavoitteet ole enää voimassa. Uudet tavoitteet annetaan, kun konsultoinnin ja CPSF-liiketoiminnan strategiset arviointit saadaan päätökseen. Aiemmin WithSecuren tavoitteet indikoivat selkeästi kaksinumeroista liikevaihdon kasvua ja yli 20 %:n oikaistua

käyttökatemarginaalia keskipitkällä aikavälillä.

Näemme hyvällä strategian toteuttamisella yhtiön Elements-ohjelmistoliiketoiminnalla edellytykset kaksinumeroiseen kasvuun keskipitkällä aikavälillä, mikä heijastelisi pitkälti myös yhtiön kohdemarkkinoiden kasvunopeutta. Vähintään 20 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin saavuttaminen pitäisi näkemyksemme mukaan olla jatkossakin minimivaatimus ohjelmistoliiketoiminnan korkeiden bruttomarginaalien valossa.

WithSecuren kehitysvaiheesta johtuen odotamme osinkohanojen pysyvän kiinni keskipitkällä aikavälillä ja pääomien allokoituvan kasvun tavoitteluun.

Yrityskaupat

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

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

Vuonna 2018 WithSecure osti brittiläisen noin 400 henkeä työllistäneen ja noin 31 MEUR:n liikevaihtoa tehneen MWR InfoSecurityn. Lisäkauppahinta huomioiden lopullinen käteisellä maksettu kauppahinta oli 85 miljoonaa puntaa. Järjestelyn EV/S-kerroin oli noin 3,1x, mikä oli linjassa WithSecuren omaan arvostukseen kauppahetkellä. Jälkikäteen tarkasteltuna maksettu hinta oli näkemyksemme mukaan korkea, vaikka kaupan myötä WithSecuren strategia ja muutosmatka yritystietoturvaan keskittyväksi yhtiöksi vauhdittui selvästi. Erityisesti kauppa näyttää huonolta sen valossa, että sen mukana tullutta konsultointiliiketoimintaa on jo divestoitu, ja todennäköisesti suurin osa lopustakin konsultoinnista tullaan divestoimaan huomattavasti matalammalla arvostuksella. Konsultoinnin kehitys WithSecuren alla on ollut viime vuosina myös hyvin vaisua. Yrityskauppa kuitenkin kasvatti WithSecuren maantieteellistä peittoa ja toi tuoteportfolioon strategisesti tärkeitä havainnointi- ja reagoitintarkaisuja täydentäviä teknologioita (Countercept), mitkä ovat olleet yhtiön kehityksen kannalta hyviä asioita.

WithSecuren strategia

Visio: Johtava eurooppalainen tietoturvayhtiö, jota kyberrikolliset vihaavat ja kumppanit rakastavat

Strategian painopistealueet

Pilvipohjainen Elements- tuoteportfolio

- Modulaarinen Elements-ohjelmisto ja sitä tukevat Co-security -yhteistoimintapalvelut
- Teknologisesti kilpailukykyiset tuotteet
- Kumppanien näkökulmasta tuotteet mahdollistavat lisäarvopalveluiden tarjoamisen niiden ympärille
- Kyberuhkille altistumisen hallinta (Exposure Management) uutena lisäyksenä tarjotaan vuoden 2024 aikana
- Lisä- ja ristiinmyyntipotentialin realisoituminen nykyiseen asiakaskantaan

Keskisuuret asiakkaat kumppanikanavan kautta

- 200-2000 henkilön yritykset ensisijaisena kohderyhmänä
- Tarve suojautua kohdennettuja hyökkäyksiä vastaan, mutta kyberturvabudjetit rajallisempia
- Valmiiksi laaja kumppaniverkosto auttaa myynnin skaalaamisessa
- Uusien hyvien kumppanien voittaminen myös tärkeää

Eurooppalainen vaihtoehto tietoturvakumppaniksi

- Eurooppalaisuus toimii erottautumistekijänä amerikkalaispainotteista kilpailijajoukkoa vastaan
- Kasvumarkkinat: Suomi, DACH, Ranska, Iso-Britannia ja Japani
- Muilla markkinoilla (mm. Benelux, Ruotsi, Norja, Tanska, USA) fokus nykyisten asiakkaiden palvelemisessä hyvää kannattavuutta tavoitellen

Taloudelliset tavoitteet

- Uudet tavoitteet annetaan, kun konsultoinnin ja CPSF-liiketoiminnan strategiset arvioinnit saadaan päätökseen
- Aiemmin WithSecuren tavoitteet indikoivat selkeästi kaksinumeroista liikevaihdon kasvua ja yli 20 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia keskipitkällä aikavälillä
- Näemme hyvällä strategian toteuttamisella yhtiön Elements-ohjelmistoliiketoiminnalla edellytykset kaksinumeroiseen kasvuun keskipitkällä aikavälillä, mikä heijastelisi pitkälti myös yhtiön kohdemarkkinoiden kasvunopeutta
- Vähintään 20 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin saavuttaminen pitäisi näkemyksemme mukaan olla minimivaatimus ohjelmistoliiketoiminnan korkeiden bruttomarginaalien valossa

Taloudellinen tilanne 1/3

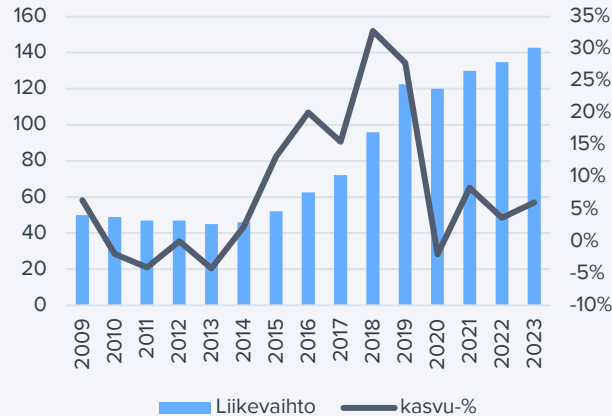
Liikevaihdon kasvu hidastunut viime vuosina, mutta kannattavuuskäänte edennyt hyvin

Vuonna 2015 WithSecure alkoi panostaa merkittävästi nopeasti kasvaville yritystietoturvan markkinoille ja kasvua on tehty sekä orgaanisesti että yritysostoin. Yritystietoturvaliikevaihto oli vuonna 2014 noin 46 MEUR ja vuonna 2023 WithSecuren liikevaihto oli noin 143 MEUR. Tämä tarkoittaa keskimäärin 12 %:n vuosikasvua, josta suurin osa on tullut orgaanisen kasvun kautta. Yhtiön kasvuvauhti on hidastunut vuodesta 2020 alkaen, missä näkyvät mm. koronapandemia, konsultointiliiketoiminnan haasteet, yritysten kiristyneet IT-budjetit heikentyneessä talousympäristössä sekä kilpailutilanteen tiukentuminen.

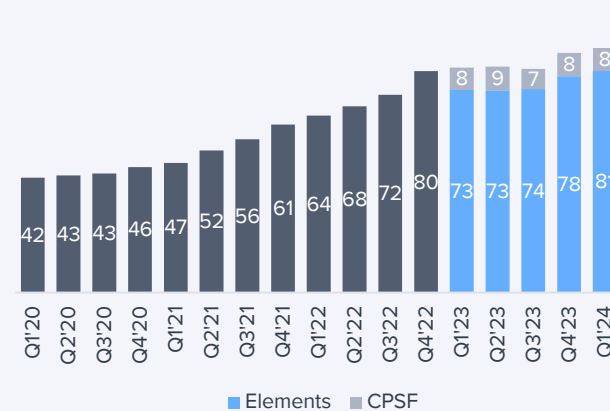
WithSecuren strategian keskiössä olevien pilvipohjaisten tuotteiden jatkuva vuosilaskutus (ARR) oli Q1'24:n lopussa 88,7 MEUR, missä on kasvua 9 % edellisvuodesta. Kasvu jäi vuonna 2023 hieman vajaaksi yhtiön tavoitteista, mikä johti myös näkymien laskuun edellä mainituista syistä. Jatkuvan liikevaihdon kehityksessä on kuitenkin nähtävissä lieviä piristymisen merkkejä aivan viime aikoina.

Historiassa WithSecuren strategiassa kasvua on haettu kannattavuuden kustannuksella, mikä on näkynyt selkeästi negatiivisena tuloskehityksenä. Jakautumisen jälkeen yhtiön kasvuambitiot olivat korkealla ja organisaatio oli mitoitettu selvästi toteutunutta vahvempaan kasvuun. Siten yhtiö joutui sopeuttamaan kustannusrakennettaan merkittävästi vuoden 2023 aikana. Näiden toimien seurauksena oikaistu käyttökate nousi Q4'23:lla ensimmäistä kertaa 0,2 MEUR positiiviseksi ja kannattavuuskäänte eteni myös Q1'24:llä.

