

F-Secure

Laaja raportti

17.11.2021 07:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vakaata kasvua ja arvonluontia erikoistilanteella

F-Securen osakkeessa on tällä hetkellä mielenkiintoinen erikoistilanne, kun yhtiöllä on käynnissä strateginen arviointiprosessi kuluttaja- yritysliiketoimintojen eriyttämiseksi omiksi yhtiöiksi. Näemme kuluttaja- ja yritystietoturvan arvokkaampina erikseen kuin yhdessä, mutta mielestämme tämä heijastuu jo täysimääräisesti osakkeen arvostukseen. Toistamme F-Securen vähennä-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintaa 5,3 euroon (aik. 4,8 EUR).

Kuluttaja- ja yritystietoturvan eriyttäminen selkeyttäisi fokusta ja liiketoimintojen arvonmuodostusta

F-Secure on viimeisen 6 vuoden aikana strategiassaan onnistuneesti muuntautunut monipuoliseksi kyberturvallisuustuotteiden ja -palveluiden tarjoajaksi, jonka kasvupanostukset kohdistuvat yritystietoturvaan. Samalla aivan viime vuosina myös kuluttajätietoturvan kasvunäkymät ovat parantuneet ja näiden mahdollisuuksien hyödyntämiseksi F-Securella on käynnissä strategisten vaihtoehtojen arviointiprosessi, jossa yksi mahdollisuus on kuluttajätietoturvan listaaminen omaksi pörssi-yhtiöksi. Tämä järjestely toisi näkemyksemme mukaan huomattavaa terävyyttä F-Securen strategiaan ja selkeyttäisi myös osakkeen arvonmuodostusta. Vakaasti kasvava ja erittäin hyvää kassavirtaa tuottava kuluttajätietoturva (lv. 2021e: 106 MEUR) profiloituisi näkemyksemme mukaan itsenäisenä pörssi-yhtiönä vakaaksi osingonmaksajaksi. Vastaavasti nopeammin kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla kasvu on vielä keskeisin arvoajuri ja jaossa olevista markkinaosuuksista taistellaan osaltaan kannattavuuden kustannuksella. Siten itsenäistä yritystietoturvan liiketoimintaa (lv. 2021e: 131 MEUR) hinnoiteltaisiin näkemyksemme mukaan liikevaihtokertoimen sekä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän kautta.

Yritystietoturvassa tavoitteena kasvun kiihdytys

Yritystietoturvassa F-Secure tavoittelee keskipitkällä aikavälillä tuoteliiketoiminnassa kaksinumeroista kasvua ja konsultoinnissa korkeaa yksinnumeroista kasvua. Kesällä lanseeratun pilvipohjaisen ja modulaarisen Elements-alustan kautta F-Secure pystyy toimittamaan joustavasti erillISRatkaisuja tai kokonaistarjoaman päätelaitteiden tietoturvaan (EPP), ja viime vuosina vahvistunut tuotetarjoama on kasvattanut ristiinmyyntipotentiaalia. Esimerkiksi havainnointi- ja reagointituote EDR:n avulla perinteisen EPP-asiakkuuden arvo on mahdollista yli kaksinkertaistaa. Viime vuosien merkittävät investoinnit hallinnoituihin havainnointi- ja reagointiratkaisuihin (MDR) ovat myös alkaneet kantaa hedelmää paranevan kasvun muodossa.

Kuluttajätietoturvassa hyvät kasvumahdollisuudet partnerikanavan kautta

Kuluttajätietoturvassa F-Securen tavoitteena on keskisuuri yksinumeroinen kasvuprosentti (~5 %) keskipitkällä aikavälillä. Kuluttajat näyttävät olevan yhä useammin valmiita maksamaan kyberturvasta, tilausten uusimisasteet (>97 %) ovat erinomaisella tasolla, jonka lisäksi F-Securen laajentunut tuotetarjoama on nostanut keskimääräistä laskutusta (ARPU). Tulevan kasvun kannalta operaattorikanava (73 % lv:sta) on erityisen tärkeä ja yhä useammin muutkin kuin teleoperaattorit (esim. vakuutusyhtiöt) toimivat F-Securen kumppaneina.

Liiketoimintojen eriyttäminen luo arvoa

Näemme kuluttaja- ja yritystietoturvan arvokkaampina erillisinä yhtiöinä ja pidämme järjestelyä todennäköisenä. Siten osien summa -laskelma toimii tällä hetkellä parhaiten F-Securen arvostuksen tarkasteluun. Päivitys osien summassamme (5,3 EUR/osake) nojaamme aiempaa vahvemmin ensi vuoden ennusteisiin, jonka valossa F-Securen osake näyttää neutraalisti hinnoitellulta. Arvostuksen venyttäminen vaatisi mielestämme entistä vahvempaa kasvua yritystietoturvassa tai polkua merkittävään kannattavuusparannukseen, mitä ei F-Securen keskipitkän aikavälin tavoitteiden perusteella (oik. EBITDA 20 % vs. 2021e: 15 %) ole tapahtumassa.

Suositus

Vähennä

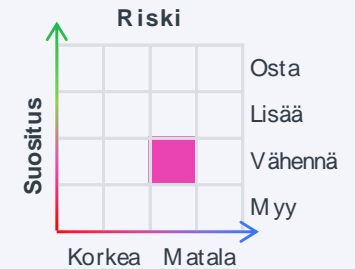
(aik. Vähennä)

5,3 EUR

(aik. 4,8 EUR)

Osakekurssi:

5,46



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	220	237	255	273
kasvu-%	1 %	7 %	8 %	7 %
EBIT oik.	22,9	26,6	29,6	33,5
EBIT-% oik.	10,4 %	11,2 %	11,6 %	12,2 %
Nettotos	12,9	15,7	19,3	22,9
EPS (oik.)	0,10	0,13	0,14	0,16

P/E (oik.)	39,8	43,4	40,3	34,6
P/B	7,4	9,4	8,3	7,2
Osinkotuotto-%	1,0 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %
EV/EBIT (oik.)	26,0	31,8	28,0	24,2
EV/EBITDA	16,7	24,1	20,5	18,2
EV/Liikevaihto	2,7	3,6	3,3	3,0

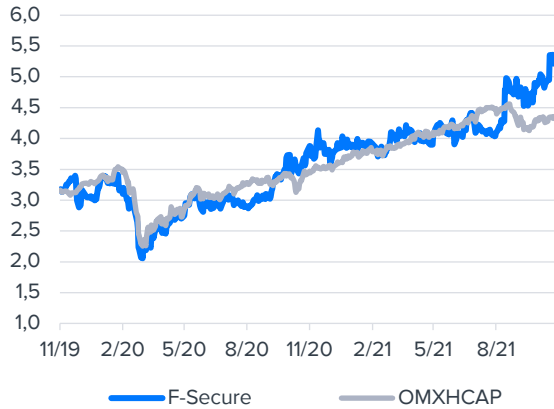
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

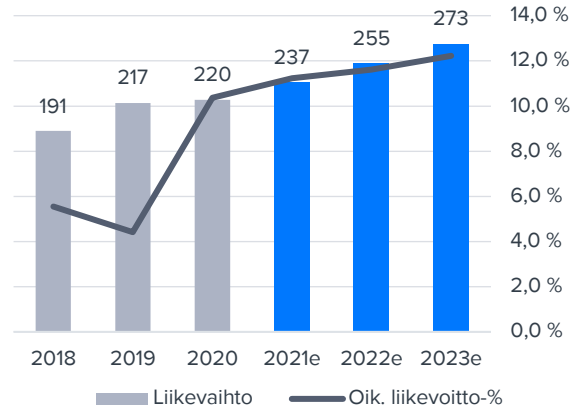
Yritystietoturvassa korkeaa yksinnumeroista liikevaihdon kasvua tuotteissa ja kasvua konsultoinnissa. Kuluttajätietoturvan odotetaan kasvavan noin samaa vauhtia kuin viime vuonna (2020: 5,5 %). Oikaistun käyttökatteen ennakkoidaan säilyvän lähellä vuoden 2020 tasoa (35,7 MEUR).

Osakekurssi



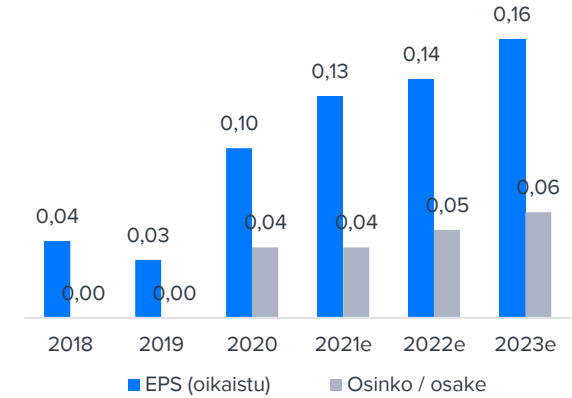
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kuluttaja- ja yritystietoturvan eriyttäminen
- Yritystietoturvan markkinan kysyntänäkymät vahvat
- F-Securella hyvät edellytykset investoida kasvuun
- Kuluttajatietoturvan vakaa kasvu ja hyvä kassavirta
- Skaalautuva ja luonteeltaan jatkuva liiketoimintamalli



Riskitekijät

- Markkinan kireä kilpailutilanne ja nopea muutosnopeus
- Onnistuminen yritystietoturvan kasvuinvestoinneissa
- Kyberturvamarkkina potentiaalisesti yli-investoitu

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,46	5,46	5,46
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	865	865	865
Yritysarvo (EV)	846	828	808
P/E (oik.)	43,4	40,3	34,6
P/E	55,0	44,7	37,7
P/Kassavirta	62,5	33,9	31,4
P/B	9,4	8,3	7,2
P/S	3,7	3,4	3,2
EV/Liikevaihto	3,6	3,3	3,0
EV/EBITDA (oik.)	24,1	20,5	18,2
EV/EBIT (oik.)	31,8	28,0	24,2
Osinko/tulos (%)	40,3 %	40,9 %	41,5 %
Osinkotuotto-%	0,7 %	0,9 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitusprofiili	14-16
Toimiala	17-22
Kilpailu	23-24
Strategia	25-27
Taloudellinen tilanne	28-30
Ennusteet ja arvonmääritys	31-37
Taulukot	38-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

F-Secure lyhyesti

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

1988

Perustamisvuosi

1999

Listautuminen

220,2 MEUR (+1,3 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

+16 % 2015-2021e

Yritystietoturvan liikevaihdon keskimääräinen kasvu

35,7 MEUR (16,2 % lv:sta)

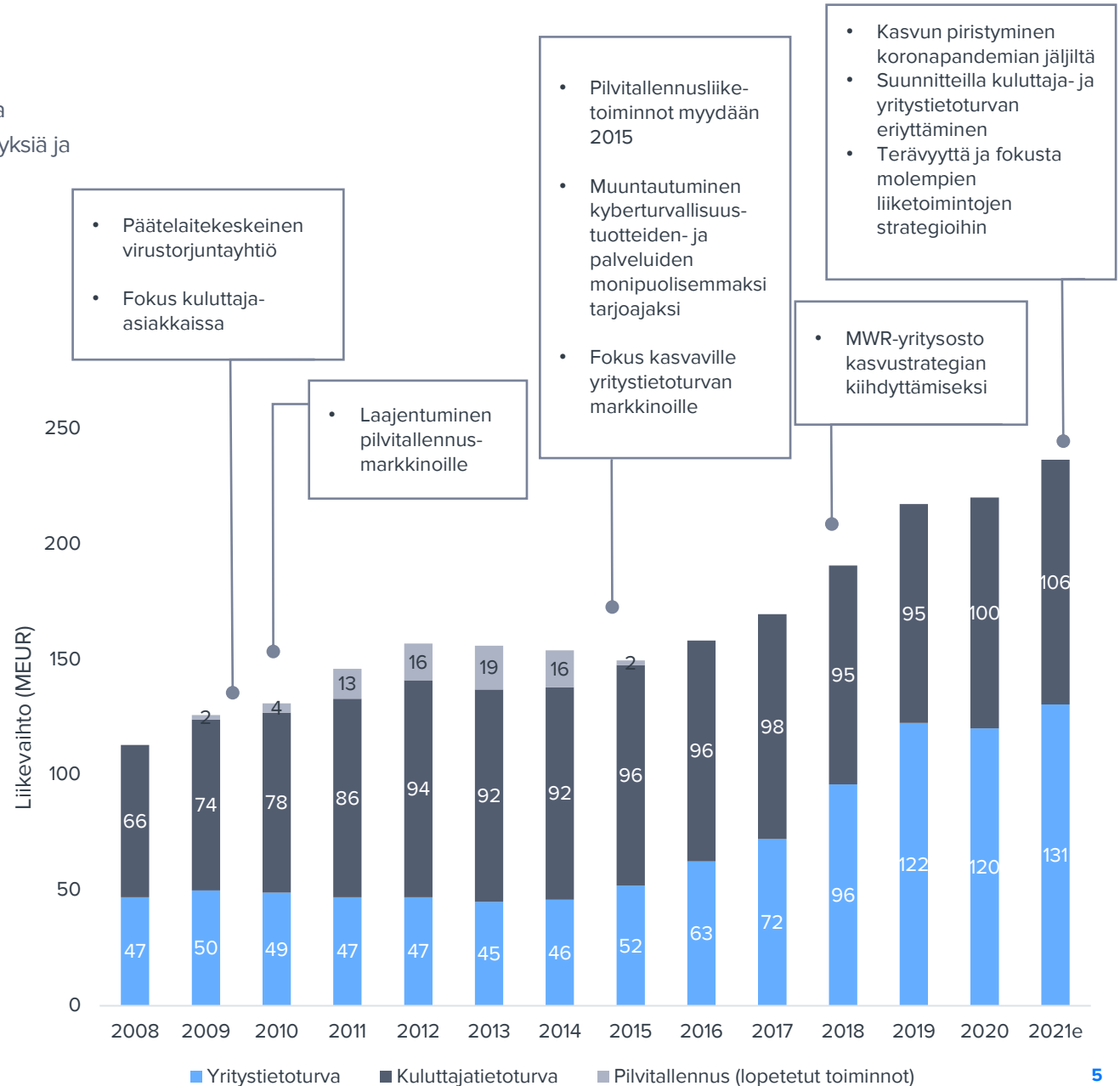
Oik. käyttökate 2020

1678

Henkilöstö 2020 lopussa

45 % / 55 %

Kuluttaja / yritystietoturvan osuus liikevaihdosta 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Kyberturvallisuuteen keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Securen juuret ovat syvällä antivirus-ohjelmistojen liiketoiminnassa, missä yhtiö on toiminut perustamisestaan (1988) lähtien ja käytännössä niin kauan kuin tietokoneviruksia on ollut olemassa. Historiansa myötä F-Securelle on kehittynyt vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvahyökkäysten torjunnassa sekä siitä, kuinka haittaohjelmat kehittyvät ja miten niiden teollinen logiikka toimii. F-Securen päätelaitteiden virusorjuntaohjelmistot ovat voittaneet lukuisia palkintoja kansainvälisissä tietoturvatesteissä ja yhtiön päätelaitteiden suojaustuotteita on myyty miljoonille kuluttajille ja sadoille tuhansille yrityksille globaalisti.

Historiassa F-Securen liiketoiminta keskittyi vahvaan antivirusosaamiseen, missä lähtökohtana on hyökkäysten ja uhkien torjuminen. Tietoturva-markkina on kuitenkin viimeisen vajaan 10 vuoden aikana muuttunut, ja ajatus kaikkien hyökkäysten torjumisesta on tullut mahdottomaksi. Teknologian kehityksen myötä haittaohjelmista ja tietomurroista on tullut huomattavasti älykkäämpiä ja jatkuvasti muuttuvia. Tämän myötä markkinalla on siirretty hyökkäysten torjunnasta vahvemmin niiden nopeaan havainnointiin sekä ajatteluun, jossa kyberturva nähdään enemmän prosesseina kuin tuotteina. Tämä näkyy etenkin yritystietoturvan markkinoilla, missä erilaisten havainnointi- ja reagoitintarvikkeiden sekä konsultointipalveluiden tarve on kasvanut merkittävästi ja markkina on vahvassa kasvussa. Markkinan muutokseen vastatakseen F-Secure on viimeisen 6 vuoden aikana onnistuneesti muuntautunut antivirus-yhtiöstä monipuoliseksi kyberturvallisuus-

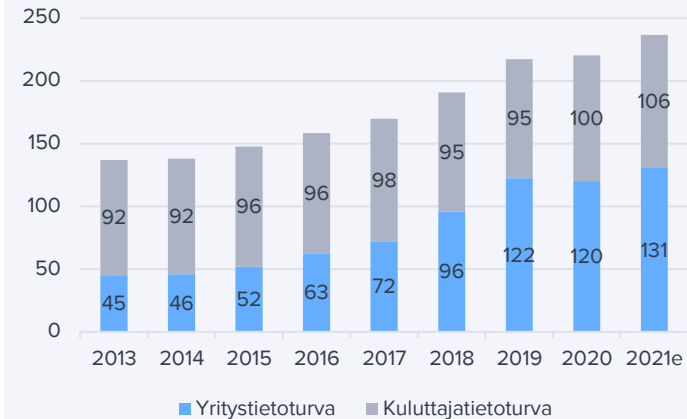
tuotteiden ja -palveluiden tarjoajaksi, jonka kasvupanostukset kohdistuvat yritystietoturvaan.

Kuluttajietoturvan markkinat ovat huomattavasti kypsemmässä vaiheessa ja kasvu on vakaampaa. Koronapandemian ja sitä kautta lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat kuitenkin aiempaa valmiimpia maksamaan kyberturvasta, ja siten F-Securen kasvumahdollisuudet tällä alueella ovat parantuneet. Näiden mahdollisuuksien hyödyntämiseksi F-Securella on käynnissä strategisten vaihtoehtojen arviointiprosessi, jossa yksi mahdollisuus on kuluttajietoturvan listaaminen omaksi pörssiyhtiöksi. Tämä järjestely toisi näkemyksemme mukaan huomattavaa terävyyttä F-Securen strategiaan ja selkeyttäisi myös osakkeen arvonmuodostusta. Viime vuosina kuluttajietoturva on jäänyt F-Securen strategiassa yritystietoturvan varjoon ja sen vuolaista kassavirtoja on ensisijaisesti investoitu yritystietoturvan kasvattamiseksi.

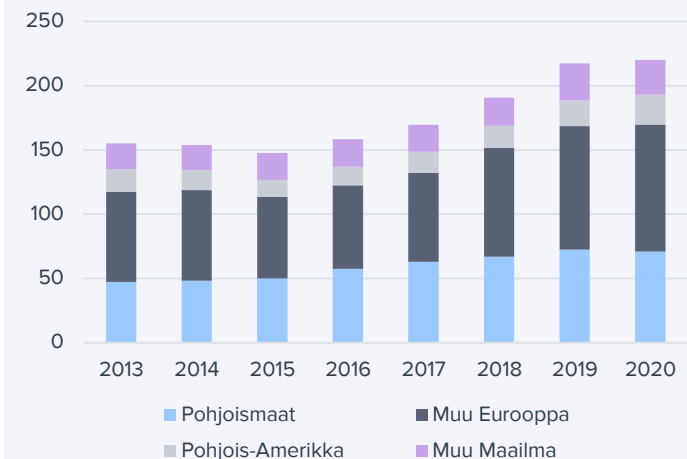
F-Secure tänään

Vuonna 2021 ennustamme F-Securen liikevaihdon kasvavan 7,5 % 237 MEUR:oon ja oikaistun käyttökatteen olevan 37,8 MEUR (16 % lv:sta). Yritystietoturvan osuuden liikevaihdosta arvioimme olevan 55 % ja kuluttajietoturvan 45 %. Yrityspuolella liikevaihdon kasvu (CAGR 15-21e: 16 %) on ollut viime vuosina vahvaa ja osaltaan yritysostojen tukemaa. Kuluttajapuolella kasvu (CAGR 15-21e: 2,1 %) on ollut vakaata. Liikevaihto on luonteeltaan hyvin jatkuvaa ja perustuu eripituisiin vuosilisensseihin sekä kk-laskutteiseen tilausmyyntiin. Maantieteellisesti yhtiön painopiste on Euroopassa. Vuonna 2020 Pohjoismaiden osuus liikevaihdosta oli 32 % ja muun Euroopan 45 %. Yhtiö työllisti 1689 henkilöä Q3'21 lopussa.