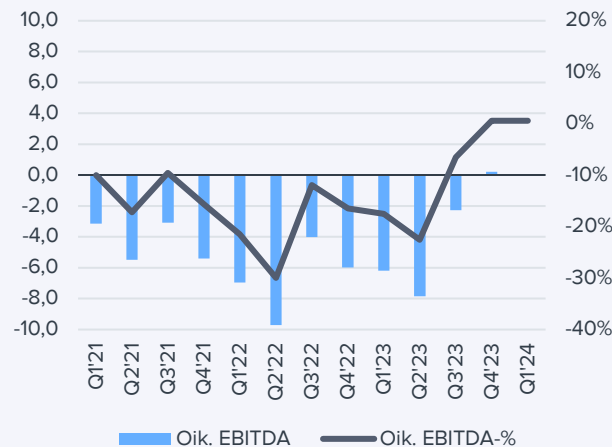
WithSecuren yritystietoturvan liikevaihdon kehitys



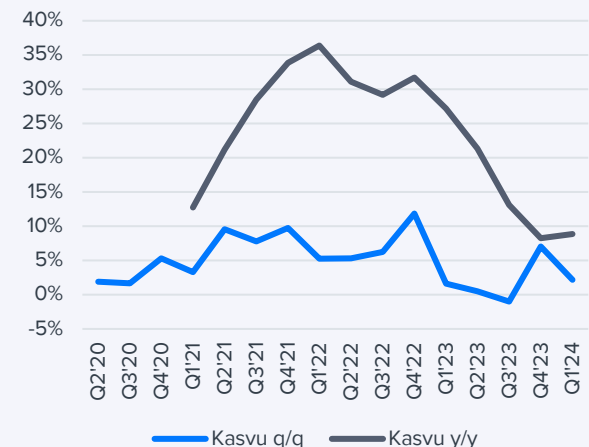
Pilvipohjaisten tuotteiden jatkuvan liikevaihdon kehitys



Oikaistun käyttökateen kehitys kvartaaleittain



Pilvipohjaisten tuotteiden ARR:n kasvu-%



Taloudellinen tilanne 2/3

Kulurakenne

Tehtyjen kustannussäästöjen myötä WithSecuren kulurakenne on nyt terveellä pohjalla, ja onnistuessaan liikevaihdon kasvun pitäisi alkaa heijastua tulosriveille. Kustannusrakenteen sopeutus näkyy parhaiten vuosineljänneksen operatiivisen kulurakenteen kehityksessä.

Raportoituja lukuja nostattavat uudelleenjärjestelyistä aiheutuneet kertaerät sekä konsultointiliiketoimintaan tehty 6,2 MEUR:n alaskirjaus. Lisäksi vuosina 2022-2023 suhteellista kulurakennetta nostivat TSA-sopimuksen nojalla F-Securelle tuotettavien palveluiden kustannukset (näkyvät tuotekehityksen ja hallinnon kuluissa). Näihin liittyvät tuotot (2023: 6,9 MEUR) puolestaan näkyvät liiketoiminnan muissa tuotoissa.

WithSecuren bruttokate parani vuonna 2023 noin 5 %-yksikköä 70,2 %:iin, missä näkyy ohjelmistoliiketoiminnan kasvava osuus sekä konsultoinnin parantunut tehokkuus. Palveluiden tuottamiseen liittyvien kustannusten lisäksi myynnin suoriin kuluihin kirjataan muun muassa pilvipohjaisten palvelujen tuottamisesta ja asiakastuesta aiheutuvat kustannukset. Bruttokate-%:ssa on edelleen selvää nousuvaraa, kun pilvipohjaisten tuotteiden osuus liikevaihdosta kasvaa.

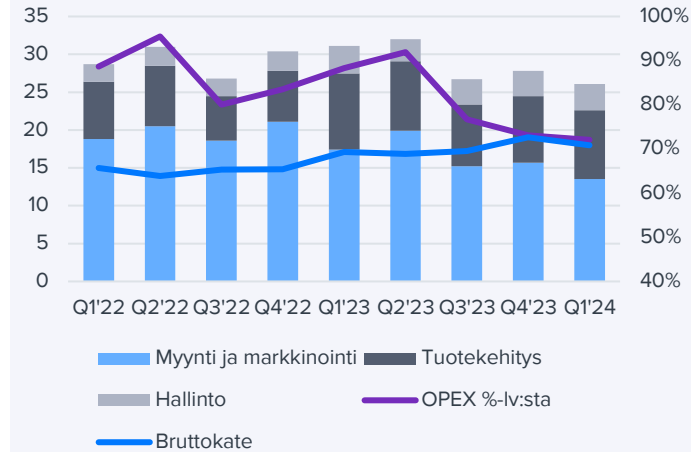
Myynnin ja markkinoinnin kulut vastasivat 51 % liikevaihdosta vuonna 2023. Kuluerä koostuu henkilöstön palkoista, markkinointikuluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Viime vuonna tehtyjen kulusopeutusten myötä näiden kulujen suhteellisen osuuden pitäisi laskea selvästi vuonna 2024. Myös pidemmällä aikavälillä tässä

kuluerässä on skaalautumispotentiaalia kasvun mukana. Uusiasiakashankinta ja myyntitoimet ylipäättään ovat kuitenkin kyberturvamarkkinalla suhteellisen kalliita, joka osaltaan rajoittaa erän skaalautumista.

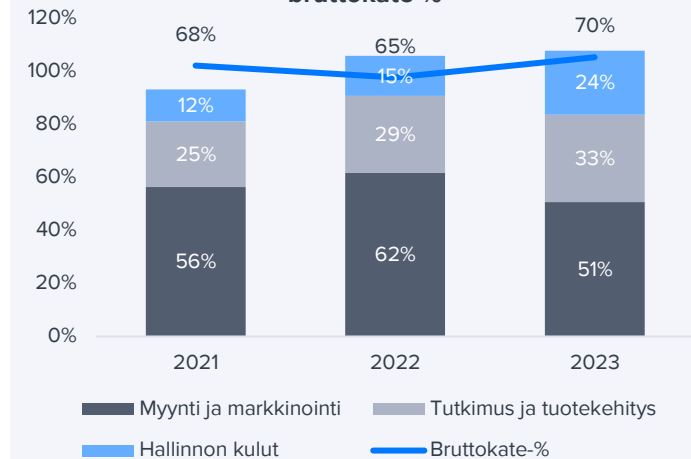
Tuotekehitysmenot olivat vuonna 2023 noin 33 % liikevaihdosta. TSA-sopimusten päättymisen myötä kuluerän suhteellisen osuuden liikevaihdosta pitäisi laskea tänä vuonna, mutta muuten odotamme kuluerän osuuden liikevaihdosta skaalautuvan vain lievästi pitkällä aikavälillä. Kilpailukyvyyn ylläpito vaatii jatkuvia panostuksia tuotekehitykseen. WithSecure aktivoi kehitysmenoja taseeseen maltillisesti, aktivoitujen menojen oltua viime vuonna 3,0 MEUR.

Hallinnon kulut olivat vuonna 2023 noin 24 % liikevaihdosta, mitä paisuttivat huomattavasti alaskirjaukset ja kertaerät. Tänä vuonna kuluerän suhteellinen osuus laskee arviomme mukaan huomattavasti ja siinä on myös pidemmällä aikavälillä hieman skaalautumispotentiaalia.

Operatiivisen kulurakenteen* ja bruttokatteen kehitys



Raportoitu kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Taloudellinen tilanne 3/3

Rahavirta ja rahoitusasema

Tappiollisesta tuloksesta johtuen WithSecuren liiketoiminnan rahavirta oli vuonna 2023 vielä selvästi negatiivinen (-23 MEUR). Loppuvuodesta edenneen kannattavuuskäänteen myötä rahavirta oli kuitenkin Q4:llä jo 1,7 MEUR plussalla. WithSecure on viime vuodet rahoittanut kasvuinvestointejaan keväällä 2022 tehdyllä 77 MEUR:n suunnatulla osakeannilla. Kannattavuuskäänteen myötä kassa ja likvidit varat (Q4'23: 36,6 MEUR) eivät tule jatkossa myöskään enää kutistumaan olennaisesti, joten yhtiön rahoitusasema on hyvin vakaalla pohjalla strategian toteuttamista varten.

Yleisesti WithSecuren rahavirtaa on historiassa tukeneet asiakkailta saadut ennakkomaksut, sillä sopimusten maksut on usein saatu heti sopimuskauden alussa. Tämän ansiosta WithSecuren käyttöpääoma on selvästi negatiivinen. Siirtymä SaaS-malliin on kuitenkin kasvattanut kuukausittain laskutettavaa asiakaskantaa, jonka myötä saadut ennakot (Q4'23: 66,9 MEUR) ovat muutoksen myötä rakenteellisessa lievässä laskutrendissä.

Viime vuosien tappioista huolimatta WithSecuren tase on edelleen hyvässä kunnossa, kun vuoden 2023 lopun omavaraisuusaste oli 73 % ja nettovelkaantumisaste -22 %. Vahva tase antaa liikkumavaraa strategian toteuttamiseen ja mahdollistaa tilaisuuden tullen myös tuoteportfoliota täydentäviä yritysostoja. Korollista pankkilainaa yhtiöllä ei ole tällä hetkellä ollenkaan, mutta reservistä löytyy tarvittaessa 20 MEUR:n luottolimiitti.



Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme WithSecuren liikevaihdon kehitystä yhtiön raportoimien kolmen segmentin kautta. Yhtiön ydinliiketoimintaa edustavassa Elements-yhtiö -segmentissä ennustamme erikseen sen alla raportoitavia liikevaihtoeriä (Pilvipohjaiset tuotteet ja -palvelut, Paikallisesti hallinnoidut tuotteet sekä Muut tuotteet). WithSecure panostaa strategiassaan erityisesti pilvipohjaisiin tuotteisiin ja näitä tukeviin palveluihin, joiden odotamme toimivan kasvun ajurina tulevina vuosina. Samaan aikaan odotamme paikallisesti hallinnoitujen tuotteiden liikevaihdon asteittain laskevan WithSecuren pyrkiessä siirtämään asiakkuuksia pilvipohjaisiin ratkaisuihin.

Arviomme mukaan WithSecuren tuoteliikevaihdesta vielä merkittävä osa tulee päätelaitteiden suojaustuotteista (EPP). Viime vuosina EDR- ja MDR-ratkaisut ovat kuitenkin kasvaneet mittaluokkaan, jossa ne ovat tärkeitä kasvun ajureita. Arviomme mukaan Elements-alustalle tehty/tehtävät uudet tuotelanseeraukset (mm. Exposure Management) tukevat osaltaan keskipitkän aikavälin kasvunäkymää, mutta lyhyellä aikavälillä näiden vaikutus on todennäköisesti rajallisempi.

Erikseen raportoitavan Cloud Protection for Salesforce -liiketoiminnan kasvu on lyhyellä aikavälillä hidastunut. Tähän on vaikuttanut muun muassa yksittäisen ison asiakkaan ostokäyttäytymisen muuttuminen. WithSecure oli Q1'24-tuloksen yhteydessä luottavainen, että tilanne tämän osalta paranee jatkossa. Muutenkin liiketoiminnan pitäisi kääntyä kasvuun loppuvuoden aikana, ja keskipitkän aikavälin kasvunäkymät ovat hyvät.

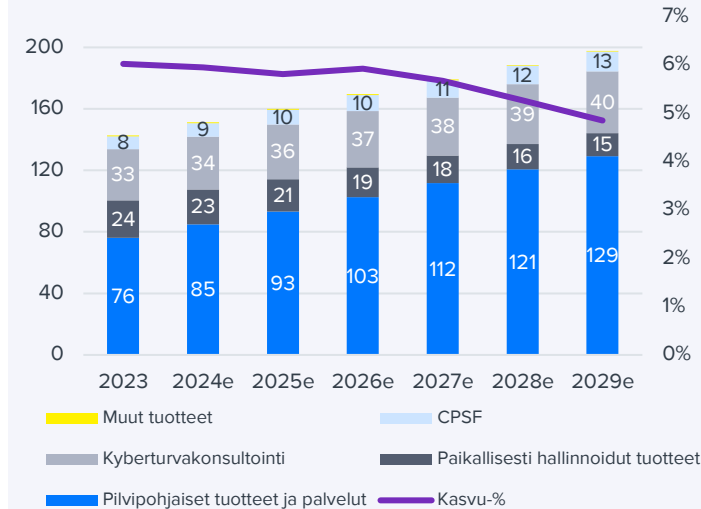
Konsultoinnissa haasteet alkoivat hellittää vuoden 2023 loppupuolella ja pehmeästä vuoden 2024 aloituksesta huolimatta tilauskanta on hyvällä tasolla. Siten odotamme täällä lähivuosille maltillista noin 3 %:n kasvua. Yhtiö kommentoi konsultoinnin osalta Q4:llä nähdyn reilu 10 MEUR:n liikevaihdon olevan nykyisellä kapasiteetilla melko maksimit. Q1:llä nähty 7,6 MEUR oli taas matala taso.

Kannattavuuden osalta odotamme WithSecuren käänteeseen etenevän tulevina vuosina, missä jo tehtyjen kulusäästöjen lisäksi liikevaihdon kasvun pitäisi alkaa yhä vahvemmin heijastua tulosriveille. Pilvipohjaisten tuotteiden kasvaessa yhtiön bruttomarginaalin (2023: 70 %) pitäisi nousta vielä useita prosenttiyksikköjä. Samalla muiden operatiivisten kuluerien (myynti ja markkinointi, tuotekehitys ja hallinto) pitäisi skaalautua kasvun mukana. Emme odota WithSecuren maksavan osinkoja keskipitkällä aikavälillä, vaan ohjaavan pääomansa kasvun tavoitteluun.

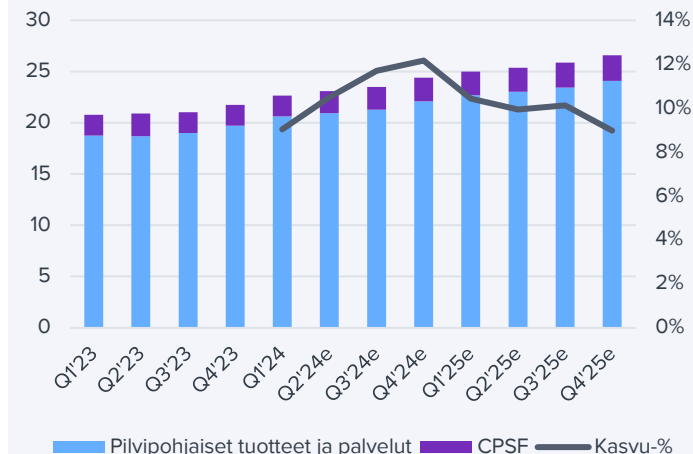
Vuoden 2024 ennusteet

Näkymissään WithSecure ennakoi koko konsernin liikevaihdon kasvavan 6–12 %, missä Pilvipohjaiset tuotteet ja -palvelut (kasvu 10–16 %, ARR kasvu 10–20 %) toimii keskeisenä ajurina. Oikaistun käyttökäteen arvioidaan olevan positiivinen, mikä alkuvuodesta nähdyn kehityksen perusteella näyttää hyvin realistisesti saavutettavalta. Viime vuoden kasvupettymysten sekä Q1:llä nähdyn konsultoinnin pehmyyden vuoksi riskit nykyisen konsernitason kasvuohteistuksen toteutumisen suhteen ovat koholla. Liiketoiminnan todennäköisen divestoinnin yhteydessä näkymiä tullaan kuitenkin tältä osin päivittämään.

Liikevaihto ja kasvu-%



Pilvipohjaisten tuotteiden ja -palveluiden liikevaihto ja kasvu vuosineljänneksittäin



Ennusteet 2/2

Ydinliiketoiminnoissa kehitys näyttää etenevän pitkälti odotustemme mukaisesti, joskin näkyviin yltäminen vaatii edelleen asteittain lievästi paranevaa kehitystä loppuvuodesta. Kilpailutilanne WithSecuren markkinoilla jatkuu kireänä, eikä talousympäristö ole alkanut vielä Euroopassa olennaisesti parantua. Siten kasvuvauhdin kiihdyttäminen tänä vuonna vaatii yhtiöltä hyvää suoritusta ja mielellään vetoapua myös markkinatilanteen piristymisestä.