Liikevaihdon jakauma (MEUR)



Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

F-Secure on investoinut viime vuosina voimakkaasti yritystietoturvan liikevaihdon kasvattamiseen, mikä on näkynyt korkeina panostuksina myynnin ja markkinoinnin resursseihin. Koronatilanteen vuoksi myynnin ja markkinoinnin kustannukset ovat pienentyneet, mutta vastasivat silti vuonna 2020 noin 43 % liikevaihdosta (2019: 49 %). Arvioimme myynnin ja markkinoinnin suhteellisella osuudella liikevaihdosta olevan tilaa laskea tulevina vuosina, sillä F-Securen voimakkain investointivaihe myyntikanavien kehittämisessä on jo takanapäin.

Yritystietoturvan tuotteita F-Secure myy kattavan jälleenmyyjäverkostonsa kautta, johon kuuluu globaalisti yli 7000 IT-palvelukumppania. Yhtiön oman myyntiorganisaation tehtävänä on tukea ja palvella tuotteiden jälleenmyyjä sekä kehittää ja kasvattaa tätä verkostoa. Onnistumisen kannalta on kriittistä, että F-Securen tuotteiden ja niihin liittyvien palveluiden myynti on jälleenmyyjille hyvää liiketoimintaa. F-Securen tietoturvatuotteiden asiakaskunta koostuu enimmäkseen melko pienistä yrityksistä, mutta yhtiö on siirtänyt fokustaan uusien yritystietoturvan ratkaisujen avulla keskisuuriin ja suuriin yhtiöihin. Suuryrityksille hallinnoituja tietoturvapalveluita (MDR) sekä kyberturvakonsultointia yhtiö tarjoaa lopputuloskeskeisellä ratkaisutarjoomalla oman myyntiorganisaation kautta.

Kuluttajätietoturvassa merkittävä osa liikevaihdosta syntyy globaalisti yli 200 palveluntarjoajaa (pääosin teleoperaattoreita) kattavan verkoston kautta, mikä on yksi F-Securen

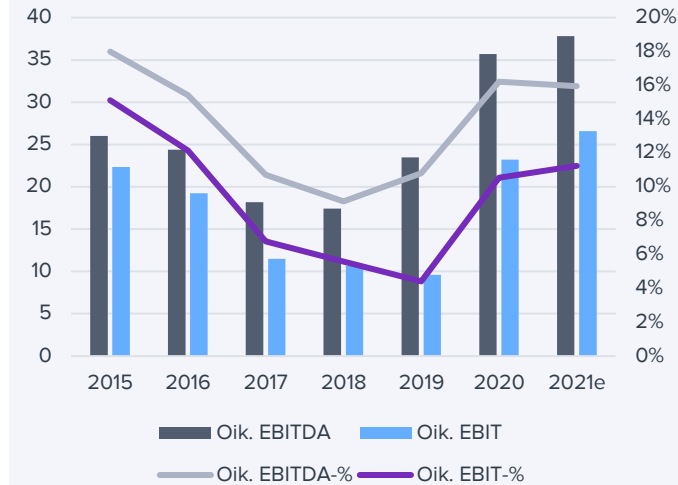
keskeisiä vahvuuksia ja kilpailuetuja. Kuluttajatuotteita myydään myös useiden verkossa toimivien ja muiden jälleenmyyjäkumppanien kautta sekä yhtiön omassa verkkokaupassa.

Tuotekehitys

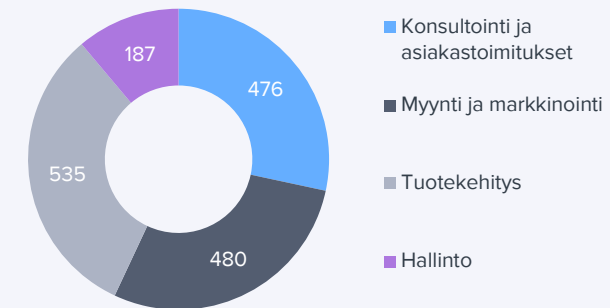
F-Securen tuotekehityksessä työskenteli 535 henkilöä vuonna 2020 ja tuotekehityksen menot vastasivat noin 19 % liikevaihdosta. Tuotekehityksen painopiste on yritystietoturvan havainnointi- ja reagoitiratkaisujen (MDR ja EDR) ominaisuuksien kehittämisessä sekä tuoteportfolion yhteensovittamisessa. Tavoitteena on pystyä tarjoamaan asiakkaille entistä kokonaisvaltaisempia tietoturvaratkaisuja. Kuluttajätietoturvassa päätelaitteiden suojaustuotteiden kehityksen menot ovat vakaat, mutta tuotekehityspanostuksia tehdään tietyille uusille tuotealueille (Sense ja ID Protection).

F-Securen ydinteknologiat etenkin haittaohjelmien tunnistamisessa ovat pohjimmiltaan hyvin samanlaisia sekä kuluttaja- että yritystietoturvan tuotteissa, mikä luo tuotekehitykseen tiettyjä synergioita. F-Securen konsultointiliiketoiminta rikastaa myös tuotekehitystä, kun konsultit pääsevät tutkimaan suurten yritysten tietomurtoja ja siirtämään näistä saadun tiedon tuotekehitykseen. Samalla yhtiön tuotteet keräävät päivittäin valtavan määrän dataa asiakkaiden verkkoliikenteestä, jota prosessoidaan tekoälyn ja koneoppimisen avulla haittaohjelmien ja tietoturvauhkien löytämiseksi. Tästä jatkuvasta datavirrasta prosessoidun tiedon avulla F-Secure pystyy jalostamaan nykyisiä tuotteitaan sekä kehittämään uusia tuotteita.

Oikaistu käyttökate ja liikevoitto



Henkilöstön jakauma 2020



Kumppanit



IT-palvelukumppanit



Operaattorit ja muut palveluntarjoajat



Vähittäismyyjät

Toiminnot

Tuotekehitys



Myynti ja markkinointi



F-Secure Labs - tutkimuskeskus



Resurssit

Pitkän linjan tietoturvaosaaminen



Kyberturvateknologiat- ja ohjelmistot



Laaja jälleenmyyjäverkosto



Vahva brändi, etenkin Euroopassa



Liiketoimintaidea

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



- Vahva virustorjuntaosaaminen
- Uudet ratkaisut uhkien havainnointiin ja niihin reagointiin
- Kyky toimittaa kokonaisvaltaisia tuote- ja palvelukokonaisuuksia
- Korkealaatuiset konsultointipalvelut täydentävät ratkaisutarjoamaa

Myyntikanavat

Yritystietoturva

IT-jälleenmyyjät:
+7000 kumppania

Kuluttajietoturva

+200 operaattoria
Vähittäismyyjät

Verkkokauppa

Asiakassegmentit



Suuret yhtiöt ja julkisyhteisöt



Pienet ja keskiuuret yhtiöt



Kuluttajat

Tuotteet/Palvelut

Pilvipohjainen Elements-alusta valituille tietoturvaratkaisuille:

- Päätelaitteiden suojausratkaisu (EPP)
- Kohdennettujen hyökkäysten havainnointi- ja reagointi (EDR)
- Haavoittuvuuksien tarkistus- ja hallinta-alusta
- Sisällön jakamisen tietoturvaratkaisu (Elements for Microsoft 365)

Itsenäiset tietoturvaratkaisut:

- MDR: F-Secure Countercept - Hallinnoituna palveluna tarjottava ratkaisu kohdennettujen hyökkäysten tunnistamiseen ja niihin vastaamiseen
- Cloud Protection for Salesforce: Sisällön jakamisen tietoturvaratkaisu Salesforcen pilvipalveluun
- F-Secure Business Suite: Paikallisesti asennettu päätelaitteiden suojausratkaisu (EPP)
- phishd: Käyttäytymisen hallinta-alusta verkkourkinnan estämiseksi

Kyberturvallisuuspalvelut

- Korkealaatuisia konsultointipalveluita kaikilla kyberturvallisuuden osa-alueilla

Kuluttajietoturva

- Safe, Freedom, Key, Sense ja ID Protection

Kustannusrakenne (2020)



Materiaalit ja palvelut
(22 % lv:sta)



Myynti ja markkinointi
(43 %)



Tutkimus ja tuotekehitys
(19 %)

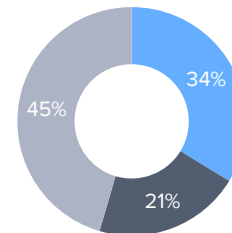


Hallinto
(8 %)

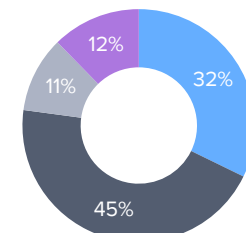
1678 hlö (2020)

Tulovirrat (2020)

Liikevaihto 220,2 m€
Oik. EBITDA 35,7 m€ (2020)



- Yritystietoturva (tuotteet)
- Yritystietoturva (konsultointi)
- Kuluttajietoturva



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Yritystietoturva

F-Securen yritystietoturvan liiketoiminta koostuu tuoteliiketoiminnasta, hallinnoituista palveluista, joissa tuote ja palvelu yhdistyvät sekä puhtaasta palveluliiketoiminnasta. Vuonna 2020 tuoteliiketoiminnan osuus yritystietoturvan liikevaihdosta oli 62 % ja konsultoinnin 38 %. Tuoteliiketoiminta skaalautuu erinomaisesti monistettavuuden ansiosta. Myös hallinnoituidet palvelut (MDR) skaalautuvat, vaikka mukana on palvelukomponentti. Konsultoinnissa skaalautuvuus on rajallista liiketoiminnan luonteesta johtuen. Siirtymä ”kyberturvasta teknologiana” kohti ”kyberturvaa prosessina” hämärtää jatkuvasti tuotteiden ja palveluiden rajaa F-Securella.

F-Secure lanseerasi Q2'21:lla pilvipohjaisen ja modulaarisen Elements-alustan, jonka ympärille yritystietoturvan tuotetarjooma rakentuu. Alustan kautta yhtiö pystyy toimittamaan joustavasti erillisratkaisuja tai kokonaistarjoaman päätelaitteiden tietoturvaan asiakkaan tarpeiden mukaisesti. Asiakas voi valita alustan kautta joustavasti perinteisen vuosilisenssin, jatkuvan kuukausilaskutuksen tai käyttömäärään perustuvan tietoturvamallin. Elements on olennainen uusi lanseeraus F-Securen pyrkiessä voittamaan uusia asiakkuuksia ja kasvattamaan niitä ajan kuluessa (Land and Expand), jonka lisäksi se tarjoaa mahdollisuuksia lisä- ja ristiinmyyntiin olemassa olevaan asiakaskuntaan. Käymme seuraavaksi läpi F-Securen tärkeimmät tuotteet.

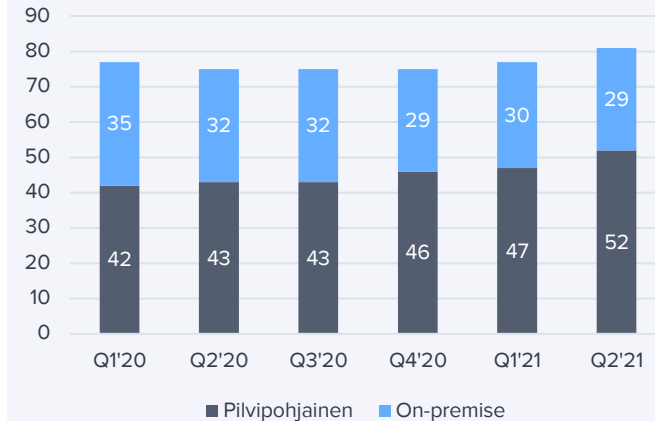
Päätelaitteiden suojaustuotteet (EPP)

Valtaosa F-Securen yritystietoturvan liikevaihdosta tulee vielä päätelaitteiden suojaustuotteista (Endpoint Protection, EPP), joiden kysyntä on vakaata ja markkina maltillisessa kasvussa. Nämä tuotteet edustavat F-Securen ydinosaamista eli virustorjuntaa ja ovat keskeinen osa tuoteportfoliota.

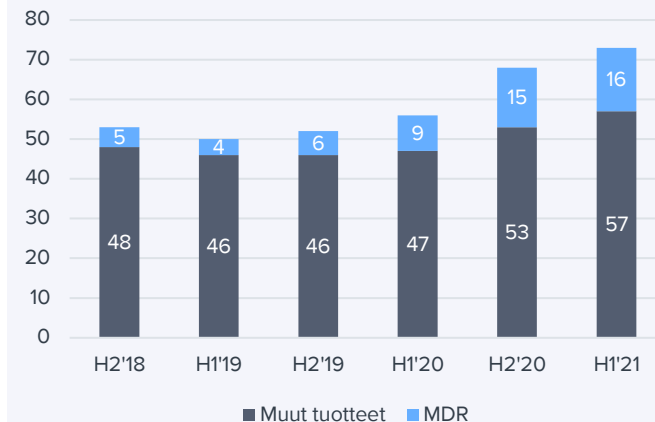
Asiakaskohderyhmänä näillä tuotteilla ovat pienet ja keskiuuret yritykset ja F-Securen päätelaitteiden tietoturvatuotteita käyttääkin yli 100 000 yritystä globaalisti. Vuosisopimusten kokoluokat vaihtelevat sadoista euroista joihinkin kymmeniin tuhansiin euroihin.

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

Yritystietoturvan tuotteiden vuosittaisen jatkuvan liikevaihdon (ARR) kehitys



Yritystietoturvan tuotteiden tilauskannan kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Countercept (MDR)

Countercept on F-Securen vastaus tietoturvamarkkinoilla tapahtuneeseen ”paradigma-muutokseen”, missä pelkästä haittaohjelmien ja tietomurtojen ennakoivasta torjunnasta on siirrytty suojauksesta läpipäässeiden tietoturvauhkien nopeaan havainnointiin ja niihin reagoimiseen. Countercept on luonteeltaan hallinnoitu palvelu (MDR, Managed Detection & Response), missä teknologialla on iso rooli. Nykyinen Countercept koostuu F-Securen vuonna 2016 markkinoille tuomasta RDS-ratkaisusta sekä MWR-yritystietoturvan myötä saadusta Counterceptistä, jotka on integroitu viime vuosien aikana yhtenäiseksi ja kilpailukykyiseksi MDR-kokonaisratkaisuksi.

MDR:n käyttöönotossa asiakkaan tietoverkkoon ja päätelaitteisiin asennetaan sensoreita, jotka keräävät ja lähettävät dataa F-Securen datakeskukseen. Siellä tekoälyn ja koneoppimisen avulla havainnoidaan yrityksen tietoliikenteessä poikkeamia, jotka voivat tarkoittaa läpipäässeitä tietoturvauhkia tai ulkopuolisia tahoja tunkeutumassa asiakkaan järjestelmiin. F-Securen 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 asiakkaan 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 keskimäärin noin sadan tuhannen euron tasolta 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 sekä kompleksin teknologian vuoksi myyntisyklit ovat tyypillisesti pitkiä.

Countercept on F-Securen kasvu kannalta tärkeä tuote ja sen myynnin kehityksellä on merkittävä vaikutus yritystietoturvan kasvuun sopimusten suuren kokoluokan vuoksi. H1'21:n lopussa Counterceptin tilauskanta oli 16 MEUR kertoen sen kasvaneen F-Securen mittakaavassa jo merkittävään kokoluokkaan. F-Secure näkee kasvumahdollisuuksia tällä tuotealueella vielä useaksi vuodeksi ja yhtiön panostukset ratkaisun skaalaamiseksi painavat osaltaan yritystietoturvan kannattavuutta. Kasvuvaiheen jälkeen MDR-ratkaisuilla (bruttomarginaalitavoite >65 %) on potentiaalia yltää hyvään kannattavuustasoon, kun vahva asiakaspito tuo liikevaihtoon jatkuvuutta ja palvelukomponentti skaalautuu kasvun mukana.

Nopeasti kasvava MDR-markkina on houkutelut paikalle paljon kilpailua ja Gartnerin arvion mukaan MDR-ratkaisuja tarjotaan jo reilusti yli 100 toimijaa. F-Securen pääkilpailijat tulevat pääosin USA:sta ja niihin lukeutuvat mm. CrowdStrike, Darktrace, Cybereason ja Rapid7. F-Securen mukaan se erottuu kilpailijoista edukseen vahvan teknologisen kyvykkyyden avulla, jonka ansiosta

Counterceptin kyberhyökkäysten havainnointikyky on erittäin hyvällä tasolla. Erityisesti Counterceptin teknologia kuitenkin erottuu edukseen havaittujen uhkien reagointiin ja käynnissä olevien kohdennettujen kyberhyökkäysten vastaisessa taistelussa. Lisäksi Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoita vastaan siitä, että geopoliittiset tekijät saattavat painaa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa.

Endpoint Detection & Response (EDR)

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

EDR toimii lisäkyvykkyytenä yritysten päätelaitteiden suojaustuotteiden (EPP) päällä ja markkinoilla tämä tuotealue on viime vuosina yhdentynyt EPP-tuotteiden kanssa. Suurin potentiaali EDR:n osalta on myydä tuotetta F-Securen laajaan EPP-asiakaskuntaan. Erityisesti keskisuurissa yhtiöissä ristiinmyyntipotentiaali on suurinta, sillä tässä segmentissä tarve uhkien havainnointiin ja reagointiin on kasvussa. F-Securen mukaan perinteisen EPP-asiakkuuden arvo on mahdollista yli kaksinkertaistaa, kun tilalle tarjotaan EDR:n sisältävää päätelaitteiden suojauksen kokonaisratkaisua. EDR:ää voidaan myydä myös erikseen muiden tietoturvatointajien EPP-ratkaisujen päälle.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

EDR:n toimintaperiaate on hyvin samanlainen kuin Counterceptin, mutta tuotteen havaitessa poikkeaman yrityksen verkossa, tieto menee automaattisesti yrityksen IT-vastaavalle tai jälleenmyyjäkumppanille. Tuote antaa myös toimintaohjeita tietoturvaan reagoimiseksi. Tuote sopii kaikenkokoisille yrityksille, mutta pääkohderyhmä ovat pienet ja keski-suuret yritykset. Loppuasiakkaalla tai jälleenmyyjäkumppanilla on myös mahdollisuus lähettää havaitun poikkeavan tapahtuman tiedot F-Securen palvelukeskukseen, jossa F-Securen asiantuntijat auttavat asian ratkaisemisessa. Siten EDR tuo F-Securelle myös palveluliikevaihtoa, vaikka on lähtökohdiltaan puhdas ohjelmistotuote.

F-Securen EDR on Counterceptin ohella keskiössä yritystietoturvan kasvustrategiassa. EDR-markkina on kehitykseltään nopean kasvun vaiheessa ja esimerkiksi Gartner on arvioinut havainnointikyvykkyydet omaavien päätelaitteiden lukumäärän moninkertaistuvan tulevina vuosina. Myös tässä tuotekategoriassa F-Secure kohtaa kilpailua laajalta rintamalta, sillä lähes kaikilta EPP-tuotteita tarjoavilta kilpailijoilta löytyy myös EDR-kyvykkyydet. Tämän lisäksi kehittyvä ja nopeasti kasvava markkina houkuttelee uusia kilpailijoita.

Ratkaisut kolmansien osapuolten ympäristöihin

F-Secure on kehittänyt Salesforcen ja Microsoftin -pilvialustoille täydentävät tietoturvaratkaisut, jotka on viime vuosina otettu asiakaskunnassa hyvin vastaan, ja ne näkyvät jo yritystietoturvan kasvussa. Salesforcen alustaan F-Secure on kehittänyt tietoturvakyvykkyydet linkkien ja liitteiden tarkistukseen haittaohjelmien varalta. Tuotteen jakelu tapahtuu applikaationa suoraan

Salesforcen alustan kautta mahdollistaen korkean kannattavuuden. Tuotteen kasvunäkymät ovat hyvät, eikä sille löydy tällä hetkellä kunnon kilpailijaa. Yhtenä riskinä kuitenkin on, että Salesforce rakentaisi oman ratkaisunsa korvaamaan F-Securen tuotteen.