Olemme vuoden 2024 ennusteellamme kasvun osalta aivan ohjeistuksen alalaidalla 6,0 %:ssa. Oikaistun käyttökatteen ennakoimme paranevan 3,1 MEUR:oon, mikä vastaisi vielä matalaa 2,1 %:n marginaalia. Ennusteemme odottaa Pilvipohjaisten tuotteiden ja palveluiden kasvavan 11,6 % ja paikallisesti hallinnoitujen tuotteiden laskevan 7 %. Konsultoinnin odotamme yltävän 3 %:n kasvuun loppuvuodesta paranevan kehityksen myötä. Cloud Protection for Salesforce -liiketoiminnan odotamme niin ikään piristyvän H2:lla ja yltävän koko vuodelta 4,5 %:n kasvuun.

Kannattavuusparannus tapahtuu jo tehtyjen kulusäästöjen myötä ja odotamme myös bruttomarginaalin (2024e: 71,9 %) jatkavan paranemistaan ohjelmistoliiketoiminnan kasvavan osuuden myötä sekä konsultoinnin parantaessa käyttöasteitaan.

Vuosien 2025-2026 ennusteet

Vuosina 2025-2026 odotamme pilvipohjaisten tuotteiden ja palveluiden kasvavan 10 %:n vuosivauhtia samalla kun paikallisesti hallinnoitavien tuotteiden liikevaihto laskee 7-8 %. CPSF-liiketoiminnan ennustamme ponnistavan 11-8 %:n kasvuun ja konsultoinnin tekevän vakaata 3

%:n kasvua. Näin WithSecuren kokonaisliikevaihto kasvaisi noin 6 %:n vauhtia. Oikaistu käyttökate nousee ennusteellamme tällöin 5-8 %:iin ja oikaistu liikevoitto olisi -1 % ja 2,8 %. Näin ollen kannattavuus jäisi lähivuosina vielä vaatimattomaksi. Siten kasvun kiihdyttäminen ennusteitamme vahvemmaksi on keskeistä tuloskäänteen vauhdille.

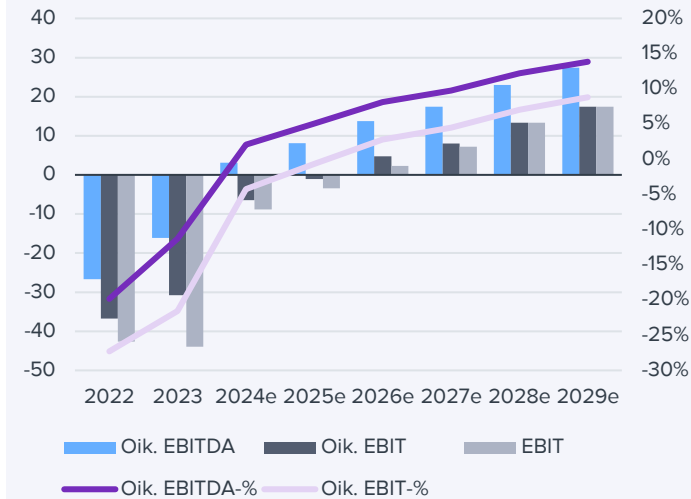
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2027-2032 odotamme WithSecuren liikevaihdon jatkavan 4-6 % kasvussa. Tämän jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on asetettu 2,5 %:iin vuodesta 2033 eteenpäin.

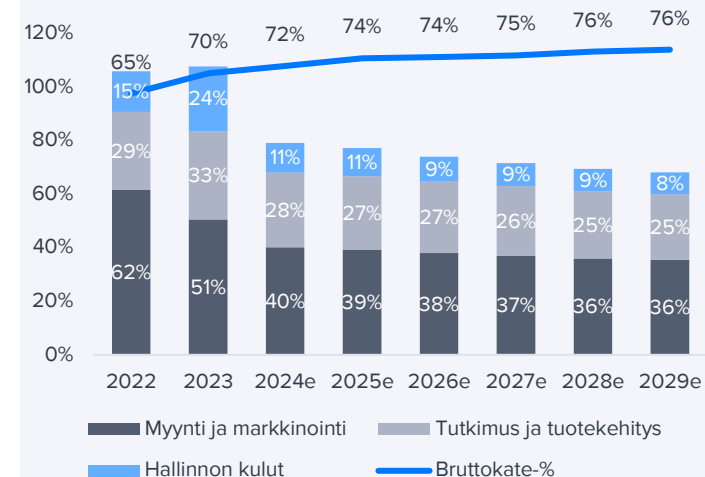
Ennustamme WithSecuren oikaistun käyttökatemarginaalin olevan noin 10 % vuonna 2027 ja nousevan tästä asteittain 20 %:iin vuoteen 2032 mennessä. Oikaistun liikevoiton tasolla nämä tarkoittavat 5-15 %:n marginaalia. Ikuisuusoletuksessa oletamme liikevoittomarginaalin olevan 15 %.

Skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan valossa WithSecurella olisi hyvässä skenaariossa edellytyksiä ennusteitamme selvästi parempaan kannattavuuteen. Kyberturvamarkkinan kova kilpailupaine ja muutosnopeus luovat kuitenkin epävarmuutta pitkän aikavälin kestävän kannattavuustason arviointiin. Arviomme mukaan kasvu erittäin kilpailuilla markkinoilla vaatii merkittäviä panostuksia tuotekehitykseen ja myyntiin, mikä jarruttaa ennusteessamme kannattavuuden skaalautumista. Yhtiöllä ei ole myöskään vielä historiasta näyttöjä vahvan kannattavuuden tekemisestä yritystietoturvasa.

Kannattavuuden kehitys



Kulurakenne %-lv:sta* ja bruttokate-%



Lähde: Inderes *Vuosina 2022-2023 suhteellista kulurakennetta nostivat TSA-sopimuksen nojalla F-Securelle tuotettavien palveluiden kustannukset. Näihin liittyvät tuotot näkyvät liiketoiminnan muissa tuotoissa (ei näy tässä graafissa). Lisäksi konsultointiin tehty 6,2 MEUR:n alaskirjaus ja muut kertaerät nostivat hallinnon kuluja 2023.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	135	35,2	34,8	34,8	38,0	143	36,2	37,0	37,5	40,6	151	160	170	179
Elements-yhtiö		25,2	25,1	25,1	25,7	101	26,6	26,8	27,0	27,8	108	115	122	130
Cloud Protection for Salesforce		2,0	2,2	2,0	2,1	8,3	2,0	2,2	2,2	2,3	8,7	9,6	10,4	11,2
Kyberturvakonsultointi		8,0	7,5	7,7	10,2	33,4	7,6	8,0	8,3	10,5	34,5	35,7	36,7	37,8
Käyttökate ilman kertaeriä	-26,7	-6,2	-7,9	-2,3	0,2	-16,1	0,0	-1,0	1,7	2,4	3,1	8,1	13,8	17,5
Käyttökate	-29,9	-10,7	-6,5	-2,5	-5,4	-25,1	0,1	-1,0	1,7	2,4	3,2	8,1	13,8	17,5
Poistot ja arvonalennukset	-12,6	-3,2	-3,1	-9,3	-3,3	-18,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-12,0	-11,5	-11,4	-10,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-36,8	-8,7	-10,4	-4,8	-2,4	-26,3	-2,4	-3,4	-0,7	0,0	-6,5	-1,0	4,7	8,1
Liikevoitto	-42,6	-13,9	-9,6	-11,8	-8,6	-43,9	-2,9	-4,0	-1,3	-0,6	-8,8	-3,4	2,3	7,2
Nettorahoituskulut	-1,6	0,0	0,4	0,1	-0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,6	0,0	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-44,2	-13,9	-9,2	-11,7	-8,9	-43,7	-2,6	-3,9	-1,2	-0,5	-8,3	-3,4	2,2	7,1
Verot	6,0	2,8	2,3	1,3	-2,8	3,7	0,5	0,8	0,2	0,1	1,6	0,8	-0,2	-0,7
Nettotulos	-38,2	-11,1	-6,9	-10,4	-11,7	-40,0	-2,2	-3,1	-0,9	-0,4	-6,6	-2,7	2,0	6,4
EPS (oikaistu)	-0,19	-0,04	-0,04	-0,02	-0,03	-0,13	-0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,02	0,00	0,03	0,04
EPS (raportoitu)	-0,22	-0,06	-0,04	-0,06	-0,07	-0,23	-0,01	-0,02	-0,01	0,00	-0,04	-0,02	0,01	0,04
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	8,3 %	8,9 %	7,2 %	4,0 %	4,4 %	6,0 %	2,9 %	6,2 %	7,8 %	6,8 %	6,0 %	5,8 %	5,9 %	5,7 %
Käyttökate-%	-22,2 %	-30,5 %	-18,7 %	-7,1 %	-14,1 %	-17,6 %	0,2 %	-2,7 %	4,6 %	5,9 %	2,1 %	5,1 %	8,1 %	9,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	-27,3 %	-24,8 %	-29,8 %	-13,7 %	-6,4 %	-18,4 %	-6,6 %	-9,2 %	-1,8 %	-0,1 %	-4,3 %	-0,6 %	2,8 %	4,5 %
Nettotulos-%	-28,4 %	-31,5 %	-19,7 %	-29,8 %	-30,9 %	-28,0 %	-6,0 %	-8,5 %	-2,5 %	-1,1 %	-4,4 %	-1,7 %	1,2 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvostus on matala etenevän käänteen valossa

WithSecuren kehitysvaiheesta johtuen tulos pohjaisista kertomista ei saada lähivuosina tukea osakkeen arvostukselle. Siten näkemyksemme mukaan keskeisin yksittäinen arvostuskerroin on EV/Liikevaihto, jota tulee suhteuttaa WithSecuren kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti menetelmää, jossa tuoteliiketoimintoja ja konsultointiliiketoimintaa hinnoitellaan erikseen niiden hyvin erilaisen kasvu-, kannattavuus- ja skaalautumisprofiilin vuoksi. Konsultoinnin todennäköisen divestoinnin myötä osien summa on tällä hetkellä erityisen relevantti menetelmä.

WithSecuren nykyinen EV/Liikevaihto-kerroin (2024e: 1,1x) näyttää ohjelmistoyhtiöiden kontekstissa hyvin matalalta. On kuitenkin syytä muistaa, että tänä vuonna reilu 20 % liikevaihdosta tulee konsultoinnista ja noin 15 % laskutrendissä olevista paikallisesti hallinnoituista tuotteista. Lisäksi nykyisillä ennusteillamme yhtiön konsernitason kasvun ja kannattavuuden (oik. EBIT-%) yhdistelmä jää lähivuosina vielä hyvin vaatimattomaksi (Rule of 40: 2024e-2025e: 2-5 %). Tämän valossa suhteellisen matalat kertoimet ovat osaltaan perusteltuja, eikä nykyisessä haastavassa markkinatilanteessa kasvun huomattava kiihtyminen näytä mielestämme realistiselta skenaariolta. Pinnan alla ydinliiketoiminnan hyvin etenevään käänteeeseen nähden nykyinen arvostus näyttää kuitenkin huokealta. Myös pelkästään pilvipohjaisten tuotteiden jatkuvaan vuosilaskutukseen suhteutettu EV/ARR-kerroin (2,0x) ei aseta rimaa korkealle kasvu- ja kannattavuuskäänteen jatkuessa.

Osien summan valossa nousuvaraa

Osien summassa olemme arvioineet erikseen

ohjelmisto- ja konsultointiliiketoimintojen arvot vuoden 2024 ennusteisiin pohjautuen ja lisänneet tähän vuoden lopun ennustamamme nettokassan.

Henkilöstövetoisena ja siten heikommin skaalautuvana konsultoinnin liikevaihtokertoimeen liittyy näkemyksemme mukaan vähemmän tulkittavaa. Hyvänä vertailukohtana voidaan käyttää esimerkiksi IT-palveluyhtiöiden kertomia (mediaani 0,7x). Siten olemme asettaneet konsultoinnin EV/S-kertoimen 0,6x-0,8x haarukkaan.

Ydinliiketoimintaa edustavan Elements-yhtiön sekä Cloud Protection for Salesforce -liiketoiminnan arvostuskertoimet ovat lopulta kiinni niiden kasvunäkymästä. Nykyisillä ennusteillamme Elements-yhtiön kasvu jää lähivuosina yksinumeroiseksi (6-7 %) ja samalla kannattavuus on vielä melko vaatimattomalla tasolla. Tilanne näyttää vastaavalta CPSF-liiketoiminnassa, missä kannattavuus on tällä hetkellä vielä huonompi. Siten hyväksyttävien kertomien tulee mielestämme olla selvästi alle suurten globaalien verrokkien (2024e 6,7x), joiden kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä on keskimäärin huomattavasti parempi. Siten hinnoitellemme Elementsiä neutraalissa skenaariossa 1,7x kertoimella (haarukka 1,4x-2,0x) ja CPSF:ää 1,4x kertoimella (1,0x-2,0x). Paremmalla kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä kertoimet voisivat olla tätä korkeampia.

Edellä mainittuja oletuksia soveltamalla WithSecuren osakekannan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa 235 MEUR (1,3 EUR/osake) haarukan ollessa 1,1-1,6 euroa osakkeelta. Osien summan valossa osakkeeseen on siis perusteltavissa nousuvaraa. Lisäksi yrityskauppatilanteessa näemme konsultoinnille edellytykset lähemmäs tai jopa yli 1x liikevaihtokerrointa, mikä antaisi edelleen lisää tukea osien summan indikoimalle arvostukselle.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,07	1,07	1,07
Osakemäärä, milj. kpl	176,0	176,0	176,0
Markkina-arvo	188	188	188
Yritysarvo (EV)	173	174	169
P/E (oik.)	neg.	neg.	42,7
P/E	neg.	neg.	93,5
P/B	2,0	2,0	2,0
P/S	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	54,2	21,4	12,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	35,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

WithSecure	Alalaita	Neutraali	Ylälaita
Liikevaihto 2024e	151	151	151
Elements-yhtiö	108	108	108
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,4x	1,7x	2,0x
Elements-yhtiö arvo	151	184	216
CPSF	8,7	8,7	8,7
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,0x	1,4x	2,0x
CPSF arvo	9	12	17
Kyberturvakonsultointi	34	34	34
x hinnoittelukerroin (EV/S)	0,6x	0,7x	0,8x
Konsultointi arvo	21	24	28
Yritysarvo	181	220	261
+ Nettokassa 2024e	15	15	15
Osakekannan arvo	196	235	276
Osakekohtainen arvo	1,1	1,3	1,6

Arvonmääritys 2/3

Konsultointiliiketoiminnan arvon hahmottelu

Mielestämme selkeän ylälaidan konsultoinnin arvostukselle luo kyberturvapalveluihin erikoistuneesta Nixusta ostotarjouksessa maksettu noin 1,5x EV/S-kerroin. Tuolloin markkinatilanne ja korkotaso olivat vielä nykyistä suotuisammassa asennossa, joten WithSecuren konsultoinnin nykyisillä fundamenteilla tämän tasoinen arvostus olisi vaikea perustella.

Olemme alapuolella hahmotelleet konsultoinnin mahdollista arvoa, mikäli siitä maksettaisiin 1,0x-1,4x liikevaihtokerroin. Olemme soveltaneet näitä kertoimia konsultoinnin vuoden 2024 liikevaihtoennusteeseemme. Näillä oletuksilla divestoitavan liiketoiminnan arvoksi muodostuisi noin 34-48 MEUR.

Olemme lisäksi tarkastelleet edellä mainittua arvoa tuloskertoimien kautta. Jos oletamme divestoitavan liiketoiminnan kasvavan vuosittain 10 % seuraavat 2 vuotta ja saavuttavan vuonna 2026 10 %:n liikevoittomarginaalin, tarkoittaisi edellä hahmoteltu arvohaarukka 8-12x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla kauppahinta olisi ostajan näkökulmasta hyvin perusteltavissa myös tulos pohjaisen arvostuksen kautta.

WithSecurella on tällä hetkellä liikearvoa konsultoinnista noin 44,9 MEUR, joten todennäköisesti tähän joudutaan tekemään divestoinnin yhteydessä alaskirjauksia., jonka yhtiön oma pääoma kestää helposti.

Kokonaisuutena näkisimme konsultoinnin divestoinnin edellä hahmotelluilla arvostuksilla erittäin tervetulleena. Olemme tällä hetkellä soveltaneet osien summa -laskelmassamme konsultoinnille matalaa 0,6x-0,8x EV/S-kerrointa. Siten divestointi yli 1x kertoimella nostaisi alla olevaa laskelmaa vielä selkeämmin nykyisen osakekurssin yläpuolelle.

Vertailuryhmä

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

lähivuosille mediaanitasolla korkeilla 6,7x-5,9x EV/S-kertoimilla, mikä kertoo sijoittajien uskovon sektorin pitkän aikavälin vahvoihin kasvunäkymiin. Yhtiökohtaiset erot ovat kuitenkin huomattavia ja erityisesti voimakasta kannattavaa kasvua arvostetaan korkealle.