Lisäksi F-Secure tarjoaa Elements for 365 -ratkaisua, joka on suunniteltu täydentämään Microsoft 365:n omia tietoturvaominaisuuksia. Ratkaisun tavoitteena on suojata Microsoftin 365-sovellusten kautta välitettyä sisältöä. Tuotetta tarjotaan F-Securen Elements-alustan kautta joko erikseen tai osana kokonaistarjoamaa.

Kyberturvallisuuspalvelut

F-Secure 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 tietoturvoihin ja -vuotoihin reagointi.

F-Securen konsultointiliiketoiminnan fokus on kaikista vaativimmissa tietoturvaongelmissa, mutta palveluvalikoima on laajentunut viime vuosien aikana yritysten halutessa yhä useammin kyberturvallisuuspalveluissa laajempia kokonaisratkaisuja. Konsultointiliiketoiminnan laajuus kasvoi merkittävästi vuoden 2018 MWR-yritysosaston myötä ja F-Securella työskentelee tänä päivänä yli 300 asiantuntijaa konsultoinnin parissa. Konsultoinnin asiakaskunta koostuu sadoista suuryrityksistä.

Konsultoinnin liikevaihto vuonna 2020 laski 8 % ja

oli 45,8 MEUR, mikä vastaa 38 % yritystietoturvan liikevaihdosta. Koronapandemia on heikentänyt kysyntää väliaikaisesti yritysten viime vuonna peruessa ja jarrutellessa kyberhankkeitaan. Tänä vuonna kysyntä on alkanut jälleen elpyä ja keskipitkällä aikavälillä kasvunäkymät ovat hyvät. Osaajapula on yksi markkinan kasvuhaasteista ja huippuosaajista käydään kovaa kilpailua eri toimijoiden välillä.

Konsultointi on vielä enimmäkseen projektivetoista liiketoimintaa, mutta F-Securen tavoitteena on pyrkiä solmimaan jatkuvia konsultointisopimuksia asiakkaidensa kanssa. Konsultointiliiketoiminnassa yhtiön isoimmilla markkina-alueilla (Iso-Britannia ja Pohjoismaat) toimintaa kehitetään jo osittain kannattavuus edellä, mutta pienemmällä markkinoilla toiminta on vielä selkeästi kasvuvaiheessa, mikä rasittaa kannattavuutta.

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Kuluttajatietoturva

Tuotteet

F-Securen tuotteita käyttävät miljoonat kuluttaja-asiakkaat ympäri maailman. Tämänhetkisen tuotevalikoiman tärkeimmät tuotteet ovat: 1) päätelaitteiden suojaustuote F-Secure Safe, 2) yksityisyyden suojaustuote F-Secure Freedom, 3) salasanojen hallintatuote F-Secure Key, 4) kodin kaikki älylaitteet suojaava tietoturva-reititin F-Secure Sense sekä 5) henkilötietojen suojaukseen tarkoitettu F-Secure ID Protection.

Suurin osa kuluttajatietoturvan liikevaihdosta tulee päätelaitteiden suojaustuotteiden myynnistä (Safe). Suoramyyntissä yhä useammat asiakkaat vaihtavat kuitenkin tilaustaan uusiinsa yhdistelmäratkaisu Total:iin, joka sisältää kaikki F-Securen tärkeimmät kuluttajatuotteet. Tämä tuotteiden paketointi on kuluttajatietoturvalle tärkeä myynnin kasvujuri.

Uudemmissa tuotteista kesällä 2017 lanseerattu Sense ja vuonna 2019 julkaistu ID Protection ovat alkaneet asteittain tukea jo kuluttajatietoturvan kasvua. Sensen reitti laajempaan kaupalliseen levikkiin on tapahtumassa ohjelmistotuotteena, joka asennetaan kolmansien osapuolten reitittimiin. Näitä sopimuksia F-Secure on jo solminut useampien operaattorien kanssa, mutta Sensen ohjelmiston sisältävien reitittimien kanta laajenee hitaasti, mitä koronatilanne on entisestään jarruttanut.

F-Securen ID Protection yhdistää henkilökohtaisia tietoja sisältävien tietovuotojen tarkkailun ja salasanojen hallinnan. Tuote on otettu hyvin vastaan operaattorikanavassa ja F-Secure on

solminut tuotteelle jo useita kymmeniä operaattorisopimuksia.

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

Palveluntarjoajakanava (operaattorit)

F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja tänä päivänä sen yli 200 operaattorin verkosto on laajin muihin tietoturvayhtiöihin verrattuna. Kuluttajatietoturvan liikevaihdosta 74 % tuli operaattorikanavan kautta vuonna 2020.

Operaattorit myyvät F-Securen tuotteita osana omia jatkuvia tietoturvapakettejaan, ja F-Secure saa operaattorien kautta laajan jakelun ja volyymin tuotteilleen. Tätä kautta tuotteiden monistettavuus ja skaalautuvuus mahdollistavat hyvän kannattavuuden, vaikka operaattorit ottavatkin suhteellisen ison osuuden tuotteiden bruttomyyntistä, heidän hoitaessa pääosan tuotteiden markkinoinnista.

Operaattoreille yhteistyö F-Securen kanssa on myös hedelmällistä. Tarjoamalla tietoturvapaketteja puhelin- ja laajakaistaliittymien yhteydessä operaattorit ovat kannattavan lisämyynnin lisäksi pystyneet parantamaan asiakaspysyvyyttä ja asiakastytyväisyyttä. Mielestämme F-Securen tuotteiden menestys tässä kanavassa perustuukin juuri siihen, että se ratkoo operaattoreille kahta niiden liiketoiminnan ydinongelmaa (keskihinta ja asiakasvaihtuvuus).

Viime vuosina F-Securen operaattorikanava on laajentunut teleoperaattoreista myös esimerkiksi vakuutusyhtiöihin ja muihin finanssialan toimijoihin, joiden tarjoomaa tietoturvatuotteet hyvin täydentävät.

Suoramyyntikanava

Kuluttajatuotteita myydään myös lukuisten fyysisten ja verkossa toimivien jälleenmyyjien kautta. Lisäksi tuotteita myydään jatkuviissa määrin enemmän oman verkkokaupan kautta, jolloin F-Securen ja loppuasiakkaan välissä ei ole muita välikäsiä. Kilpailu markkinalla on erittäin kovaa, asiakashankinta vaatii merkittäviä markkinointipanostuksia ja erilaiset ilmaistuotteet ja freemium-mallit tekevät kuluttajamarkkinasta haastavan tavoittaa suoramyyntin kautta. Vuonna 2020 kuluttajatietoturvan liikevaihdosta 26 % tuli suoramyyntikanavien kautta.

Kuluttajatietoturva olisi itsenäisenä pörssiyhtiönä vakaa osingonmaksaja

F-Secure kertoi elokuussa 2021 järjestetyn pääomamarkkinapäivän yhteydessä, että se toteuttaa selvitys- ja arviointityön H1'22 loppuun mennessä eri strategisista vaihtoehdoista, joihin kuuluu kuluttajaliiketoiminnan mahdollinen listaaminen Helsingin pörssiin.

Vakaasti kasvava ja erittäin hyvää kassavirtaa tuottava kuluttajatietoturva profiloituisi näkemyksemme mukaan itsenäisenä pörssiyhtiönä vakaaksi osingonmaksajaksi. Itsenäisenä yhtiönä kuluttajatietoturva saisi myös täysimääräisesti keskittyä kasvun tavoitteluun omilla markkinoillaan terävöitettyllä strategialla, eikä päätöksenteossa tarvitsisi ottaa huomioon yritystietoturvan erilaisia tarpeita.

F-Securen liiketoimintamalli

Jaettu teknologia ja tuotekehitys



Virustorjunta-laboratorio



Hallinnointi-palvelu (yritykset)



Analytiikka- ja monitorointialusta



Kuluttajatietoturva

45 % liikevaihdosta 2020
Bruttomarginaali >85 %

- Yksityisyyden suojaus (F-Secure Freedom)
- Päätelaitteiden suojaus (F-Secure Safe)
- Salasanojen hallinta (F-Secure Key)
- Tietoturvareititin (F-Secure Sense)
- Henkilötietojen suojaus (F-Secure ID Protection)

Yritystietoturva

Tuotteet

34 % liikevaihdosta 2020

Ohjelmistotuotteet

Bruttomarginaali
>85 %

Hallinnoidut palvelut (MDR)

Bruttomarginaalitavoite
>65 %

Konsultointi

21 % liikevaihdosta 2020

Palveluliiketoimintaa

Bruttomarginaali
>50 %

Operaattorit

Jälleenmyyjät ja verkkokauppa

Jälleenmyyjät

IT-palvelukumppanit

IT-integraattori/
suoramyynti
(palvelut)

Uhkahavainnointi ja sensoridata miljoonista käytössä olevista tuotteista



Kuluttajat

Kuluttajat

Pienyritykset
(25-200)

Keskisuuret
(200-5000)

Suuryritykset
(>5000)

Tuotemyyntiä
(jälleenmyynti/tulonjako
operaattorin kanssa)

Tuotemyyntiä

Tuotemyyntiä

Tuote- ja
palvelumyyntiä

Tuote- ja
palvelumyyntiä

Sijoitusprofiili

Kuluttaja- ja yritystietoturvan eriyttäminen selkeyttäisi fokusta ja arvonmuodostusta

F-Secure on ollut sijoittajalle vaikea hahmottaa yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa, sillä osakkeessa yhdistyy vakaa kassavirtaliiketoiminta (kuluttajat) sekä edelleen investointivaiheessa oleva kassavirtanegetiivinen liiketoiminta (yritykset). Lisäksi yritystietoturva koostuu profiililtaan ja kehitysvaiheeltaan erilaisista liiketoiminnoista, jotka osittain myös täydentävät toisiaan. Kokonaisuutena yritystietoturvan tuotteissa kasvumahdollisuuksia on monella alueella, mutta kasvun vaatimat investoinnit painavat vielä kannattavuutta. Konsultoinnissa kasvunäkymä on myös piristymään päin ja kannattavuudessa on selkeää parantamisvaraa.

Isossa kuvassa F-Securen eri liiketoimintoja tulee hinnoitella hyvin erilaisin arvostuskertoimin johtuen erilaisista kasvu-, skaalautumis- ja kannattavuusprofileista. Siten nykytuotoinen F-Secure ei ole täysverinen kasvuyhtiö, mutta ei myöskään kypsän vaiheen teknologiayhtiö. Suhtaudumme siten myönteisesti F-Securen suunnittelemaan kuluttaja- ja yritystietoturvan eriyttämiseen, sillä se toisi huomattavaa selkeyttä yhtiön strategiaan ja selkeyttäisi myös osakkeen arvonmuodostusta.

Vakaasti kasvava ja erittäin hyvää kassavirtaa tuottava kuluttajatietoturva profiloituisi näkemyksemme mukaan itsenäisenä pörssi-yhtiönä vakaaksi osingonmaksajaksi. Osakkeen hinnoittelu tapahtuisi siten pääasiassa tulos pohjaisten arvostusmittarien kautta. Vastaavasti nopeammin kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla kasvu on vielä keskeisin arvoajuri ja jaossa olevista

markkinaosuuksista taistellaan osaltaan kannattavuuden kustannuksella. Siten itsenäistä yritystietoturvaa hinnoiteltaisiin näkemyksemme mukaan liikevaihtokertoimen sekä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän kautta. Kokonaisuutena näemme kuluttaja- ja yritystietoturvaliiketoimintojen olevan arvokkaampia erikseen kuin yhdessä ja pidämme järjestelyn toteutumista todennäköisenä.

Vahvuudet ja ajurit

Kasvu yritystietoturvan tuotteissa on arvonmuodostuksen kannalta keskiössä. Markkina on monilla tuotealueilla vielä melko alkuvaiheessa, kasvaa nopeasti ja markkinaosuuksia jaetaan nyt.

Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli mahdollistaa erittäin hyvän kannattavuuden pitkällä aikavälillä.

Yhtenäistetty tuoteportfolio yritystietoturvassa tarjoaa lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia sekä mahdollistaa siirtymän arvoketjussa kohti suurempia asiakkaita.

Vakaa ja kannattava kasvu kuluttajatietoturvassa. Lisäksi uudet tuotteet Sense ja ID Protection tarjoavat skaalautuvaa kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä.

Vakaa ja etabloitunut asema päätelaiteiden suojauksessa antaa F-Securelle hyvät resurssit laajentaa yhtiön ydinosaamista ja teknologiaa uusiin segmentteihin sekä myydä uusia ratkaisuja nykyiseen asiakaskuntaan.

Heikkoudet ja keskeiset riskit

Toimiala on potentiaalisesti yli-investoitu, mikä on näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä. Uusien toimijoiden kultaryntäys voi

johtaa siihen, että kasvavasta markkinasta huolimatta leipää ei riitä jaettavaksi kaikille. Tämä on selkeä uhkatekijä niin F-Securen vakiintuneilla kuin myös uusilla tuotealueilla.

Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen vaikuttaisi todennäköisesti negatiivisesti myös F-Securen osakkeelle markkinoilla hyväksytyyn arvostustasoon.

Kuluttajatietoturvan kilpailu-uhka ja liikevaihdon hidas kasvu ilmaisten antivirusohjelmistojen vuoksi. Näistä jo vuosia pinnalla olleista uhkakuista huolimatta kuluttajatietoturva vaikuttaa pysyvän hyvin elinvoimaisena liiketoimintana ja aivan viime vuosina kasvunäkymä on vain vahvistunut.

Kasvu yritystietoturvassa rasittaa vielä kannattavuutta: Vahvasti kilpailuilla markkinoilla osuuksien voittaminen vaatii merkittäviä panostuksia myyntiin sekä jatkuvaa tuotekehitystä. F-Securea ei myöskään brändinä vielä mielletä erityisen vahvasti yritystietoturvaratkaisujen taloksi. Tämän vuoksi yhtiö suunnittelee kuluttaja- ja yritysliiketoiminnan eriyttämistä ja on käynnistänyt yritystietoturvan brändiuudistuksen.

Koronapandemia luo vielä tiettyä epävarmuutta konsultointiin ja MDR-ratkaisujen myyntiin: Konsultointiliiketoiminta kärsi merkittävästi koronasta, kun asiakkaat jarruttelivat kyberturvahankkeitaan. Korona on heijastunut myös MDR-ratkaisujen jo muutenkin pitkiin myyntisykleihin. Nyt näkymä on jo selkeästi piristymässä näillä molemmilla alueilla, ja pandemian aikana opitut etämyyntimallit osaltaan myös tukevat myynnin tehokkuutta jatkossa.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvuhakuisuus yritystietoturvassa

2.

Kuluttajatietoturvan vakaa kasvu ja hyvä kannattavuus

3.

Skaalautuva, jatkuva ja hyvää kassavirtaa luova liiketoimintamalli

4.

Suuri ja kasvava kokonaismarkkina

5.

Kuluttaja- ja yritystietoturvan eriyttäminen selkeyttäisi fokusta ja arvonmuodostusta

Potentiaali



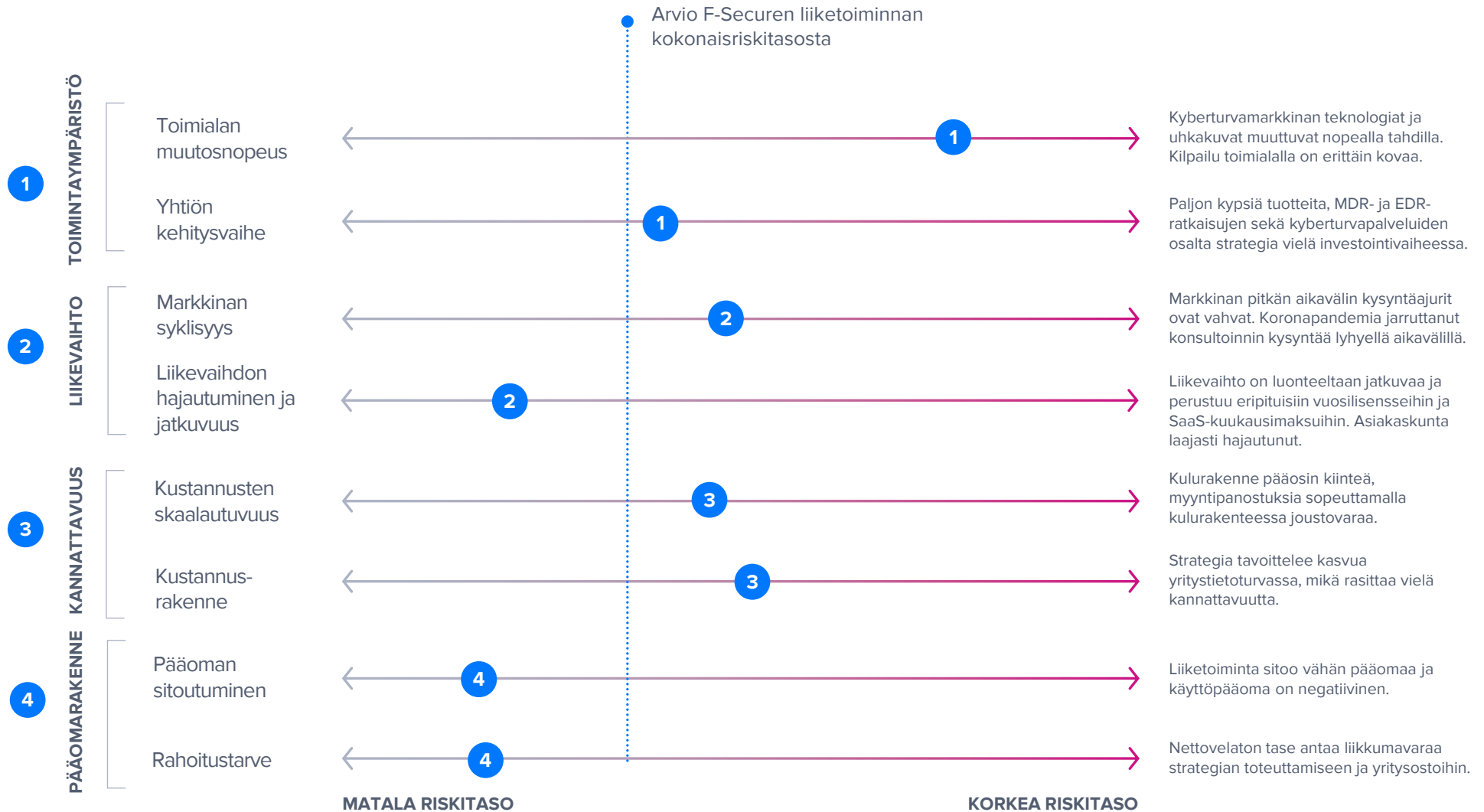
- Kasvu yritystietoturvassa, erityisesti havainnointi- ja reagointiratkaisuissa
- Vahvistuva kasvu ja kilpailuetu tuotetarjooman uudistumisen ja yhtenäistymisen myötä
- Markkinan kysyntänäköymät vahvat
- Kuluttajatietoturvassa vakaa ja kannattava liiketoiminta, jonka lisäksi uusissa tuotteissa kasvupotentiaalia

Riskit



- Toimiala potentiaalisesti yli-investoitu, mikä näkynyt viime vuosina kilpailutilanteen kiristymisenä
- Onnistuminen yritystietoturvan kasvuihanteissa
- Sektorin korkeiden arvostustasojen purkautuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti osakkeen arvostukseen
- Kuluttajatietoturvan kilpailu-uhka ja hidas kasvu

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 markkina ajaa käytännössä loputon kilpajuoksu rikollisten ja kyberturvateknologioiden ja -prosessien välillä.

Kyberturvallisuusmarkkina kehittyi nopeasti ja arviot kokonaismarkkinan koosta ja kasvusta vaihtelevat edelleen rajusti. Gartnerin arvion mukaan globaali kyberturvallisuuden markkina kasvaa vuonna 2021 noin 12 % 150 mrd. dollariin, kun viime vuonna kasvu hidastui väliaikaisesti koronatilanteen vuoksi. Markkinan odotetaan kasvavan noin 10 %:n tahtia vuosittain ja saavuttavan 221 mrd. dollarin koon vuonna 2025.

Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti pyramidimalliin kolmeen

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

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

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

Isossa kuvassa markkinan kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla tietoturvakysymykset

nousevat keskeiseen rooliin uusia digitaalisia liiketoimintoja suunniteltaessa sekä 2) IT-markkinan trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti, pilvisiirtymä) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin.

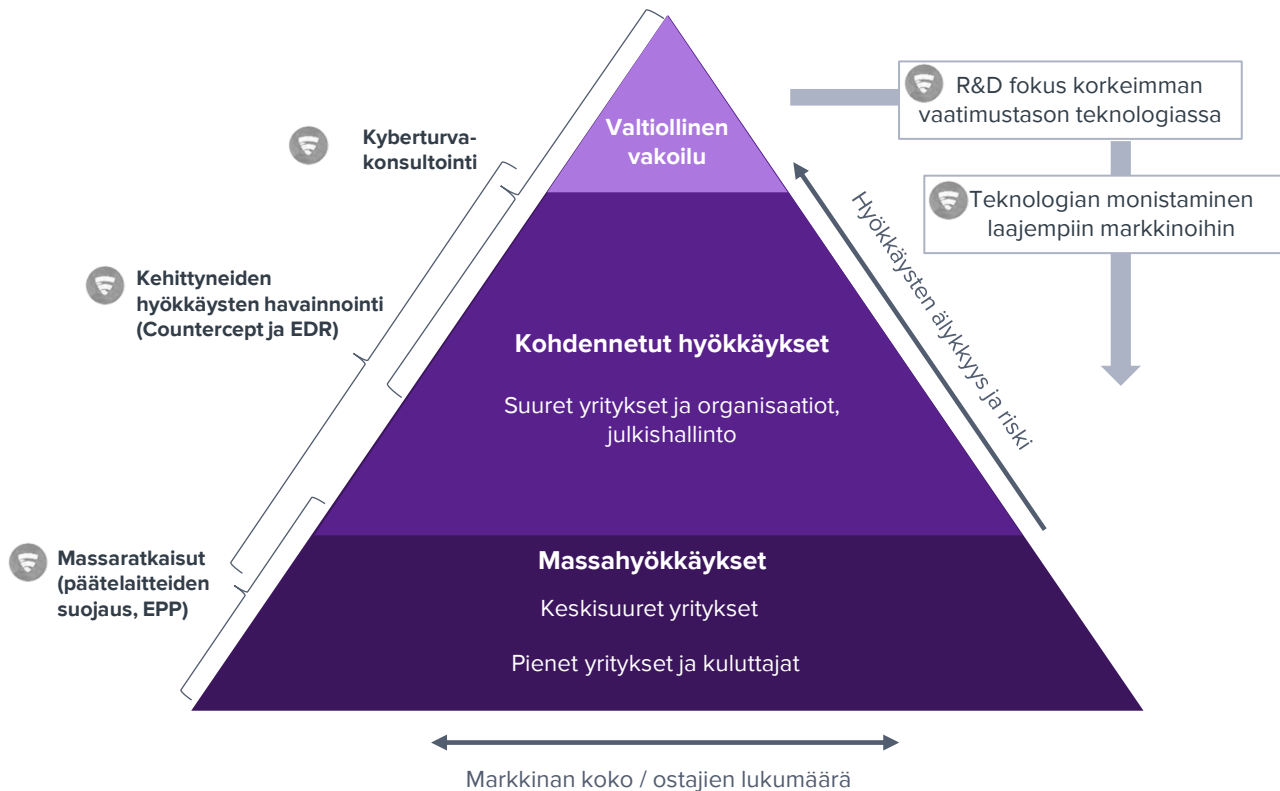
Kohdennettujen hyökkäysten segmentissä (suuret ja keskisuuret organisaatiot) kyberturvallisuutta ei voida ratkaista pelkillä massaratkaisuilla. Tässä segmentissä yritysten tietoturvabudjetit pyöriivät vuositasolla karkeasti 1-5 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee siitä houkuttelevan kyberturvatuotteita ja -palveluita tarjoaville yhtiöille. F-Secure on laajentunut tähän segmenttiin yritysostojen (konsultointipalvelut) sekä tuoteportfolion laajentamisen kautta (MDR).

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

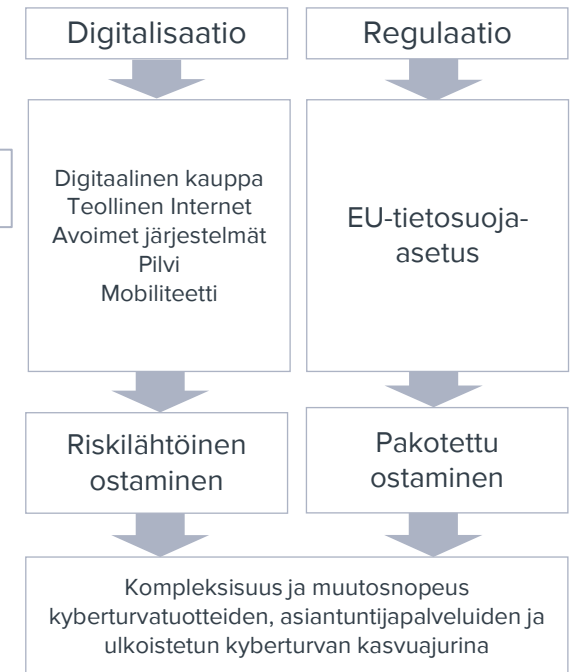
Keskisuurten yritysten joukossa tarve pelkkää päätelaitteiden suojausta korkeammalle kyberturvalle on kasvussa, mutta tietoturvabudjetit (0,1-1,0 MEUR) ovat huomattavasti pienempiä kuin suurilla yrityksillä. Tällöin parhaiden teknologioiden tai hallinnoitujen/ulkoistettujen kyberturvapalveluiden ostaminen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

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/4

Markkinan alasegmentit F-Securelle

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

F-Securen arvion mukaan sen kuluttajätietoturvatuotteiden markkinan koko vuonna 2020 oli noin 7,0 miljardia euroa ja sen odotetaan kasvavan vakaasti noin 4 %:n vuosivauhtia vuoteen 2025. Kuluttajätietoturvan markkinan melko hidasta kasvua selittää jatkuvasti kehittyvien ilmaisten virustorjuntaratkaisujen (esim. Windows Defender) suosio, mutta kasvavia tuotealueita löytyy esimerkiksi yksityisyyden suojaamisen puolelta sekä kodin älylaitteiden suojaamiseen tarkoitetuista ratkaisuista. Koronapandemian ja sitä kautta lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat myös aiempaa valmiimpia maksamaan kyberturvasta, mikä on näkynyt myös F-Securen kasvuluvuissa.

Yritystietoturvan tuotteissa F-Secure on arvioinut nykyisen kohdemarkkinan olevan kooltaan noin 11 miljardia euroa. Eri tuotealueilla kasvuprofiilit ovat hyvin erilaisia, mutta kokonaisuutena markkinan arvioidaan kasvavan peräti 15 %:n vuosivauhtia vuoteen 2025 asti.

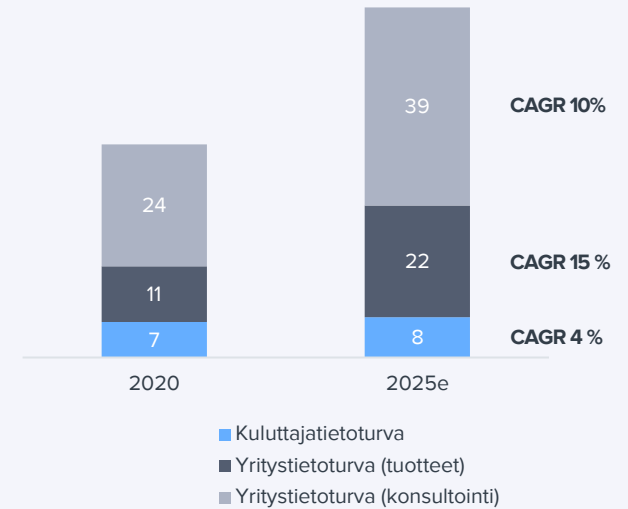
Yritysten päätelaitteiden suojausalustoissa markkina on kasvussa, kun uudet automatisoidut uhkien havainnointi- ja reagointituotteet (EDR) ovat tulleet täydentämään EPP-tuotteita. Esimerkiksi Gartner niputtaa nämä tuotteet jo samaan kategoriaan. IDC on arvioinut EPP/EDR-markkinan kooksi vuonna 2021 vajaa 10 miljardia dollaria ja sen odotetaan kasvavan noin 7 %

vuositahtia vuoteen 2024 mennessä. EDR-tuotteiden kasvua ajaa se, että yrityksiä vastaan tehtyjä tietomurtoja ei huomata usein kuukausiin ja tämä on siirtänyt fokusta pelkästä tietomurroilta suojautumiseen niiden nopeampaan havainnointiin ja reagointiin. Suurilla yhtiöillä on mahdollisuus ostaa havainnointikyvykkyydet hallinnoituna palveluna (kuten F-Securen Countercept), mutta etenkin pienemmille yhtiöille puhdas tuoteratkaisu on ainoa kustannuksiltaan järkevä ratkaisu. Lisäksi muut uudet päätelaitteiden suojausta täydentävät ratkaisut (esim. F-Securen Cloud Protection for Salesforce) tukevat päätelaitteiden suojausalustojen kokonaismarkkinan kasvunäkymää.

Hallinnoitujen havainnointi- ja reagointipalveluiden (MDR) markkina on vielä muovaantumassa ja arviot markkinan koosta ja kasvusta ovat suuntaa antavia. Merkittävästä kasvupotentiaalista kertoo se Gartnerin arvio, että noin 50 % organisaatioista tulee käyttämään MDR-palveluja vuoteen 2025 mennessä. F-Secure pyrkii saamaan osansa tämän markkinan kasvusta Countercept-ratkaisunsa avulla. Viime vuosina markkina on kuitenkin alkanut jo hieman kypsyä, mikä näkyy myös F-Securen odotuksissa yritystietoturvan tuotteiden kasvuksi (15 %). Viimeisen 5 vuoden aikana nopeasti kehittynyt markkina on houkutelut paikalle myös paljon kilpailua, ja Gartner on arvioinut, että markkinalla on yhteensä yli 100 MDR-ratkaisuja tarjoavaa toimijaa.

Kyberturvapalveluissa F-Secure on arvioinut yhtiölle relevantin kohdemarkkinan kooksi noin 24 miljardia euroa ja markkinan odotetaan vuosittain kasvavan noin 10 % vuosina 2020-2025.

F-Securen markkinasegmenttien koko (mrd. €) ja kasvuodotukset



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 ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvasuojassa. Nämä haasteet liittyvät esimerkiksi yksityisyyden suojaan, sähköiseen kaupankäyntiin tai turvallisuuteen. Yhtenä megatrendinä voidaan nostaa myös jatkuvasti kasvava ja monimuotoistuva laitekanta sekä erilaisten järjestelmien ja verkkopalveluiden 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.

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

tuotteiden kysyntää tukee tällöin myös se, että kyberturvallisuus on yhä useammin kriittinen ja kiinteä osa uutta IT-järjestelmää, digitaalista palvelua tai tuotetta. Tämä tarkoittaa, ettei kyberturvallisuuteen liittyviä ongelmia voida ratkaista vain hankkimalla erillisiä hyllystä toimitettavia tietoturvaohjelmistoja ja -laitteistoja, vaan kyberturvallisuuden ratkaiseminen edellyttää myös korkean tason asiantuntijapalveluiden käyttöä. Näiden markkina-ajurien vuoksi myös F-Secure on muuntautunut päätelaitekeskeisestä virustorjuntayhtiöstä yritysten kokonaisvaltaisten kyberturvaratkaisujen tarjoajaksi.

Kuluttajatietoturva muutoksessa

Kuluttajatietoturvasuojassa laitekannan muuttuminen on näkynyt PC:n virustorjuntaohjelmistojen hienoisena laskuna, mutta kokonaisuudessaan verkkoon kytkettyjen laitteiden lukumäärä kuluttajien kodeissa kasvaa nopeasti. Tämä tarjoaa kasvumahdollisuuksia uusille, kodin älylaitteet suojaaville tietoturvatuotteille, vaikka PC-vetoinen virustorjuntamyyni on haastava markkina.

Kuluttajatietoturvasuojassa kyse on siis enemmänkin markkinan luonteen muutoksesta kuin siitä, että markkina hiipuisi PC-virustorjunnan mukana. Esimerkiksi Windowsin oma tietoturva kannibalisoiperinteistä tietoturvaa, mutta tämä ei ratkaise kuluttajalle ongelmaa, miten suojata lukuisat eri päätelaitteet. Lisäksi kysyntä yksityisyyden suojaamiseen liittyville ratkaisuille on kasvussa. Siten F-Securen kokonaisuudet kattaville kuluttajaratkaisuille on luontainen tarve, sillä

päätelaitteiden ja käyttöjärjestelmien kirjo on laaja ja muuttuu jatkuvasti.

EU:n tietosuoja-asetus

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 sattua. Asetusta valvovalla viranomaisella on mahdollisuus määrätä sanktioita asetuksen vastaisesta toiminnasta. Sanktiot voivat olla merkittäviä, sillä vakavimmissa rikkeissä sakko on 20 MEUR tai 4 % yrityksen vuotuisesta liikevaihdosta, millä on herätetty yritykset ottamaan asetus vakavasti. GDPR tukee osaltaan myös F-Securen liiketoimintaa, sillä sen myötä yritysten on rakennettava parempia kyvykkyyksiä havaita toteutuneita tietomurtoja.

Toimiala 4/4

Toimialan konsolidaatio jatkuu

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet viime vuosikymmenen ajan sektorille paljon investointeja. Tämä on näkynyt pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Myös pörssien puolella on nähty monia uusia kyberturvayhtiöiden listautumisia ja samalla osa listayhtiöistä on päätnyt yritysoston kohteeksi. Koronatilanne laitto vuonna 2020 yritysjärjestelyt hetkellisesti tauolle, mikä on tilastojen valossa purkautunut H1'21:llä järjestelyaaltona.

Kokonaisuudessaan kyberturvamarkkina on vielä hyvin fragmentoitunut ja konsolidaatiokehitys tulee väistämättä jatkumaan, sillä markkinan kasvusta huolimatta kaikille nykyisille toimijoille ei ole tilaa markkinalla, mikäli se alkaa kypsyä tulevaisuudessa. Olemme jo useamman vuoden ajan olleet huolestuneita, että toimiala on yli-investoitu. Tämä on mielestämme jo näkynyt sektorin kilpailutilanteen kiristymisenä viime vuosina ja voi näkyä jatkossa yhä vahvemmin sektorin kannattavuudessa, kun uusia toimijoita tulee kilpailuun mukaan uusilla ratkaisulla, 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.

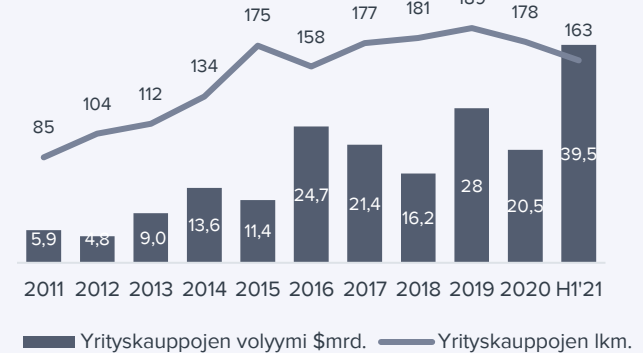
Sektorin investointipaine on johtanut yrityskauppojen arvostustasojen pysymiseen

korkealla tasolla, ja myös listattujen kyberyhtiöiden arvostustasot ovat viime vuosina nousseet merkittävästi. Tämä osaltaan vaikeuttaa myös F-Securen edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yritysostoja. Tällä hetkellä pörssissä kaikista kuumimmista kyberturvayhtiöistä maksetaan jopa reilusti yli 30x tasolla olevia EV/S-kertoimia.

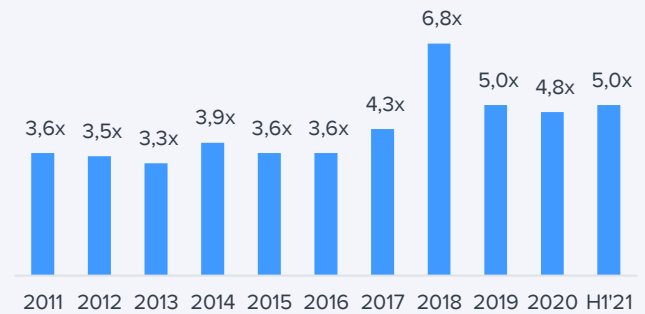
Palveluyhtiöiden osalta osaajien heikosta saatavuudesta johtuen yritysostot ovat monelle toimijalle ainoa keino päästä kiinni markkinaan tai ne voivat toimia vaihtoehtoina rekrytoinneille. Tällöin kohteena ovat usein pienet erikoistuneet toimijat. Tuote-yhtiöiden yrityskaupoissa ostajat voivat etsiä tuoteportfoliotaan täydentäviä teknologioita ja isommissa järjestelyissä haetaan synergioita esimerkiksi tuotekehityksen, myynnin ja jakelukanavien osalta. Konsolidaatiopainetta lisää myös se, että pistemäisten ratkaisujen sijaan kyberturvaa on yhä enemmän kokonaisratkaisujen ja prosessien toimituksia, mikä pakottaa toimijoita yhdentämään tarjoamiaan. Uskomme F-Securen olevan jatkossakin mukana toimialan konsolidaatiossa ostajan roolissa, mutta sektorin korkeat arvostustasot jarruttavat yritysostoaikeita.