Liikevaihtokertoimella WithSecure on arvostettu lähivuosina merkittävällä yli 80 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihin. WithSecuren kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (Rule of 40) jää kuitenkin selvästi vertailuryhmän keskimääräistä tasoa heikommaksi, mikä heijastuu mielestämme osaltaan perustellusti matalampana arvostuksena (kts. sivu 38). Painottamalla kasvua kaksinkertaisella painolla kannattavuuteen verrattuna (Rule of X), näyttää WithSecure tällä hetkellä oikein hinnoitellulta verrokkeihin nähden ennustamallamme lyhyen aikavälin vaatimattomalla kasvu- ja tuloskunnolla. Merkittävä aliarvostus verrokkeihin nähden tarjoaa kuitenkin selvää potentiaalia arvostuskertoimien nousulle, mikäli WithSecure onnistuu keskipitkällä aikavälillä parantamaan kasvun ja kannattavuuden yhdistelmänsä.

Divestoitavan konsultointiliiketoiminnan arvon hahmottelu

EV/S	EV	EV/EBIT 2026e
1,0x	34,5	8,3x
1,1x	37,9	9,1x
1,2x	41,4	9,9x
1,3x	44,8	10,7x
1,4x	48,3	11,6x

Arvonmääritys 3/3

WithSecuren tulospohjaisten arvostuskertoimien vertailu verrokkeihin ei ole käytännössä mahdollista yhtiön tappiollisesta tuloksesta johtuen. Samalla myös moni verokkiryhmän yhtiöistä investoi vielä voimakkaasti kannattavuuden kustannuksella kasvuun. Siten verokkiryhmän mediaanitason tulostiedoista on vaikea vetää tulkintoja sektorin oikeasta hyväksyttävästä tulospohjaisesta arvostuksesta.

DCF-malli

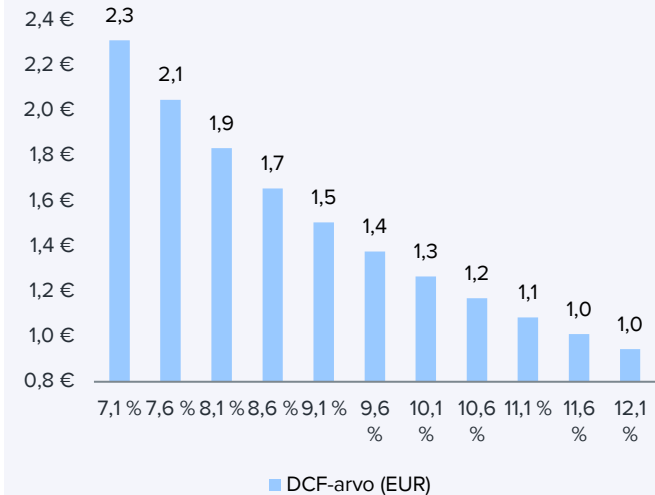
DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo WithSecurelle on 247 MEUR eli 1,41 euroa osakkeelta. Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 15 % ja kasvun 2,5 %. Näemme yhtiöllä pitkällä aikavälillä hyvässä skenaariossa edellytyksiä myös jonkin verran parempaan kannattavuuteen ohjelmistoliiketoiminnan vahvan kasvun kautta, mutta tässä kohtaa pitkän aikavälin oletusten suhteen on syytä käyttää varovaisuutta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,6 %:iin. Mielestämme taso on nykyisessä korkoympäristössä hyvinkin perusteltu ennustamaamme kasvuvauhtiin ja kannattavuusparannukseen peilattuna. Strategian edetessä ja kannattavuuden parantuessa näemme, että tuottovaatimuksessa voisi olla lievää laskupainetta. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 73 % velattomasta arvosta, mikä osaltaan kertoo suuren osan WithSecuren arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevasta kassavirroista lisäen epävarmuutta.

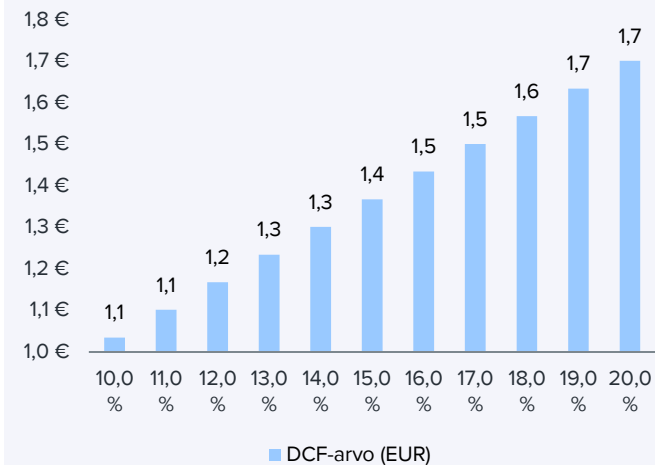
Yhteenveto ja käypä arvo

Edellä läpikäytyjen arvonmääritysmenetelmien pohjalta arvioimme WithSecuren käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 1,1-1,6 euron haarukassa. Osaketta hinnoitellaan parhaillaan alle tämän haarukan, ja siten näemme tuotto/riski-suhteen houkuttelevana. Näkemyksemme mukaan etenevä tuloskäännä sekä konsultoinnin divestointi ovat lyhyellä tähtäimellä selkeimpiä ajureita aliarvostuksen purkautumiselle. Keskeisimpänä riskinä näemme heikon markkinatilanteen ja kireän kilpailutilanteen vaikutukset WithSecuren kasvulle. Mikäli kasvuvauhti ei lähde kiihtymään, jäisi myös tuloskäännä osittain piippuun, mikä todennäköisesti pitäisi liikevaihtokertoimen jatkossakin matalana.

DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa

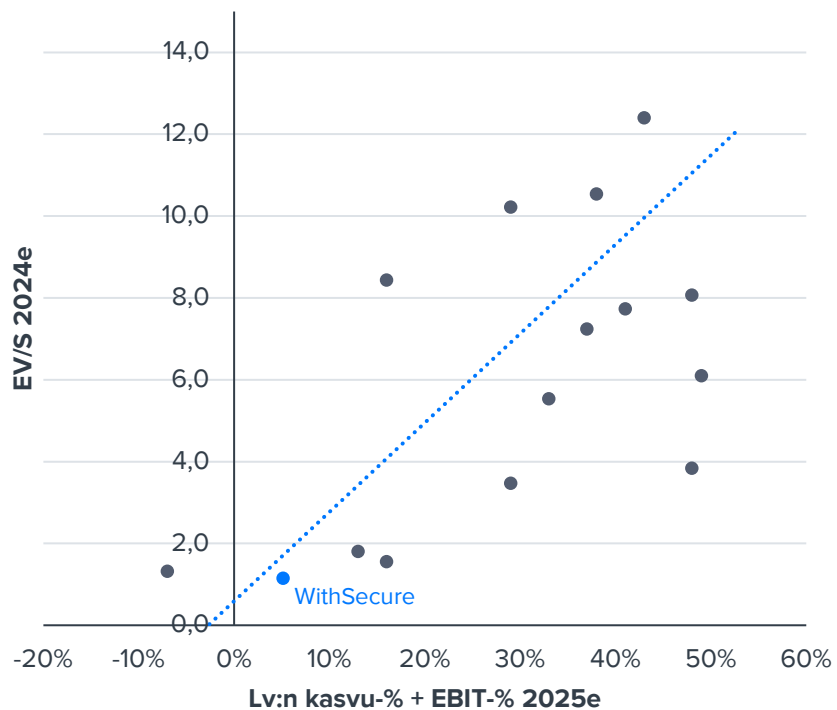


DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)

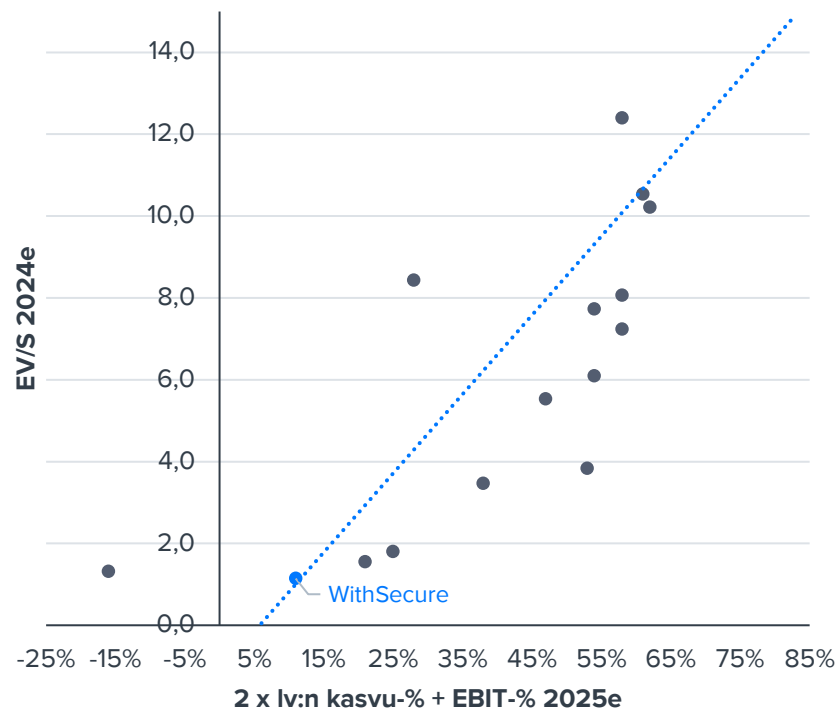


WithSecuren ja kyberturvayhtiöiden arvostus

WithSecuren ja verrokkien arvostus suhteessa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään (Rule of 40)