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

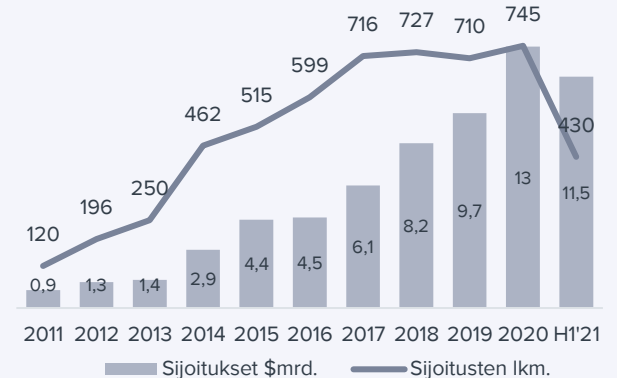
Kyberturva-alan yrityskaupat



Yrityskauppojen mediaani EV/S-kerroin (LTM)



Pääomasijoitukset kyberturvayhtiöihin

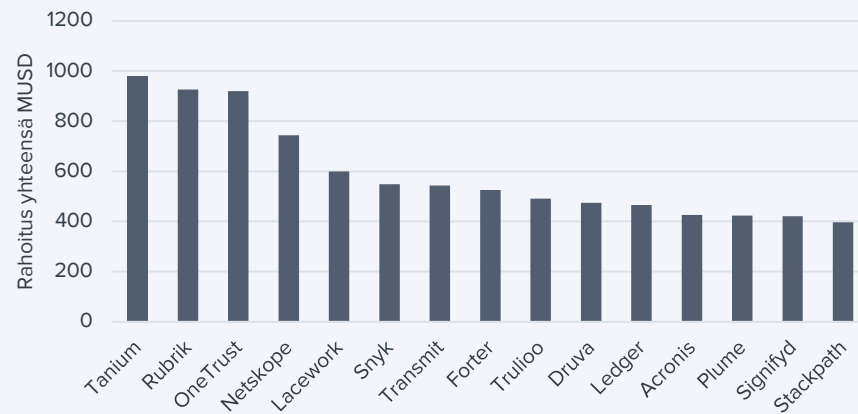


Toimialan yrityskaupat ja sijoitukset

Sektorin yrityskauppoja, joiden arvostuksista julkista tietoa saatavilla

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/S
11/2021	Advent	McAfee	14000	7,5x
4/2021	Thoma Bravo	Proofpoint	11489	9,6x
3/2021	STG	McAfee (Yritysluokkatoiminta)	4000	3,1x
3/2021	Wipro	Capco	1450	2,0x
11/2020	Nasdaq	Verafin	2750	19,5x
10/2020	Francisco Partners	Forcepoint	1100	1,7x
9/2020	Ivanti	Mobileiron	859	4,2x
2/2020	Advent	Forescout	1884	4,8x
1/2020	LexisNexis Risk Solutions	ID Analytics	375	7,8x
12/2019	F5 Networks	Shape Security	1028	17,1x
11/2019	Open Text	Carbonite	1400	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	Shearwater Group	Brookcourt Solutions	40	1,4x
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
1/2016	FireEye	iSight Security	269	6,7x
11/2015	NCC Group	Fox-IT Group	141	4,9x
6/2015	F-Secure	nSense	20	2,6x
4/2015	Singtel	Trustwave Holdings	786	3,6x
4/2015	Marlin Equity Partners	Fidelis Cybersecurity	200	3,3x
3/2015	NCC Group	Accumuli	83	2,4x
12/2014	Belden	Tripwire	710	6,0x
7/2013	Cisco Systems	SourceFire	2 194	7,5x
		Mediaani	1 400	3,8x
		Keskiarvo	1 958	5,3x

Eniten rahoitusta keränneitä listaamattomia kyberturva-yhtiöitä



Sektorin listautumisaktiiviteetti ollut vilkasta

Yritys	IPO vuosi	2021e EV/S
Okta	2017	31,7
SailPoint	2017	13,1
Zscaler	2018	49,5
Avast	2018	9,3
Tenable	2018	10,3
Solarwinds	2018	5,4
Tufin	2019	2,8
Crowdstrike	2019	66,2
Cloudflare	2019	101,6
Ping Identity	2019	8,0
Sumo Logic	2020	7,5
McAfee	2020	6,8
Telos	2020	4,3
KnowBe4	2021	16,6
Darktrace	2021	18,0
SentinelOne	2021	91,3

Kilpailu

Kasvava markkina houkuttelee paljon kilpailua

Kyberturvamarkkinan nopea kasvu ja sektorin yli pyyhkinyt investointialto ovat viimeiset 10 vuotta muokanneet kilpailukenttää voimakkaasti. Markkina on edelleen hyvin pirstaloitunut ja hakee vielä voimakkaasti muotoaan. Yhä suuremman osuuden markkinoiden kasvusta ottavat uudet kyberturva-alan start-upit, jotka ovat usein 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 viime vuosien erittäin nopea kasvu on näkynyt päätelaitteiden suojaustuotteiden markkinalla perinteisten toimijoiden markkinaosuuksissa suurissa enterprise-kokoluokan asiakkaissa.

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.

Isossa kuvassa markkinalla toimivat myös globaalit IT-sektorin jättiläiset kuten IBM, Microsoft ja Cisco, joiden kyberturvallikevähädot ovat miljardiluokassa. Erityisesti Microsoft on viime vuosina nostanut päätään yrityspuolella hyvien tuotteiden ja erittäin vahvan jakeluvoimansa avulla. Olemme listanneet F-Securen kilpailijoita eri tuotealueilla seuraavalla sivulla.

Kilpailutekijät kyberturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää tai havaita haittaohjelmia luonnollisesti korostuu kilpailutekijänä. Päätelaitteiden suojaustuotteissa alalle tulon kynnyks on kuitenkin pienentynyt tekoälyn ja pilviympäristöjen tarjotessa tarvittavat algoritmit sekä kapasiteetin virustorjuntaohjelmistoille. Samalla havainnointi- ja reagoitukyvykkyydet ovat entistä tärkeämpiä ominaisuuksia. Lisäksi asiakkaiden luottamus tuotteeseen, menestys erilaisissa testeissä ja brändi korostuvat kilpailussa.

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

Keskisuurissa ja suurissa yhtiöissä tuotetarjoaman yhtenäisyys korostuu kilpailutekijänä, sillä tämä asiakaskunta ostaa mieluummin kerralla laajan kokonaisratkaisun useiden pistemäisten tuoteratkaisujen sijaan. Silti markkina on edelleen hyvin pirstaloitunut ja organisaatiossa suojattavia kokonaisuuksia riittää paljon myös F-Securen ratkaisutarjoaman ulkopuolella. F-Securen arvion mukaan suuremmilla asiakkailla on keskimäärin käytössä tietoturvaratkaisuja 6 eri toimittajalta ja erilaisten ratkaisujen kokonaislukumäärä nousee helposti 20-30:een.

F-Securen kilpailuedut

F-Securen vahva brändi etenkin Pohjois-Euroopassa pohjautuu yhtiön pitkäaikaiseen ja vankkaan osaamiseen virustorjuntateknologioissa. Osoituksena tästä toimii yhtiön voittamat lukuisat palkinnot haittaohjelmien tunnistustesteissä. F-Securen brändi on erityisen vahva päätelaitteiden suojaustuotteissa pienten yritysten ja kuluttajien keskuudessa. Yhtiöllä on vielä töitä tehtävänä brändinsä osalta yrityspuolella, jotta yhtiö mielletäisiin vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberturvataloksi, jonka ratkaisut kattavat myös suurempien yritysten tietoturvatarpeet. F-Securen konsultointipalvelut kiillottavat yhtiön brändiä yrityspuolella ja auttavat yhtiöitä positioitumaan vahvemmin kokonaisvaltaiseksi kyberyhtiöksi. Konsultointi antaa myös kilpailuetua pelkkiä kyberturvatuotteita tarjoavia yhtiöitä vastaan.

F-Securen laaja jälleenmyyjäkanava yritystietoturvaan sekä operaattorikanava kuluttajatietoturvaan ovat yhtiölle voimavara etenkin pienten yritysten ja kuluttaja-asiakkaiden keskuudessa. Euroopassa yhtiö saa kilpailuetua yhdysvaltalaisia kilpailijoitaan vastaan siitä, että geopoliittiset tekijät saattavat painaa joidenkin asiakkaiden päätöksenteossa.

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

Kilpailukenttä

F-Securen osaamisalueet	Painoarvo F-Securen liiketoiminnassa ja strategiassa	Pääkilpailijat	Muita kilpailijoita
Päätelaitteiden suojaaminen (EPP)	✓✓✓	SOPHOS, TREND MICRO, McAfee, Norton LifeLock, KASPERKY® (with checkmark), eset, Bitdefender	FireEye, SentinelOne, cybereason, TANIUM, CYLANCE, Microsoft, CROWDSTRIKE, Carbon Black, GUIDANCE SOFTWARE
Automatisoitu hyökkäysten havainnointi ja reagointi (EDR)	✓✓	DARKTRACE, FireEye, CROWDSTRIKE, Carbon Black, TREND MICRO, SOPHOS, BROADCOM	TANIUM, KASPERKY®, cybereason, CYLANCE, McAfee, GUIDANCE SOFTWARE, SentinelOne
Kyberhyökkäysten havainnointi ja reagointi hallinnoituna palveluna (MDR)	✓✓	DARKTRACE, Carbon Black, CROWDSTRIKE, RAPID7	FireEye, SentinelOne, cybereason, paloalto NETWORKS, Microsoft
Kyberturvapalvelut	✓✓	Ei yksittäisiä pääkilpailijoita	RAPID7, CROWDSTRIKE, ANDIANT, Secureworks, NIXU cybersecurity, nccgroup®, Secure Link, CGI, accenture, KPMG
Haavoittuvuuksien hallinta	✓	RAPID7, Qualys, tenable	

Strategia 1/2

Onnistunut transformaatio kyberturvataloksi

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

Vuonna 2018 MWR-yrityskauppa vei F-Securen yritystietoturvaan perustuvaa kasvustrategiaa ja muutosprosessia kertaloikalla reilusti eteenpäin. Konsultoinnin painoarvo yhtiön liiketoiminnassa kasvoi merkittävästi ja kaupasta saatu Countercept-tuote vahvisti yhtiön havainnointi- ja reagenttiratkaisujen tarjoomaa. MWR:n integrointi osaksi F-Securea onnistui odotetun hyvin.

F-Securen muutos on vaatinut merkittäviä panostuksia tuote- ja palvelutarjooman yhtenäistämiseen sekä jälleenmyyjäkanavan kehittämiseen. Samalla liiketoimintamalli on muuttunut kertalisenssien myynnistä kohti jatkuvaa tilauspohjaista myyntiä. Kesällä lanseeratun Elements-alustan myötä F-Secure ottaa jälleen lisää askelia kyberturvan palvelullistamisessa. Asiakas voi ostaa tietoturvaa myös käyttömäärään perustuvalla mallilla, mikä ei ole vielä kovin tavanomaista toimialalla.

Kaiken kaikkiaan F-Secure on onnistunut

transformaatioissaan ja kuluttajatietoturvan rinnalle on noussut vahva yritystietoturvan liiketoiminta. Kehitysvaiheeltaan nämä liiketoiminnat ovat kuitenkin hyvin eri tilanteissa ja niitä tulee johtaa hyvin erilaisilla strategioilla. Siten suhtaudumme myönteisesti F-Securen suunnitelmaan listata kuluttajatietoturva omaksi pörssiyhtiöksi. Liiketoimintojen eriyttämistä heijastellen F-Secure on aloittanut yritystietoturvassa brändiuudistuksen valmistelun.

Liiketoimintojen eriyttäminen toisi huomattavaa terävyyttä F-Securen strategiaan. Nopeasti kasvavilla yritystietoturvan markkinoilla kasvu on vielä keskeisin arvoajuri ja jaossa olevista markkinaosuuksista taistellaan osaltaan kannattavuuden kustannuksella. Siten liiketoimintaa tulee ajaa vielä vuosia kasvu edellä ja kannattavuutta alkaa optimoida vasta siinä vaiheessa, kun markkina alkaa kypsyä. Itsenäistä yritystietoturvan liiketoimintaa hinnoiteltaisiin markkinoilla näkemyksemme mukaan liikevaihtokertoimen sekä kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän kautta.

Kuluttajatietoturvassa kasvunäkymä on puolestaan vakaampi ja liiketoiminta luo jo vahvaa kassavirtaa. Siten strategiassa korostuisi näkemyksemme mukaan enemmän pääomarakenteen optimointi ja sopivan tasapainon löytäminen kasvuinvestointien ja omistajien voitonjaon välillä. Kuluttajatietoturva profiloituisi näkemyksemme mukaan itsenäisenä pörssiyhtiönä vakaaksi osingonmaksajaksi.

Taloudelliset tavoitteet

F-Secure julkaisi elokuussa 2021 uudet keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet.

Yritystietoturvan tuotteissa yhtiön tavoitteena liikevaihdolle on kaksinumeroinen kasvuvauhti. Kyberturvallisuuskonsultoinnissa yhtiö tavoittelee puolestaan korkeaa yksinnumeroista kasvu-%. Näkemyksemme mukaan tuotteissa matalan kaksinumeroisen kasvun saavuttaminen orgaanisesti on hyvällä strategian toteuttamisella realistisesti saavutettavissa. Konsultoinnissa noin markkinan mukaisen kasvun pitäisi olla myös hyvin saavutettavissa, sillä jo pelkästään markkinan elpyminen koronasta antaa kasvulle vetoapua lähivuosina.

Kuluttajatietoturvan osalta F-Securen tavoitteena on kasvaa keskiuurta (~5 %) yksinnumeroista kasvuvauhtia. Käytännössä tämä tarkoittaa vuosina 2020-2021 nähdyn kasvuvauhdin jatkamista myös tulevina vuosina, mikä vaikuttaa realistiselta tavoitteelta.

Kannattavuuden osalta F-Secure tavoittelee oikaistun käyttökatemarginaalin kehittyvän kohti 20 prosentin tasoa keskipitkällä aikavälillä (2021e: 16 %). Tämän tason saavuttaminen yhtiön skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan ansiosta pitäisi olla hyvinkin saavutettavissa. Kuluttajatietoturva yltää arviomme mukaan jo selvästi tavoitetasoa parempaan kannattavuuteen, Siten kannattavuusparannuksen pitää tulla arviomme mukaan pääasiallisesti yritystietoturvan tuoteliiketoiminnan puolelta, missä kasvuinvestoinnit vielä rasittavat kannattavuutta. Konsultoinnin kannattavuuspotentiali on arviomme mukaan noin 15 %:n tasolla, mutta tällä hetkellä kannattavuus on vielä kaukana tästä tasosta.

Strategia 2/2

F-Securen osingonjakopolitiikkana on jakaa noin puolet yhtiön vuotuisesta voitosta omistajille. Vuosina 2018-2019 yhtiö jätti osingonmaksun väliin MWR-kaupan tuotua taseeseen velkaa ja raportoidun tuloksen jäätyä matalaksi kasvupanostuksista johtuen. Vuonna 2020 yhtiö palasi osingonmaksajaksi maksaen noin puolet (0,04 EUR/osake) tuloksestaan osinkona. F-Securen arvonluonti perustuu ensisijaisesti kasvuun yritystietoturvaan, eikä yhtiö profiloitu osinkoyhtiöksi.

Yrityskaupat

Yrityskaupat kuuluvat F-Securen strategian työkaluvalikoimaan ja yhtiön muutosta kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi on historiassa vauhditettu yritysostoilla. Konsultoinnissa yritysostoja tehdään maantieteellisen peiton kasvattamiseksi tai osaajien hankkimiseksi, jolloin yritysosto toimii myös rekrytoinnin vaihtoehtona. Esimerkkeinä näistä ovat yhtiön vuonna 2017 tekemät pienet (yhteensä 3,5 MEUR) yritysostot (Inverse Path Italiassa ja Digital Assurance Consulting Britanniassa).

Tuotepuolella F-Secure kartoittaa pieniä, nykyistä tuotetarjoomaa täydentäviä yritysostoja. Vuonna 2015 F-Secure osti suomalais-tanskalaisen palveluyhtiö nSensen 18 MEUR:lla, mistä yhtiölle siirtyi kyberturvakonsulttien lisäksi haavoittuvuuksien hallintaan tarkoitettu tuote. Pidämme todennäköisimpänä, että F-Securen mahdolliset seuraavat yritysostot osuisivat tähän kategoriaan.

Vuonna 2018 F-Secure osti brittiläisen noin 400 henkeä työllistäneen ja noin 31 MEUR:n liikevaihtoa tehneen MWR InfoSecurityn. Käteisenä maksettava kauppahinta oli 80 miljoonaa puntaa (91,6 MEUR) ja lopullinen lisäkauppahinta 5 miljoonaa puntaa. Lopullisella kauppahinnalla yrityskaupan EV/Liikevaihto-kerroin oli noin 3,1x, jota voidaan pitää neutraalina peilattuna F-Securen omaan arvostukseen kauppahetkellä (EV/S viim. 12kk: 3,1x) tai sektorilla toteutuneisiin yrityskauppoihin. Yrityskauppa kasvatti F-Securen maantieteellistä peittoa, vahvasti merkittävästi konsultointia (>50 % liikevaihdosta palveluista) ja toi F-Securen tuoteportfolioon strategisesti tärkeitä havainnointi- ja reagointiratkaisuja täydentäviä teknologioita (Countercept).

Arviomme mukaan sopivan tilaisuuden tullen F-Secure olisi yritystietoturvan puolella valmis myös suurempaan yritysjärjestelyyn, jolla yhtiö tavoittelisi skaalaetuja tai saisi tuotteilleen entistä laajempaa jakelukanavaa keskisuurten ja suurten yhtiöiden asiakassegmenttiin. Arviomme mukaan jokin suurempi järjestely voisi olla ajankohtainen vasta sen jälkeen, kun kuluttaja- yritystietoturvan todennäköinen eriyttäminen on saatu valmiiksi. Kyberturvasektorin korkeat arvostustasot näkemyksemme mukaan myös jarruttavat F-Securen haluja tehdä suurempia järjestelyjä.

Strategia

2015
-
2017

2018
-
2020

2021-

Transformaatio kokonaisvaltaiseksi kyberturvayhtiöksi käynnistetään

- Painopiste kasvaville yritystietoturvan markkinoille
- Onnistunut exit pilvitalennusliiketoiminnasta
- Kolmen kyberturvapalveluyhtiön osto
- Tuotekehityksen fokus tietoturvahkien havainnointi- ja reagoitituotteisiin
- Jälleenmyyjäkanavan kehittäminen ja kasvattaminen

Kasvun kiihdyttäminen

- MWR InfoSecurity -yritysosto
- Siirtymä keski suurten yritysten asiakassegmenttiin
- Tuoteportfolion parempi integrointi
- Kuluttajatietoturvassa vakaa kasvu ja hyvä kannattavuus

Yritys- ja kuluttajaliiketoimintojen eriyttäminen

- Strategisten vaihtoehtojen arviointi koskien kuluttajatietoturvan erillistä listaamista
- Yritystietoturvan tuotteissa tavoitteena kaksinumeroista kasvua, konsultoinnissa korkeaa yksinumeroista kasvua
- Kuluttajatietoturvassa tavoitteena korkea yksinumeroinen kasvuprosentti
- Oikaistun käyttökatteen odotetaan kehittyvän kohti 20 % keskipitkällä aikavälillä
- Mahdollisesti kasvua kiihdyttäviä yrityskauppoja

Strategian onnistumistekijät

Toteutunut

- Yritystietoturvan tuote- ja palvelutarjooman vahvistaminen
- Yritystietoturvan liikevaihdon kasvattaminen kuluttajatietoturvaa suuremmaksi
- Kuluttajaliiketoiminnan kilpailukyky pidetty vahvana ja saatu kasvu-uralle
- Organisaation ja kulttuurin muokkaaminen vastaamaan kasvustrategiaa

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kuluttaja- ja yritystietoturvaliiketoimintojen ja brändien eriyttäminen
- Kasvu yritystietoturvassa modulaarisen Elements -pilvialustan mahdollistaman lisä/ristiinnämyynin sekä MDR-ratkaisujen avulla
- Keskiahinnan kasvattaminen ja operaattorikanavan laajentaminen kuluttajatietoturvassa
- Konsultoinnissa painopiste kasvusta kannattavuuteen kypsemillä markkinoilla, pienemmillä markkinoilla riittävän skaalan saavuttaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Yritystietoturvassa vahva kasvu ja riittävän skaalan saavuttaminen kaikilla alueilla
- Vahvan jakelukanava- ja kumppaniverkoston ylläpito keski suuriin ja suuriin yrityksiin
- Kuluttajaliiketoiminnassa kannattavuuden optimointi ja vakaa kasvu, operaattorikanavan elinvoimaisuuden ylläpito
- Kyky vahvistaa palvelu- ja tuoteportfoliota jatkuvasti markkinatrendien ja teknologian muutosten mukaisesti organisaation tai yrityskaupoin

Taloudellinen tilanne

Kasvu- ja tuloskehitys 2015-2020

Vuonna 2015 F-Secure myi omistamansa pilvitallennusliiketoiminnot 52 MEUR:n hinnalla (ostohinta 30 MEUR vuonna 2009). Tämän jälkeen F-Secure alkoi panostaa merkittävästi nopeasti kasvaville yritystietoturvan markkinoille ja kasvua on haettu sekä orgaanisesti että yritysostoin. Yritystietoturvan liikevaihto on kasvanut vuoden 2014 46 MEUR:sta 120 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä keskimääräisen vuotuisen kasvuprosentin ollessa 17 %. Karkeasti arvioituna noin puolet kasvusta on orgaanista ja puolet yritysostoista. Kuluttajatietoturvassa yhtiö on kasvanut tällä aikavälillä maltillisesti noin 1,4 % vuodessa ja liikevaihto oli vuonna 2020 100 MEUR. Vuosina 2020-2021 kuluttajatietoturvan kasvu on kuitenkin noussut noin 5-6 %:n tasolle.

F-Secure kiihdytti strategian mukaisia kasvupanostuksiaan vuosina 2017-2019, mikä näkyi yhtiön kannattavuudessa. Vuosina 2015-2016 oikaistu EBIT-% oli noin 12-15 % ja se laski vuosina 2018-2019 noin 4-6 %:n tasolle. Suurimmat kasvuinvestoinnit ovat nyt tehty ja vuonna 2020 kannattavuus oli jo paremmalla 10 %:n tasolla. Tämä johtui osittain koronapandemiasta johtuvista kertaluontoisista kulusäästöistä, mutta myös tänä vuonna odotamme lievästi paranevaa kannattavuuden kehitystä. MWR-yrityskauppaan liittyvät aineettomien hyödykkeiden poistot (n. 3 MEUR vuodessa) rasittavat raportoitua tulosta.

Kulurakenne

F-Securen bruttokate oli vuonna 2020 78 % eli ohjelmistoyhtiölle tyypilliseen tapaan hyvällä

tasolla. Myynnin suoriin kuluihin kirjataan muun muassa pilvipohjaisten palvelujen tuottamisesta ja asiakastuesta aiheutuvat kustannukset, sekä kyberturvallisuuspalvelujen tuottamisesta johtuvat suorat kustannukset. Näemme bruttokate-%:ssa lievää nousuvaraa, kun uusien yritystietoturvan tuotteiden osuus yhtiön liikevaihdosta kasvaa.

Myynnin ja markkinoinnin kulut olivat 95,6 MEUR ja vastasivat 43 % liikevaihdosta vuonna 2020. Kuluerä koostuu henkilöstön palkoista, markkinointikuluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Myynnin ja markkinoinnin kuluerä joustaa arviomme mukaan parhaiten alaspäin F-Securen painopisteen siirtyessä kasvusta kannattavuuteen.

Tuotekehitysmenot olivat vuonna 2020 41,9 MEUR eli 19 % liikevaihdosta. Emme odota kuluerän suhteellisen osuuden skaalautuvan merkittävästi alaspäin pitkällä aikavälillä. Tuotekehityskuluista valtaosa on henkilöstökuluja. F-Secure aktivoi kehitysmenoja taseeseen melko maltillisesti aktivoitujen menojen oltua viime vuonna 5,5 MEUR (2019: 6,2 MEUR).

Hallinnon kulut olivat vuonna 2020 17,1 MEUR (2019: 28,1 MEUR) tai 7,8 % liikevaihdosta. Näemme kuluerässä lievää skaalautumis-potentiaalia pitkällä aikavälillä kasvun mukana.

Rahavirta

F-Securen liiketoiminta tuottaa normaalisti hyvää kassavirtaa ja liiketoiminnan rahavirta oli vuosien 2013-2017 välillä 22-29 MEUR vuodessa. Vuonna 2018 rahavirta heikkeni 6,8 MEUR:oon johtuen pääosin MWR-kaupasta ja sen integraatiosta. Vuonna 2019 rahavirta parani 18,5 MEUR:oon ja vuonna 2020 peräti 46,7 MEUR:oon. Rahavirtaa

tuki merkittävä tulosparannus, kasvaneiden tilausten myötä saatujen ennakoiden kasvu sekä muutenkin hyvä käyttöpääoman hallinta koronapandemian keskellä.

Yleistesti F-Securen rahavirtaa tukee asiakkailta saadut ennakkomaksut, sillä sopimusten maksut saadaan usein heti sopimuskauden alussa. Tämän ansiosta F-Securen käyttöpääoma on tyypillisesti negatiivinen. Saatujen ennakkojen viimeisen vuoden aikana piristynyt kasvuvauhti indikoi kasvun jatkumista myös tulevina neljänneksinä.

Tase ja rahoitusasema

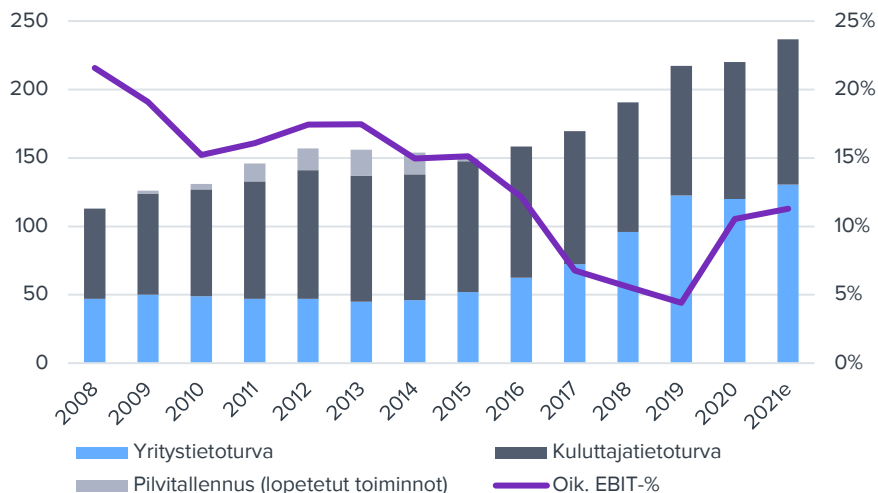
F-Securen tase on hyvässä kunnossa ja taseen tunnusluvut (Q3'21: omavaraisuusaste 61 %, gearing -14 %) kertovat, että vuonna 2018 tehty suuri MWR-yritysosto on sulateltu täysimääräisesti. Vuosineljännes kerrallaan vahvistuvan tase ja hyvä kassavirta antavat F-Securelle selkänöjää strategian toteuttamiseen ja mahdollistavat myös yritysjärjestelyt.

Q3'21 lopussa taseen loppusumma oli 234 MEUR. Liikearvoa yrityskaupoista taseessa on 85 MEUR:n edestä. Liikearvon testaukseen käytetään korkeaa noin 11-15 %:n WACC:ia, emmekä pidä merkittävää arvonalentumisriskiä todennäköisenä. Muut aineettomat hyödykkeet olivat 34 MEUR. Muuten taseen varat koostuivat pääosin kassasta (44 MEUR) ja saamisista (47 MEUR).

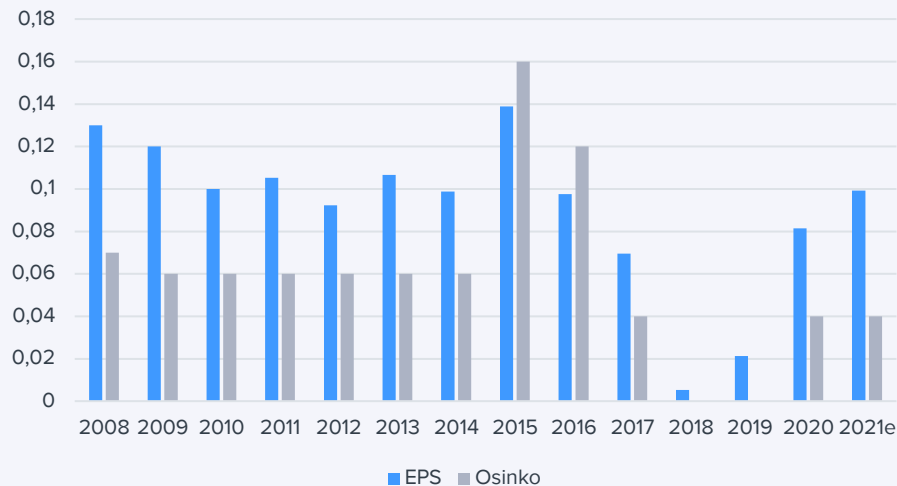
Taseen vastattavaa puoli koostui enimmäkseen omasta pääomasta (93 MEUR) sekä pitkäaikaisista (25 MEUR) ja lyhytaikaisista (84 MEUR) korottomista veloista. Korottomista veloista 82 MEUR oli saatuja ennakoita. Korollista velkaa oli yhteensä 31 MEUR Q3'21 lopussa.

Historiallinen kehitys

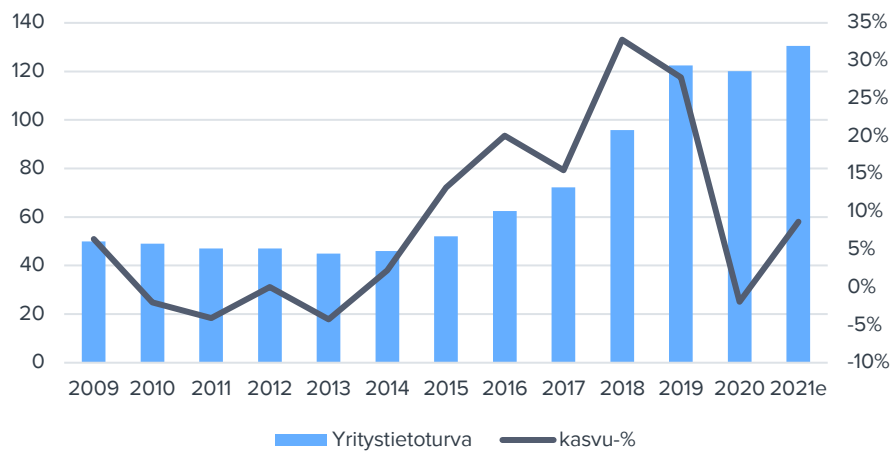
Liikevaihto ja kannattavuus



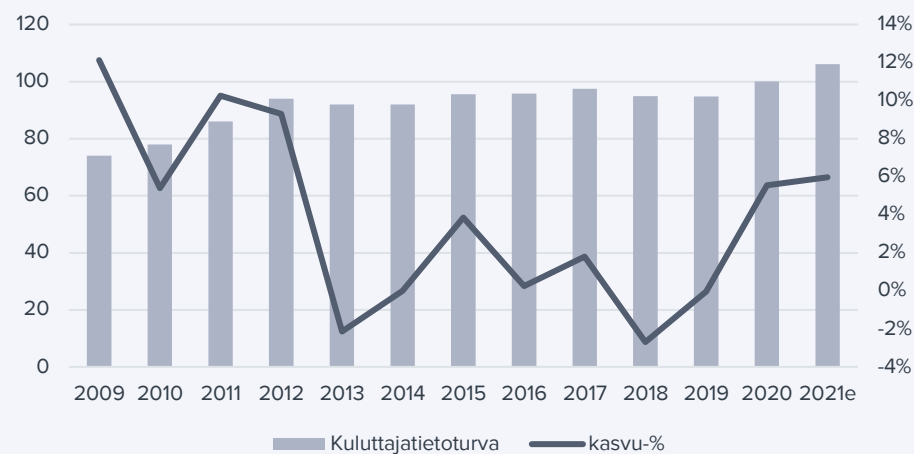
Osakekohtainen tulos ja osinko



Yritystietoturvan liikevaihto ja kasvu-%

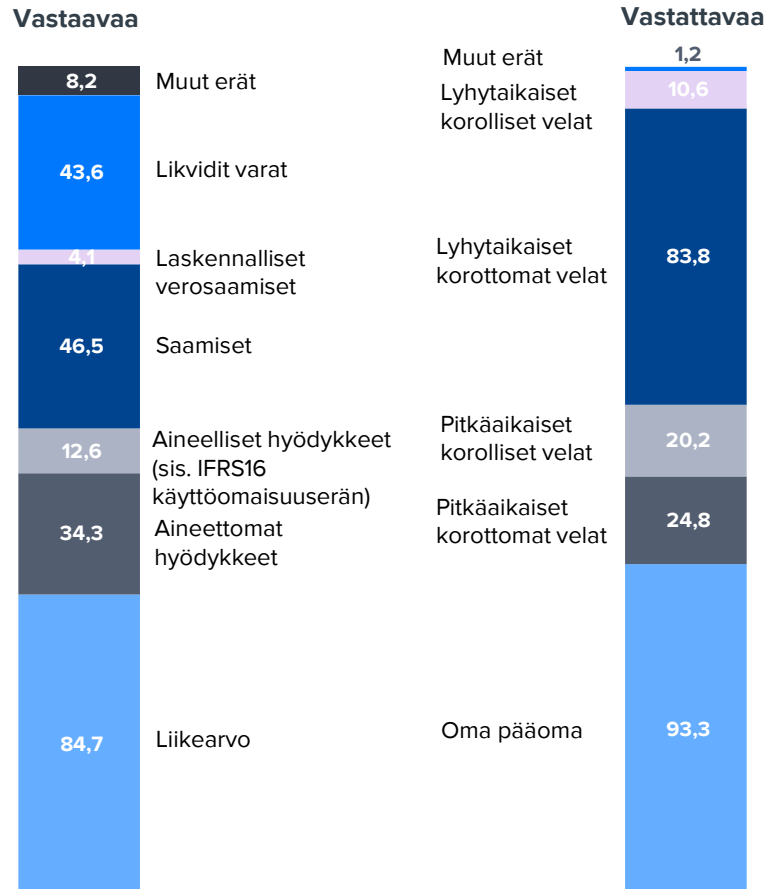


Kuluttajatietoturvan liikevaihto ja kasvu-%

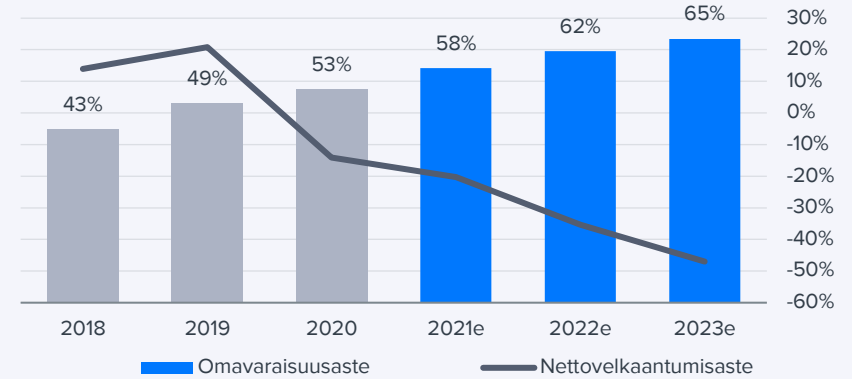


Taloudellinen tilanne

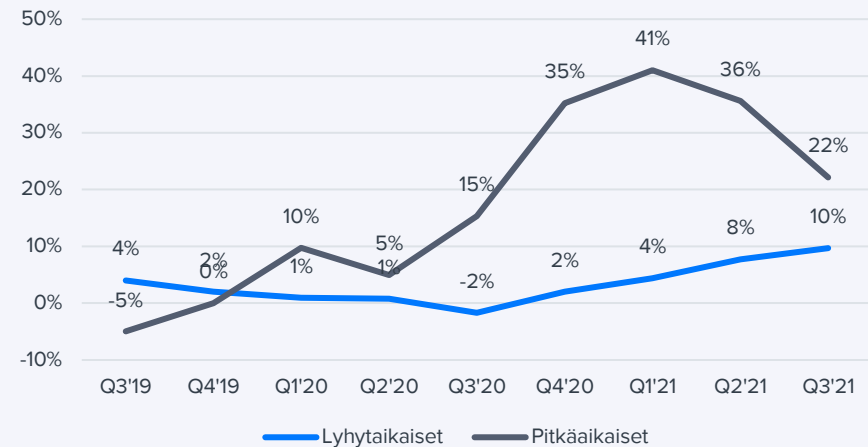
Tase Q3'21 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Saadut ennakot kasvu-%



Ennusteet ja arvonmääritys 1/5

Ennusteet

Ennusteiden lähtökohdat

Ennusteemme ovat linjassa F-Securen taloudellisten tavoitteiden kanssa ja odotamme yhtiön jatkavan tänä vuonna vahvistuneella kasvupolulla myös tulevien vuosien aikana. Yritystietoturassa erityisesti MDR- ja EDR-ratkaisuissa kasvupotentiaalia on huomattavasti ja arvioimme F-Securen näille alueille tekemien merkittävien panostusten heijastuvan tuoteliikevaihdon kasvuun jatkossakin. Tulevina vuosina kasvun pitäisi näkyä myös asteittaisena kannattavuusparannuksena, kun suurimmat investoinnit ovat jo takanapäin.

Konsultoinnissa kysyntänäköymä on koronan yli katsottuna hyvä, ja konsultoinnin liikevaihto on lähtenyt jo vuoden 2021 aikana elpymään. Konsultoinnin lähivuosien kannattavuus on pitkälti kiinni kysynnän elpymisen vauhdin lisäksi siitä, miten F-Secure onnistuu kasvamaan pienemmällä markkinoillaan saavuttaakseen riittävän skaalan.

Yritystietoturassa vielä merkittävä osa liikevaihdosta (arviomme mukaan vajaa puolet) tulee päätelaitteiden suojaustuotteista (EPP). Uudet ratkaisut ovat kuitenkin kasvaneet jo mittaluokkaan, missä ne alkavat yhä selkeämmin näkyä liikevaihdon kasvussa. Erityisesti tuotteiden paketointi isommiksi kokonaisratkaisuiksi uuden Elements-alustan kautta tarjoaa selkeitä lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia F-Securen laajaan EPP-asiakaskuntaan. Uudemmissa tuotteista myös Cloud Protection for Salesforce on noussut viime vuosina kasvun kannalta tärkeäksi tuotteeksi.

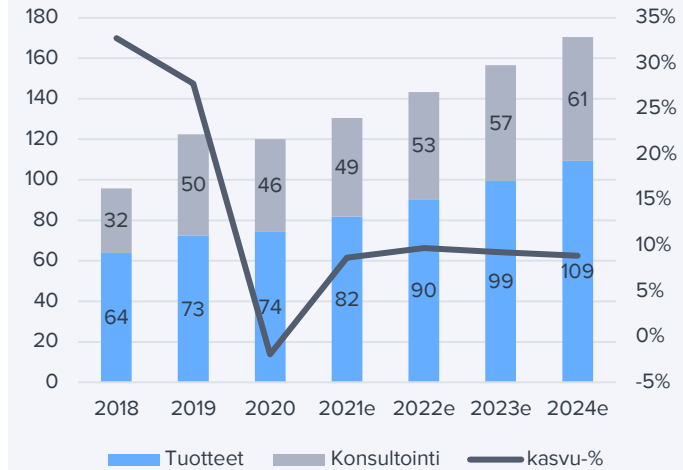
Kuluttajietoturvassa kasvunäkymä on viime vuosina piristynyt muutamalla prosenttiyksiköllä aiemmasta hyvin matalasta yksinumeroisesta kasvusta. Yksi keskeinen tekijä tämän taustalla on koronapandemian myötä lisääntynyt etätö ja sitä kautta kuluttajien kasvanut halu maksaa tietoturvasta. F-Secure on onnistunut kasvattamaan operaattorikanavaa ja yhä useammin muutkin kuin teleoperaattorit (esim. vakuutusyhtiöt) toimivat F-Securen kumppaneina. Tämä tukee partnerikanavan kasvua tulevinakin vuosina.

Vuoden 2021 ennuste

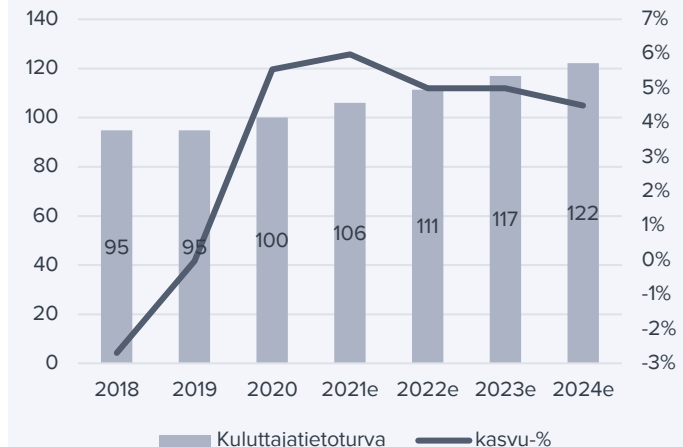
Kuluvan vuoden ennusteemme on linjassa F-Securen ohjeistuksen kanssa. Vuosi 2021 on ollut F-Securelle piristävän kasvun aikaa koronavuoden jälkeen. Kaiken kaikkiaan näkyvyys F-Securen lyhyen aikavälin liikevaihdon kehitykseen on suhteellisen hyvä yhtiön vakaan ja jatkuvaluonteisen ohjelmistoliiketoiminnan ansiosta.