WithSecuren ja verrokkien arvostus suhteessa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään (Rule of X)



Lähde: Refinitiv, Inderes, Huom. kuviossa ei näy Crowdstrike (EV/S: 27x, rule of 40: 53 %)

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2025e
Trend Micro	6170	4404			10,5	9,3	2,8	2,6	7 %	6 %			
Rapid7	2185	2663	18,7	16,1	15,9	14,4	3,5	3,2	8 %	9 %	19 %	20 %	29 %
Fortinet	43126	41256	28,2	24,8	26,1	22,9	7,7	6,9	9 %	13 %	27 %	28 %	41 %
Cyberark	9578	9112	101,5	57,9	84,4	50,9	10,5	8,6	27 %	23 %	10 %	15 %	38 %
Palo Alto Networks	92919	91328	46,2	39,4	42,0	36,4	12,4	10,8	16 %	15 %	27 %	28 %	43 %
Check Point Software	15758	14373	14,1	13,3	13,9	12,9	6,1	5,8	6 %	5 %	43 %	44 %	49 %
Qualys	4915	4498	20,8	19,4	19,2	17,6	8,1	7,4	9 %	10 %	39 %	38 %	48 %
NCC Group	507	604	17,6	13,3	12,3	10,0	1,6	1,5	-1 %	5 %	9 %	11 %	16 %
SecureWorks	505	442		66,4		46,6	1,3	1,5	-20 %	-9 %	-10 %	2 %	-7 %
Tenable	4753	4616	30,9	25,7	27,6	22,3	5,5	4,9	14 %	14 %	18 %	19 %	33 %
SolarWinds	1936	2757	8,8	8,5	8,2	8,0	3,8	3,7	4 %	5 %	44 %	43 %	48 %
Varonis	4491	4217	391,8	212,8	186,0	113,9	8,4	7,6	9 %	12 %	2 %	4 %	16 %
Darktrace	4864	4567	44,4	36,4	32,6	25,5	7,2	6,0	26 %	21 %	16 %	16 %	37 %
Riskified	969	550		120,0	39,3	18,9	1,8	1,6	11 %	12 %	-4 %	1 %	13 %
SentinelOne	6650	5798					10,2	7,7	46 %	33 %	-21 %	-4 %	29 %
CrowdStrike	78208	75723	129,5	91,3	108,3	79,1	27,0	20,7	37 %	30 %	21 %	23 %	53 %
WithSecure (Inderes)	188	173	-26,7	-171,0	54,2	21,4	1,1	1,1	6 %	6 %	-4 %	-1 %	5 %
Keskiarvo			71,0	53,2	44,7	32,6	7,4	6,3	13 %	13 %	16 %	19 %	
Mediaani			29,5	31,0	26,9	22,3	6,7	5,9	9 %	12 %	18 %	19 %	
Erotus-% vrt. mediaani							-83 %	-82 %					

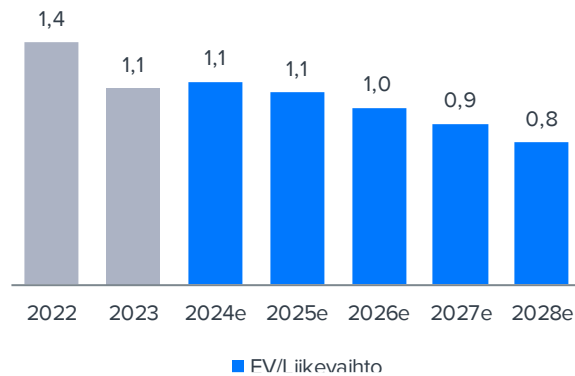
Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,37	1,04	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Osakemäärä, milj. kpl	174,5	174,5	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0
Markkina-arvo	240	181	188	188	188	188	188
Yritysarvo (EV)	184	158	173	174	169	163	151
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	42,7	26,0	15,8
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	93,5	29,5	15,8
P/B	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7
P/S	1,8	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	54,2	21,4	12,3	9,3	6,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	35,8	20,2	11,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %

Lähde: Inderes

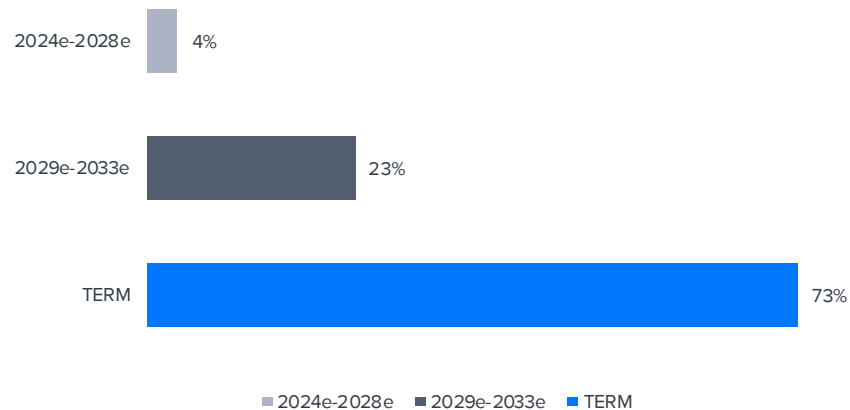
EV/Liikevaihto



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	6,0 %	6,0 %	5,8 %	5,9 %	5,7 %	5,3 %	4,9 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-30,7 %	-5,8 %	-2,1 %	1,4 %	4,0 %	7,1 %	8,8 %	10,5 %	12,5 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
Liikevoitto	-43,9	-8,8	-3,4	2,3	7,2	13,3	17,4	21,7	27,0	33,7	34,5	
+ Kokonaispoistot	18,8	12,0	11,5	11,4	10,3	9,7	10,0	10,3	10,5	10,7	10,8	
- Maksetut verot	-0,6	1,6	0,8	-0,2	-0,7	-1,3	-2,6	-3,2	-5,4	-6,7	-7,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	0,3	1,3	1,2	1,0	0,9	0,7	0,8	0,5	0,2	0,4	
Operatiivinen kassavirta	-26,3	5,3	10,1	14,7	17,7	22,6	25,6	29,5	32,6	37,8	38,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,2	-3,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- Bruttoinvestoinnit	-12,0	-9,8	-10,0	-10,2	-10,4	-10,6	-10,8	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-36,1	-8,4	-0,2	4,2	7,0	11,7	14,5	18,2	21,3	26,6	27,2	
+/- 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	-36,1	-8,4	-0,2	4,2	7,0	11,7	14,5	18,2	21,3	26,6	27,2	394
Diskontattu vapaa kassavirta	-7,9	-0,2	3,3	5,1	7,7	8,7	10,0	10,6	12,1	11,3	164	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		225	232	233	229	224	217	208	198	187	175	164
Velaton arvo DCF		225										
- Korolliset velat		-13,7										
+ Rahavarat		36,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		247										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,41										

Rahavirranjakauma jaksoittain



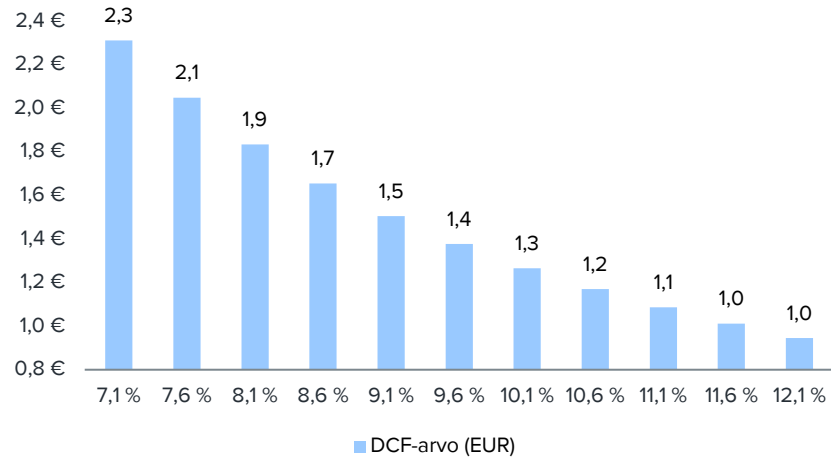
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,60 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