Näkymissään F-Secure ennakoii yritystietoturassa tuoteliikevaihdon kasvavan korkeaa yksinumeroista kasvua. Tämä vaikuttaa alkuvuoden (YTD: 9 %) ja etenkin Q3:n (+13 %) kasvun valossa varovaiselta (ennusteemme 10 %). Konsultoinnin F-Secure ennakoii kasvavan (ennusteemme 6 %) ja ensimmäisten 9 kuukauden aikana liikevaihdossa (7 %) onkin nähty jo selvää elpymistä. Kuluttajietoturvassa odotetaan kasvavan noin samaa vauhtia kuin vuonna 2020 (5,5 %) ja ennusteemme on 6 %:ssa. Kokonaisuutena odotamme F-Securen liikevaihdon kasvavan 7,5 % 237 MEUR:oon.

Yritystietoturvan liikevaihto ja kasvu-%



Kuluttajietoturvassa liikevaihto ja kasvu-%



Ennusteet ja arvonmääritys 2/5

Oikaistun käyttökatteen F-Secure ohjeistaa säilyvän lähellä vuoden 2020 tasoa (35,7 MEUR). Odotamme Q4:llä F-Securen kommenttien mukaisesti yhtiön kulutason jatkavan nousuaan poikkeuksellisista korona-ajoista. Siitä huolimatta oikaistun käyttökatteen ennusteemme vuodelle 2021 (37,8 MEUR) on noin 6 % edellisvuoden yläpuolella. Siten on hyvin todennäköistä, että F-Secure tarkistaa näkymiään tuloksen osalta vielä loppuvuodesta ylöspäin.

Lähivuosien ennusteet

Vuosina 2022-2023 odotamme yritystietoturvan kasvavan noin 10-9 %:n vuosivauhtia. Tuoteliiketoiminnan (+10 %) tärkeimpänä kasvuajurina toimivat MDR-ratkaisut sekä päätelaitesuojauksen kokonaisratkaisujen kasvava myynti. Konsultoinnissa (+8 %) odotamme kysynnän elpymisen jatkuvan koronatilanteen hellittäessä. Ennusteellamme yritystietoturvan osuus (2023e: 157 MEUR) F-Securen liikevaihdosta nousee vuoteen 2023 mennessä 57 %:iin (2020: 55 %). Kuluttajatietoturvan liikevaihdon odotamme jatkavan hyvällä 5 %:n kasvu-uralla ja liikevaihdon nousevan 117 MEUR:oon vuonna 2023.

Arviomme mukaan kasvun kiihdyttäminen yritystietoturvasa rasittaa vielä lähivuosien tuloskehitystä, kun taas kuluttajatietoturvan hyvät marginaalit tukevat kannattavuutta. Arviomme mukaan kulutasossa nähdään lähivuosina myös vielä tiettyä normalisoitumista korona-ajoista esimerkiksi myynnin ja markkinoinnin sekä matkustamisen kulujen osalta.

Ennustamme F-Securen kannattavuuden skaalautuvan asteittain kohti yhtiön keskipitkällä

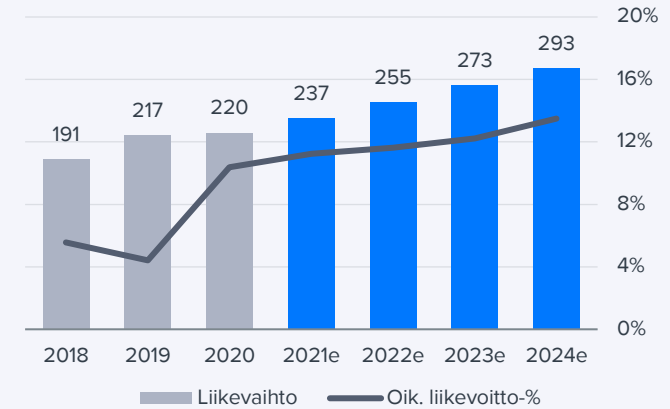
aikavälillä tavoittelemaa 20 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin tasoa. Arviomme kannattavuuden parantuvan pääasiassa bruttomarginaalin nousun sekä myynnin ja markkinoinnin kulujen suhteellisen osuuden pienentyessä kasvun myötä. Kokonaisuutena emme kuitenkaan odota merkittävää kannattavuuden skaalautumista aivan lähivuosina. Vuosina 2022-2023 ennustamme oikaistun käyttökatteen olevan noin 16 %:ssa ja oikaistun liikevoiton vastaavasti 12 %:ssa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2024-2029 yritystietoturvan kasvuvauhti laskee ennusteessamme asteittain 9 %:sta 4 %:iin. Kuluttajatietoturvan liikevaihdon kasvun odotamme puolestaan laskevan asteittain 5 %:sta 2 %:iin. DCF-kassavirtalaskelmaa varten tarvittavan liikevaihdon ikuisuuskasvun odotamme olevan 2,5 % vuodesta 2030 eteenpäin.

Ennustamme F-Securen oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 13,5 % vuonna 2024 ja nousevan tästä asteittain 19 %:iin vuoteen 2029 mennessä kasvuvauhdin tasaantuessa. Tämä on myös oletuksemme terminaalijakson kannattavuudesta. Historiassa ennen kasvaneita panostuksia yritystietoturvaan F-Secure teki vuosina 2010-2015 15,0-17,5 %:n oikaistua liikevoittoa, johon peilaten kannattavuusennuste vaikuttaa realistiselta. Skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan valossa F-Securella olisi hyvässä skenaariossa edellytyksiä vielä ennusteitamme parempaan kannattavuuteen. Kyberturvamarkkinan kova kilpailupaine ja muutosnopeus luovat kuitenkin epävarmuutta pitkän aikavälin kestäväen kannattavuustason arviointiin.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	217	54,8	53,0	54,5	57,9	220	57,8	58,2	58,7	62,0	237	255	273	293
Yritystietoturva (tuotteet)	72,5	18,6	18,5	18,5	18,7	74,3	19,5	20,2	21,0	21,1	81,8	90,4	99,4	109
Yritystietoturva (konsultointi)	50,0	11,9	9,7	10,9	13,3	45,8	12,0	11,6	11,2	14,0	48,8	52,9	57,1	61,1
Kuluttajatietoturva	94,8	24,4	24,8	25,0	25,9	100	26,3	26,3	26,5	26,9	106	111	117	122
Käyttökate ilman kertaeriä	23,2	7,2	10,2	11,1	7,3	35,7	9,6	8,1	11,0	9,0	37,8	40,4	44,5	50,5
Käyttökate	31,1	7,6	10,2	11,1	6,9	35,7	9,6	5,8	10,6	9,0	35,1	40,4	44,5	50,5
Poistot ja arvonalennukset	-24,0	-4,0	-4,2	-4,1	-3,7	-16,0	-3,5	-3,5	-3,4	-3,6	-14,0	-13,6	-13,8	-13,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,6	4,0	6,8	7,7	4,3	22,9	6,9	5,4	8,2	6,1	26,6	29,6	33,5	39,5
Liikevoitto	7,2	3,6	6,0	7,0	3,1	19,7	6,2	2,4	7,2	5,4	21,1	26,8	30,7	36,7
Nettorahoituskulut	-2,9	-1,3	-0,7	-0,7	-0,5	-3,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-1,0	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	4,2	2,3	5,3	6,3	2,6	16,5	6,4	2,0	7,0	5,1	20,5	25,8	30,2	36,2
Verot	-0,9	-0,2	-2,2	-1,3	0,1	-3,6	-1,5	-0,5	-1,5	-1,3	-4,8	-6,4	-7,2	-8,7
Nettotulos	3,4	2,1	3,1	5,0	2,7	12,9	4,9	1,5	5,5	3,8	15,7	19,3	22,9	27,5
EPS (oikaistu)	0,03	0,02	0,02	0,03	0,02	0,10	0,03	0,02	0,04	0,03	0,13	0,14	0,16	0,19
EPS (raportoitu)	0,02	0,01	0,02	0,03	0,02	0,08	0,03	0,01	0,03	0,02	0,10	0,12	0,14	0,17

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	14,0 %	2,6 %	-2,0 %	1,4 %	3,3 %	1,3 %	5,4 %	9,8 %	7,8 %	7,1 %	7,5 %	7,6 %	7,4 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-9,4 %	130,4 %	396,9 %	125,1 %	40,9 %	138,3 %	71,2 %	-21,1 %	7,1 %	41,1 %	16,4 %	11,3 %	13,0 %	18,0 %
Käyttökate-%	14,3 %	13,9 %	19,2 %	20,3 %	11,8 %	16,2 %	16,7 %	10,0 %	18,1 %	14,5 %	14,8 %	15,9 %	16,3 %	17,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	7,4 %	12,9 %	14,1 %	7,4 %	10,4 %	11,9 %	9,3 %	14,0 %	9,8 %	11,2 %	11,6 %	12,2 %	13,5 %
Nettotulos-%	1,5 %	3,8 %	5,8 %	9,1 %	4,7 %	5,8 %	8,5 %	2,7 %	9,3 %	6,1 %	6,6 %	7,6 %	8,4 %	9,4 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 3/5

Arvonmääritys

Sijoitusnäkemys

F-Securen liiketoiminta etenee tällä hetkellä oikeaan suuntaan kaikilla alueilla ja korona-aika on osoittanut yhtiön ohjelmistoliiketoiminnan vakauden ja laadun. Ohjelmistoliiketoiminnan vakaus ja sitä kautta melko matala riskitaso tukee osakkeen korkeaa arvostusta nykyisessä markkinaympäristössä.

Lyhyellä aikavälillä keskeinen osakkeen arvoa ajava tekijä on suunnitteilla oleva kuluttaja- ja yritystietoturvan eriyttäminen. Näemme kuluttaja- ja yritystietoturvan arvokkaampina erikseen kuin yhdessä, mutta mielestämme tämä heijastuu jo täysimääräisesti osakkeen arvostukseen. Arvostuksen venyttäminen vaatisi entistä vahvempaa kasvua yritystieturvassa tai polkua merkittävään kannattavuusparannukseen, mitä ei F-Securen keskipitkän aikavälin tavoitteiden perusteella ole kuitenkaan tapahtumassa.

Arvostuskertoimet

Ennusteillamme F-Securen lähivuosien tulos pohjaiset arvostuskertoimet näyttävät korkeilta. Vuosien 2021e-2022e oikaistut P/E-kertoimet ovat 43x ja 40x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 32x ja 28x. Vuonna 2024, jolloin ennusteessamme kannattavuus (oik. EBITDA: 17 %) on jo lähempänä keskipitkän aikavälin tavoitetasoa, P/E-kerroin on 29x ja EV/EBIT 20x. Näitäkään kertoimia ei voida pitää vielä erityisen edullisina ja toteutuakseen ne vaativat yhtiön strategian onnistumista kohtuullisen hyvin, mihin luonnollisesti sisältyy riskiä. Lähivuosien

ennustamallamme tuloskasvulla osakkeen PEG-luku (2,4x) on korkealla tasolla. Pelkästään tulos pohjaisia kertoimia tarkastellessa F-Securen osake näyttää kalliilta.

Liikevaihtokertoimella F-Securen arvostus näyttää huomattavasti matalammalta verrattuna tulos pohjaisiin kertoimiin. Ennusteillamme vuosien 2021e-2022e EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 3,6x ja 3,3x. F-Securen eteenpäin katsova liikevaihtokerroin on vaihdellut 1,5x-3,7x välillä vuosina 2014-2021 mediaanin ollessa 2,5x. Näin ollen nykyinen arvostus on historiallisen arvostushaarukan ylä laidalla.

F-Securen liikevaihtopohjainen arvostus näyttää erityisen matalalta kyberturvasektorin verrokkiyhtiöiden arvostustasoihin peilattaessa (kts. sivu 36). Matalaa liikevaihtopohjaista arvostusta näkemyksemme mukaan selittää F-Securen moniin verrokkeihin nähden matalaksi jäävä kasvun (2021e +7,5 %) ja kannattavuuden (2021e: oik. EBIT: 11 %) yhdistelmä. Myöskään ensi vuoden ennusteillamme (kasvu +7,6 %, oik. EBIT-% 12 %) tilanne ei merkittävästi muutu. Mielestämme liikevaihtopohjaisen arvostuksen kestävä nousu nykytasolta vaatisi nykyistä parempaa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmää.

F-Securen osakkeeseen ladattuja kasvuodotuksia voidaan havainnollistaa olettamalla yhtiön yltävän jo ensi vuonna kypsää vaihetta heijastelemaan 15-20 %:n oikaistuun EBIT-%:iin. Tällöin osakkeen P/E-luku olisi noin 23x-31x ja EV/EBIT 16x-22x. Nämäkään kertoimet eivät näytä erityisen matalalta, mikä kertoo F-Securen nykyisen arvostuksen vaativan taakseen hyvää kasvua tulevana vuosina.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,46	5,46	5,46
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	865	865	865
Yritysarvo (EV)	846	828	808
P/E (oik.)	43,4	40,3	34,6
P/E	55,0	44,7	37,7
P/Kassavirta	62,5	33,9	31,4
P/B	9,4	8,3	7,2
P/S	3,7	3,4	3,2
EV/Liikevaihto	3,6	3,3	3,0
EV/EBITDA (oik.)	24,1	20,5	18,2
EV/EBIT (oik.)	31,8	28,0	24,2
Osinko/tulos (%)	40,3 %	40,9 %	41,5 %
Osinkotuotto-%	0,7 %	0,9 %	1,1 %

Lähde: Inderes

F-Securen historiallinen liikevaihtopohjainen arvostus



Lähde: Inderes, Bloomberg

Ennusteet ja arvonmääritys 4/5

Vertailuryhmä

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

Liikevaihtokertoimella F-Secure on arvostettu lähivuosina merkittävästi yli 60 %:n alennuksella suhteessa verrokkeihin. F-Securen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jää kuitenkin selvästi vertailuryhmän keskimääräistä tasoa heikommaksi, mikä heijastuu mielestämme perustellusti matalampana arvostuksena. F-Securen liiketoiminnasta merkittävä osa muodostuu vakaasta kuluttajaliiketoiminnasta sekä heikommin skaalautuvasta konsultoinnista, minkä takia yhtiötä ei voida profiloida samaan lokeroon sektorin nopeimmin kasvavien SaaS-yhtiöiden kanssa. Lisäksi huomioimme, että verokkien liikevaihtopohjainen arvostustaso on absoluuttisesti erittäin korkea (2021e-2022e 10x-9x) ja näemme riskinä, että markkina ei välttämättä hyväksy yhtiölle tulevaisuudessa näin korkeita kertoimia.

F-Securen tulos pohjaisten arvostuskertoimien vertailu verrokkeihin ei ole erityisen mielekäästä, sillä valtaosalla verokkirahmahan yhtiöistä kannattavuus

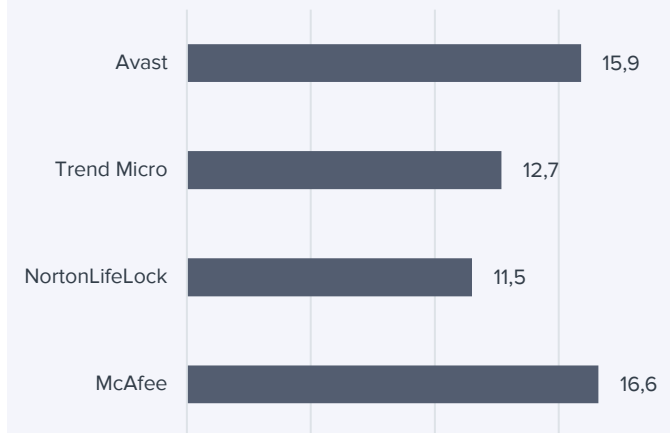
on kasvupanostusten vuoksi vielä matala tai tappiolla. Myös F-Securen kannattavuudessa on edelleen skaalautumispotentialia. Verokkirahman mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat tänä ja ensi vuonna 45x-26x. Vuoteen 2022 katsottuna F-Securen kerroin on noin 10 %:n preemiolla verokkirahmaan nähden.

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo F-Securelle on 836 MEUR, eli 5,3 euroa osakkeelta. DCF-mallin valossa ennustamamme hyvä ja vakaa kasvunäkymä on jo täysimääräisesti hinnoiteltu F-Securen osakkeeseen.

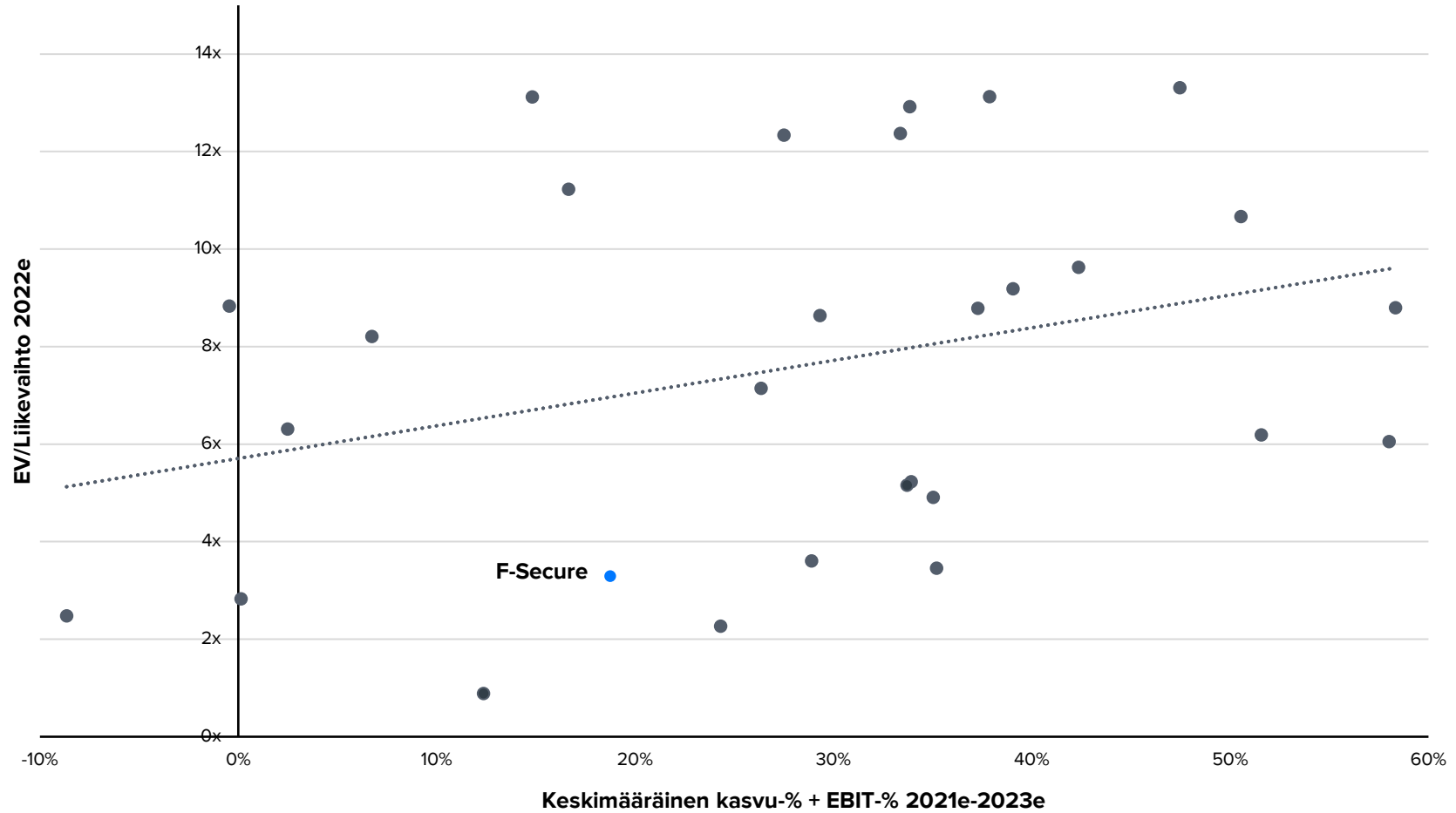
Ikuisuusoletuksena oletamme liikevoitto-%:n olevan 19 % ja kasvun 2,5 %. DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 7,7 %:iin. Tämä on F-Securen vakaan ohjelmistoliiketoiminnan suhteellisen alhainen riskiprofiili huomioiden perusteltua nykyisessä korkoympäristössä. Ikuisuusoletuksen (terminaali) painoarvo on 68 % velattomasta arvosta, mikä osaltaan kertoo suuren osan F-Securen arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa tulevista kassavirroista lisäten epävarmuutta.

Kuluttajietoturvaverokkirahmahan 2022e EV/EBITDA



F-Securen ja kyberturvayhtiöiden arvostus

Kyberturvayhtiöiden arvostus suhteessa kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään*



Lähde: Refinitiv, Inderes, *kuviosta jätetty pois verrokkiryhmästä löytyvät erittäin korkealle arvostetut Cloudflare ja CrowdStrike

Ennusteet ja arvonmääritys 5/5

Osien summa -laskelma

Havainnollistamme osien summa -menetelmällä F-Securen arvonmuodostusta. Menetelmä vaatii tiettyjä oletuksia, mutta se toimii nyt entistä relevantimpana näkökulmana, kun kuluttaja- ja yritystietoturva ollaan eriyttämässä. Laskelma pohjautuu nyt vuoden 2022 (aik. 2021) ennusteisiin, jonka vuoksi osien summa on noussut edellisestä päiväyksestämme.

Kuluttajatietoturva hinnoitlemme tulos pohjaisesti sen vakaan kasvuprofiilin vuoksi. F-Secure ei erittele liiketoimintojen kannattavuuksia, joten oletamme kuluttajatietoturvan EBIT-%:n olevan 22-28 %:n välillä, mikä heijastelee kypsän vaiheen liiketoiminnalle hyvää kannattavuutta. F-Securen huomattavasti suurempia kuluttajatietoturvan verrokkeja hinnoitellaan 11x-16x EV/EBITDA-kertoimilla ja hetki sitten McAfeesta tehtiin ostotarjous noin 16,6x EBITDA-kertoimella. Tästä soveltaen oletamme, että kuluttajatietoturva voitaisiin hinnoitella itsenäisenä pörssiyhtiönä 11x-15x EV/EBIT-kertoimella. Näin kuluttajatietoturvan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa 362 MEUR haarukan ollessa 270-468 MEUR.

Yritystietoturvassa F-Secure avaa konsultoinnin ja tuotteiden osuuden liikevaihdosta, minkä pohjalta olemme arvioineet erikseen näiden liiketoimintojen arvot. Henkilöstövetoisena ja siten heikommin skaalautuvana konsultoinnin (lv. 2022e 53 MEUR) liikevaihtokertoimeen liittyy näkemyksemme mukaan vähemmän tulkittavaa. Hyvänä vertailukohtana voidaan käyttää esimerkiksi IT-palveluyhtiöiden kertoimia. Siten olemme asettaneet konsultoinnille hyväksyttävän liikevaihtokertoimen 1,2x-1,8x haarukkaan.

Tuoteliikevaihdosta (2021e: 82 MEUR) merkittävä osa koostuu vakaasti kasvavista päätelaitteiden suojaustuotteita (EPP), joiden kasvua uudet tuotteet (esim. EDR) ja niiden paketointi yhtenäiseksi kokonaisratkaisuksi vauhdittaa. Myös hallinto- ja reagoitiratkaisut (MDR) ovat nopeasti kasvava ja F-Securelle strategisesti tärkeä tuotealue. Kokonaisuutena F-Secure tavoittelee tuoteliikevaihdon kaksinumeroista kasvua, ja ennusteemme on lähivuosille noin 10 %:ssa. Arviomme mukaan tuoteliiketoiminnan kannattavuus ei ole lähivuosina erityisen korkea, mitä heijastellen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä jää moniin nopeasti kasvaviin tuoteyhtiöihin peilattuna melko matalaksi. Tätä kokonaisuutta punniten hinnoitlemme tuoteliikevaihtoa neutraalissa skenaariossa 4,0x liikevaihtokertoimella haarukan ollessa 3,0x-4,5x. Vertailun vuoksi McAfeen yritysliiketoiminnot myytiin maaliskuussa 2021 pääomasijoittajalle 3,1x liikevaihtokertoimella.

Edellä mainittuja oletuksia soveltamalla yritystietoturvan arvo neutraalissa skenaariossa on 441 MEUR haarukan ollessa 335-502 MEUR. Lisäämällä liiketoimintojen päälle F-Securen ennustetun nettokassan, muodostuu osakekannan arvoksi 840 MEUR tai 5,3 euroa osakkeelta. Pessimistisen ja optimistisen skenaarion haarukka on 4,0-6,4 euroa. Osien summa -laskelma ei indikoi osakkeeseen nousuvaraa neutraalin skenaarion perusteella. Riskinä osien summassa on kyberturvayhtiöiden korkeat arvostustasot, jolloin arvostuskertoimien lasku voisi heijastua negatiivisesti myös osien summassa käyttämiimme kertoimiin.

Kuluttajatietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Oletettu EBIT-%	22 %	25 %	28 %
EBIT 2022e	25	28	31
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	11,0x	13,0x	15,0x
Yritysarvo	270	362	468

Yritystietoturva	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2022e	143	143	143
Tuoteliikevaihto	90	90	90
x hinnoittelukerroin (EV/S)	3,0x	4,0x	4,5x
Tuoteliiketoiminnan arvo	271	362	407
Konsultointiliikevaihto	53	53	53
x hinnoittelukerroin (EV/S)	1,2x	1,5x	1,8x
Konsultointi arvo	63	79	95
Yritystietoturvan arvo yhteensä	335	441	502

Osien summa	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Kuluttajatietoturva	270	362	468
Yritystietoturva	335	441	502
Yritysarvo	604	803	970
+ Nettovelat 2022 lopussa	37	37	37
Osakekannan arvo	641	840	1007
<i>Osakekohtainen arvo</i>	4,0	5,3	6,4

Verrokkiryhmän arvostus

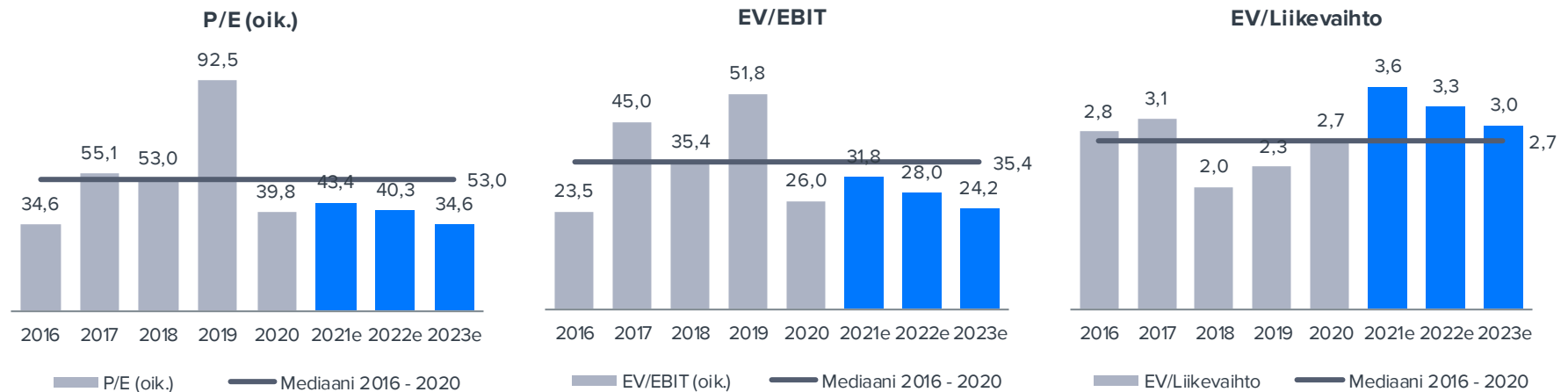
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Mandiant Inc	18,7	3990	4149					9,7	8,2		
NortonLifeLock Inc	25,3	12872	14905	13,5	11,7	13,2	11,5	6,7	6,1	17,6	14,4
Trend Micro Inc	6740,0	7312	5462	16,5	15,8	12,7	12,7	3,8	3,6	29,8	29,3
Rapid7 Inc	130,9	6582	7067					15,2	12,3		
Fortinet Inc	341,1	48204	46359	61,2	51,2	55,7	47,3	15,8	13,3	85,8	72,6
Cyberark Software Ltd	197,4	6893	6486					14,9	13,1		
Palo Alto Networks Inc	524,6	44673	44959	65,8	51,5	56,6	45,6	12,1	9,6	86,5	71,5
Check Point Software Technologies	116,3	13667	12139	13,3	13,0	13,0	12,7	6,4	6,2	16,9	15,9
Qualys Inc	139,0	4662	4358	31,0	29,5	26,1	25,0	12,1	10,7	43,0	41,0
NCC Group PLC	244,5	904	847	20,6	14,0	14,6	11,0	2,6	2,3	27,5	20,9
Nixu Oyj	7,0	52	54	108,0	21,6	21,6	12,0	1,0	0,9		25,9
Crowdstrike	261,0	51021	50105					66,2	40,5		
Avast PLC	597,4	7310	7763	18,2	16,9	16,9	15,9	9,3	8,8	21,9	20,6
Tenable Holdings Inc	54,5	5101	4851	116,8	92,8	94,0	75,9	10,3	8,6	172,7	
SolarWinds Corp	16,7	2337	3379	11,1	13,1	10,3	12,5	5,4	5,2	12,5	15,3
SecureWorks Corp	20,5	1508	1335	71,3		45,0		2,7	2,8	89,6	
Splunk Inc	139,8	19524	20014					10,5	8,8		
Mimecast Ltd	83,6	4831	4581	58,9	40,2	42,4	31,6	10,4	8,8	75,6	60,0
SailPoint Technologies Holdings Inc	59,2	4837	4804					13,1	11,2		
Tufin Software Technologies Ltd	10,0	332	268					2,8	2,5		
Cloudflare Inc	211,7	58479	57889					101,6	74,5		
Ping Identity Holding Corp	27,8	2018	2078	89,7	77,6	79,3	64,6	8,0	7,1	114,1	82,5
Varonis Systems Inc	60,1	5707	5188					15,3	12,4		
Telos Corp	17,94	1030	928		49,4	43,0	27,7	4,3	3,5	70,1	48,9
Sumo Logic Inc	15,97	1575	1320					7,5	6,3		
Knowbe4 Inc	25,38	3808	3568					16,6	13,1		
Darktrace PLC	545,50	4680	4410					18,0	12,9		
F-Secure (Inderes)	5,46	865	846	31,8	28,0	24,1	20,5	3,6	3,3	43,4	40,3
Keskisarvo				49,7	35,6	36,3	29,0	14,9	14,5	61,7	39,9
Mediaani				45,0	25,5	26,1	20,4	10,3	8,8	56,6	29,3
Erotus-% vrt. mediaani				-29 %	10 %	-8 %	0 %	-65 %	-63 %	-23 %	37 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,48	3,89	2,32	3,05	3,84	5,46	5,46	5,46	5,46
Osakemäärä, milj. kpl	156,0	156,7	157,5	157,8	158,1	158,4	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	544	610	365	480	606	865	865	865	865
Yritysarvo (EV)	451	519	375	496	595	846	828	808	785
P/E (oik.)	34,6	55,1	53,0	92,5	39,8	43,4	40,3	34,6	29,2
P/E	34,6	55,1	>100	>100	47,1	55,0	44,7	37,7	31,5
P/Kassavirta	40,1	43,3	neg.	neg.	16,5	62,5	33,9	31,4	26,0
P/B	7,2	8,6	5,5	6,3	7,4	9,4	8,3	7,2	6,3
P/S	3,4	3,6	1,9	2,2	2,8	3,7	3,4	3,2	3,0
EV/Liikevaihto	2,8	3,1	2,0	2,3	2,7	3,6	3,3	3,0	2,7
EV/EBITDA (oik.)	18,4	29,1	27,1	15,9	16,7	24,1	20,5	18,2	15,5
EV/EBIT (oik.)	23,5	45,0	35,4	51,8	26,0	31,8	28,0	24,2	19,9
Osinko/tulos (%)	119,5 %	56,7 %	0,0 %	0,0 %	49,1 %	40,3 %	40,9 %	41,5 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	1,6 %

Lähde: Inderes



DCF-kassavirtalaskelma

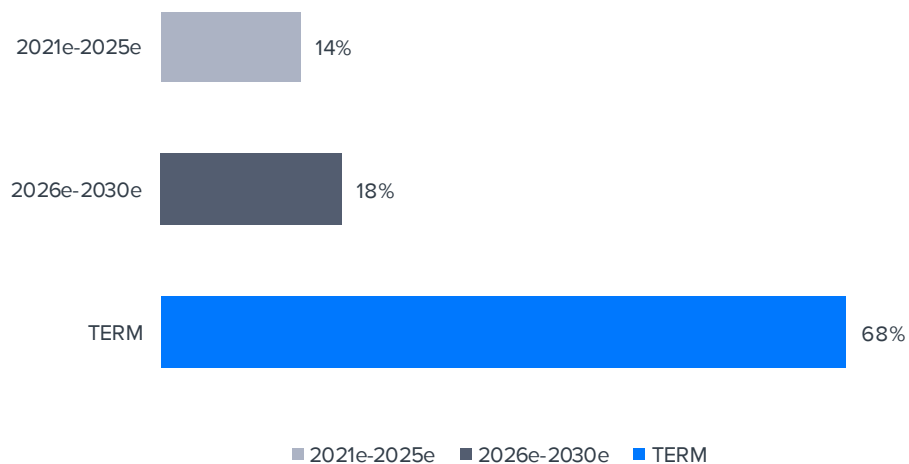
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	19,7	21,1	26,8	30,7	36,7	44,0	49,2	58,9	65,1	70,8	72,6	
+ Kokonaispoistot	16,0	14,0	13,6	13,8	13,8	13,7	13,3	11,7	12,1	11,9	11,8	
- Maksetut verot	-5,6	-4,8	-6,4	-7,2	-8,7	-10,1	-11,3	-13,5	-15,0	-16,3	-16,7	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	10,0	-3,0	2,5	1,3	2,6	0,9	2,4	2,1	2,0	1,4	1,2	
Operatiivinen kassavirta	39,4	27,2	36,2	38,4	44,3	48,6	53,6	59,2	64,2	67,9	68,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,8	-1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,5	-12,0	-11,2	-11,3	-11,5	-11,5	-11,5	-11,5	-11,5	-11,5	-12,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	36,6	13,8	25,5	27,6	33,3	37,6	42,6	47,7	52,7	56,4	56,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	36,6	13,8	25,5	27,6	33,3	37,6	42,6	47,7	52,7	56,4	56,9	1116
Diskontattu vapaa kassavirta		13,7	23,4	23,5	26,4	27,6	29,1	30,2	31,0	30,8	28,9	566
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		831	817	794	770	744	716	687	657	626	595	566
Velaton arvo DCF		831										
- Korolliset velat		-39,9										
+ Rahavarat		51,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,3										
Oman pääoman arvo DCF		836										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	125	142	139	136	133
Liikearvo	88,4	81,9	81,9	81,9	81,9
Aineettomat hyödykkeet	17,3	41,4	38,5	36,9	34,6
Käyttöomaisuus	15,6	14,1	13,6	12,4	12,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	3,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Vaihtuvat vastaavat	85,2	103	107	123	142
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	2,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Myyntisaamiset	57,3	50,9	59,2	63,7	69,7
Likvidit varat	25,5	51,4	47,3	58,0	71,3
Taseen loppusumma	229	238	240	253	270

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	76,2	82,3	91,7	105	120
Osakepääoma	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Kertyneet voittovarot	67,2	79,6	89,0	102	117
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	7,4	1,2	1,2	1,2	1,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	54,4	50,6	47,8	41,8	36,3
Laskennalliset verovelat	2,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Varaukset	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	29,5	23,9	22,5	16,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	19,5	25,3	24,0	24,5	25,0
Lyhytaikaiset velat	98,8	105	101	106	114
Lainat rahoituslaitoksilta	11,9	15,9	6,2	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	85,4	83,3	92,3	99,3	107
Muut lyhytaikaiset velat	1,5	5,7	2,0	2,0	2,0
Taseen loppusumma	229	238	240	253	270

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	190,7	217,3	220,2	236,7	254,7	EPS (raportoitu)	0,01	0,02	0,08	0,10	0,12
Käyttökate	13,8	31,1	35,7	35,1	40,4	EPS (oikaistu)	0,04	0,03	0,10	0,13	0,14
Liikevoitto	4,5	7,2	19,7	21,1	26,8	Operat. kassavirta / osake	0,06	0,20	0,25	0,17	0,23
Voitto ennen veroja	1,7	4,2	16,5	20,5	25,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,59	-0,07	0,23	0,09	0,16
Nettovoitto	0,8	3,4	12,9	15,7	19,3	Omapääoma / osake	0,42	0,48	0,52	0,58	0,66
Kertaluontoiset erät	-6,1	-2,4	-3,2	-5,5	-2,8	Osinko / osake	0,00	0,00	0,04	0,04	0,05
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	228,0	229,4	237,8	240,0	252,8	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	14 %	1 %	7 %	8 %
Oma pääoma	66,3	76,2	82,3	91,7	104,7	Käyttökateen kasvu-%	-23 %	126 %	15 %	-2 %	15 %
Liikearvo	90,7	88,4	81,9	81,9	81,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	-8 %	-9 %	138 %	16 %	11 %
Nettovelat	9,3	15,8	-11,6	-18,6	-37,0	EPS oik. kasvu-%	-38 %	-25 %	193 %	31 %	8 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	7,2 %	14,3 %	16,2 %	14,8 %	15,9 %
Käyttökate	13,8	31,1	35,7	35,1	40,4	Oik. Liikevoitto-%	5,6 %	4,4 %	10,4 %	11,2 %	11,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,8	3,0	10,0	-3,0	2,5	Liikevoitto-%	2,4 %	3,3 %	8,9 %	8,9 %	10,5 %
Operatiivinen kassavirta	9,3	32,0	39,4	27,2	36,2	ROE-%	1,2 %	4,7 %	16,2 %	18,1 %	19,7 %
Investoinnit	-115,3	-30,4	-5,5	-12,0	-11,2	ROI-%	5,7 %	6,5 %	16,4 %	17,4 %	21,8 %
Vapaa kassavirta	-92,1	-10,8	36,6	13,8	25,5	Omavaraisuusaste	42,7 %	49,0 %	52,5 %	57,7 %	61,8 %
						Nettovelkaantumisaste	14,0 %	20,8 %	-14,1 %	-20,3 %	-35,3 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	2,0	2,3	2,7	3,6	3,3						
EV/EBITDA (oik.)	27,1	15,9	16,7	24,1	20,5						
EV/EBIT (oik.)	35,4	51,8	26,0	31,8	28,0						
P/E (oik.)	53,0	92,5	39,8	43,4	40,3						
P/B	5,5	6,3	7,4	9,4	8,3						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,0 %	0,7 %	0,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.3.2018	Lisää	3,90 €	3,65 €
7.5.2018	Lisää	3,90 €	3,68 €
20.6.2018	Lisää	4,20 €	3,85 €
9.8.2018	Lisää	4,00 €	3,62 €
19.10.2018	Vähennä	2,70 €	2,88 €
5.11.2018	Lisää	2,90 €	2,65 €
14.2.2019	Lisää	2,90 €	2,51 €
9.5.2019	Lisää	2,90 €	2,60 €
22.7.2019	Lisää	2,90 €	2,55 €
31.10.2019	Lisää	3,00 €	2,85 €
13.12.2019	Vähennä	3,00 €	3,13 €
13.2.2020	Vähennä	3,10 €	3,25 €
7.4.2020	Vähennä	2,60 €	2,54 €
4.5.2020	Vähennä	2,60 €	2,75 €
17.7.2020	Vähennä	2,90 €	3,08 €
23.9.2020	Vähennä	3,00 €	3,06 €
30.10.2020	Vähennä	3,50 €	3,57 €
10.2.2021	Vähennä	3,60 €	3,92 €
30.4.2021	Vähennä	3,80 €	4,09 €
15.7.2021	Vähennä	4,00 €	4,30 €
1.9.2021	Vähennä	4,60 €	4,79 €
22.10.2021	Vähennä	4,80 €	4,95 €
17.11.2021	Vähennä	5,30 €	5,46 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**