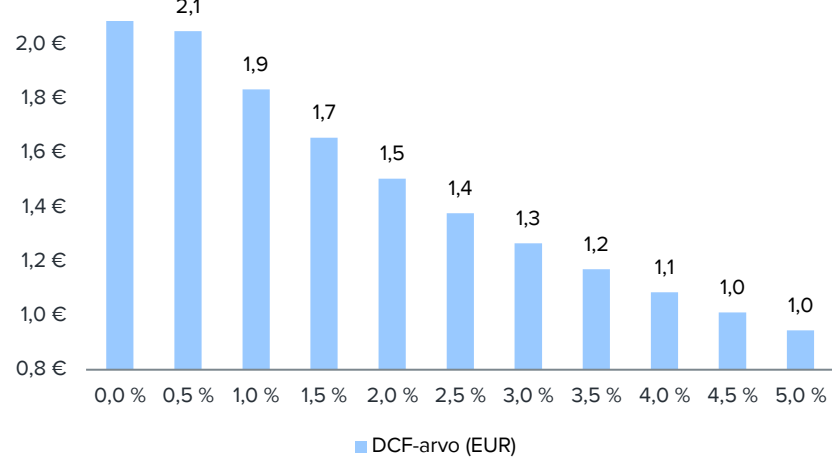
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

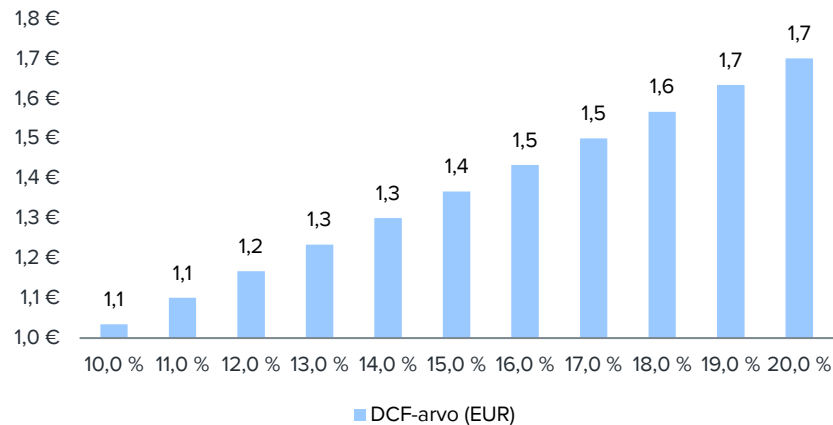
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



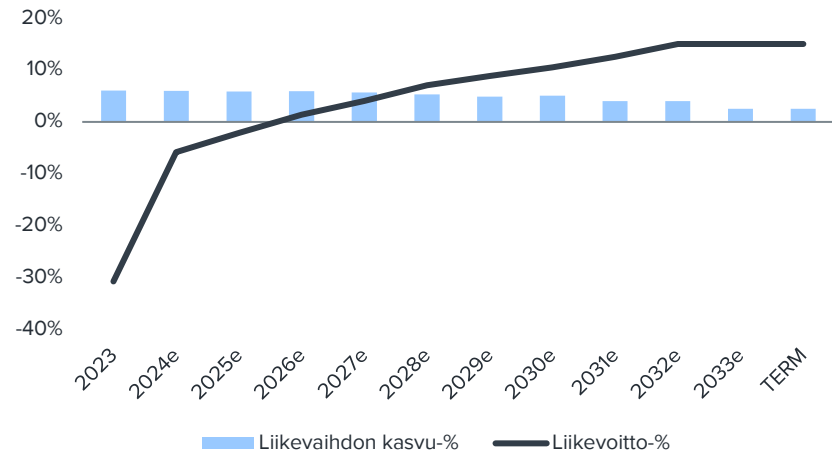
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	133	130	128	127	125
Liikearvo	83,0	78,1	78,1	78,1	78,1
Aineettomat hyödykkeet	23,5	20,6	18,4	17,4	16,5
Käyttöomaisuus	10,7	13,0	13,1	12,5	12,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	7,9	6,1	6,1	6,1	6,1
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	6,8	10,7	10,7	10,7	10,7
Vaihtuvat vastaavat	113	77,2	65,6	68,9	74,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3
Myyntisaamiset	40,4	37,3	39,3	41,6	44,1
Likvidit varat	69,1	36,6	23,0	24,0	26,9
Taseen loppusumma	246	207	194	195	200

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	140	103	96,3	93,7	95,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	58,6	20,2	13,6	10,9	12,9
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	81,4	82,7	82,7	82,7	82,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	32,5	34,3	28,1	27,8	27,5
Laskennalliset verovelat	1,6	1,3	1,3	1,3	1,3
Varaukset	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	8,4	8,4	6,0	6,0	6,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	22,5	21,2	20,8	20,5	20,2
Lyhytaikaiset velat	73,3	70,1	69,2	74,0	76,4
Korolliset velat	4,8	5,4	2,0	3,2	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	66,3	64,2	66,6	70,1	73,8
Muut lyhytaikaiset velat	2,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Taseen loppusumma	246	207	194	195	200

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	134,7	142,8	151,3	160,1	EPS (raportoitu)	-0,22	-0,23	-0,04	-0,02
Käyttökate	-29,9	-25,1	3,2	8,1	EPS (oikaistu)	-0,19	-0,13	-0,02	0,00
Liikevoitto	-42,6	-43,9	-8,8	-3,4	Operat. kassavirta / osake	-0,23	-0,15	0,03	0,06
Voitto ennen veroja	-44,2	-43,7	-8,3	-3,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,29	-0,21	-0,05	0,00
Nettovoitto	-38,2	-40,0	-6,6	-2,7	Omapääoma / osake	0,80	0,59	0,55	0,53
Kertaluontoiset erät	-5,8	-17,6	-2,3	-2,4	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	245,8	207,4	193,6	195,5	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	6 %	6 %	6 %
Oma pääoma	140,1	103,0	96,3	93,7	Käyttökateen kasvu-%	80 %	-16 %	-113 %	154 %
Liikearvo	83,0	78,1	78,1	78,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	37 %	-28 %	-75 %	-84 %
Nettovelat	-55,9	-22,9	-15,0	-14,8	EPS oik. kasvu-%	48 %	-30 %	-82 %	-94 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	-22,2 %	-17,6 %	2,1 %	5,1 %
Käyttökate	-29,9	-25,1	3,2	8,1	Oik. Liikevoitto-%	-27,3 %	-18,4 %	-4,3 %	-0,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-12,8	-0,7	0,3	1,3	Liikevoitto-%	-31,6 %	-30,7 %	-5,8 %	-2,1 %
Operatiivinen kassavirta	-40,0	-26,3	5,3	10,1	ROE-%	-32,4 %	-32,9 %	-6,7 %	-2,8 %
Investoinnit	-6,3	-12,0	-9,8	-10,0	ROI-%	-30,7 %	-32,5 %	-8,0 %	-3,3 %
Vapaa kassavirta	-50,1	-36,1	-8,4	-0,2	Omavaraisuusaste	79,0 %	73,3 %	75,4 %	71,7 %
					Nettovelkaantumisaste	-39,9 %	-22,2 %	-15,5 %	-15,8 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	1,4	1,1	1,1	1,1					
EV/EBITDA	neg.	neg.	54,2	21,4					
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.					
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.					
P/B	1,7	1,8	2,0	2,0					
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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	Vähennä	2,60 €	2,53 €
21.7.2022	Lisää	2,20 €	1,80 €
28.10.2022	Lisää	2,00 €	1,62 €
25.11.2022	Osta	2,00 €	1,51 €
11.1.2023	Osta	1,80 €	1,36 €
9.2.2023	Lisää	1,90 €	1,58 €
30.3.2023	Osta	1,90 €	1,41 €
21.4.2023	Osta	1,90 €	1,42 €
17.7.2023	Lisää	1,40 €	1,23 €
19.10.2023	Vähennä	1,00 €	0,91 €
14.12.2023	Lisää	1,10 €	0,91 €
14.2.2024	Vähennä	1,30 €	1,17 €
25.4.2024	Lisää	1,30 €	1,09 €
23.5.2024	Lisää	1,30 €	1,07 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**