

F-SECURE

7.10.2026 07.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tuloskasvupolulla isosta takaiskusta huolimatta

Toistamme F-Securen lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintaa 1,7 euroon (aik. 2,0 EUR) laskeneiden ennusteiden mukana. Yllättävä suuri asiakasmenetyk (AT&T) luo valitettavan ison loven yhtiön ensi vuoden liikevaihtoon, ja suunnitteilla oleva toimintamallin muutos ja merkittävät kulusäästöt menevät pitkälti tämän paikkaamiseen. F-Secure tavoittelee edelleen tuloksensa kasvavan ensi vuonna, mihin nähden osakkeen arvostus (2026e oik. P/E 9,4x) on matala. Merkittävän takaiskun jälkeen lyhyen aikavälin nousuvara voi kuitenkin olla tiukassa, ellei Tier 1-strategian edistymisestä saada muuten uusia hyviä uutisia.

Kuluttajatietoturvaan keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Securen tuoteportfolioon kuuluu ratkaisuja, jotka liittyvät mm. päätelaitteiden suojaukseen, huijauksilta suojautumiseen, yksityisyyden suojaukseen sekä salasanojen ja digitaalisen identiteetin hallintaan. Kehitteillä on myös uusia tekoälyaikakauden ratkaisuja (F-Secure Trust). Tuotteet myydään pääosin operaattoreista koostuvan kumppaniverkoston kautta, ja kumppanikanava vastasi viime vuonna 82 % liikevaihdosta. Kumppanikanavan sisällä painopiste on siirtynyt Total-tietoturvapaketista Sulautettuun tietoturvaan (Q2'26: 25 % lv:sta), jossa yhtiön ratkaisut upotetaan kumppanin sovelluksiin tai reitittimiin ohjelmistokehityspakettien ja rajapintojen kautta.

Ikävä takaisku Tier 1-strategiaan juuri kun kasvu oli lähdössä kiihtymään

F-Securella on jo vuosia ollut selkeä tahtotila kiihdyttää kasvuaan, mihin kumppanikanavassa sulautetun tietoturvan ratkaisut Tier1-operaattoreille tarjoavat suurimmat mahdollisuudet. Lookout Life -yritysosto ja sen jälkeen lisätyt investoinnit kasvualuille ovat viime vuosina näkyneet lähinnä vasta kannattavuuden heikentymisessä, mutta perusta pitkän aikavälin kestäväälle tuloskasvulle alkaa olla nyt rakennettu. Viime vuosien odotuksen jälkeen kasvu (Q2'26: +8 %) lähti tänä

vuonna kiihtymään suuren Verizon-sopimuksen avulla. Nyt kuitenkin AT&T-asiakkuuden (liikevaihto 16 MEUR vuodessa) yllättävä menetys tuo ison loven liikevaihtoon ensi vuodesta alkaen, ja jo voitettujen kumppanien kasvu menee tämän paikkaamiseen. F-Securella on edelleen hyvät edellytykset kasvattaa tulostaan ensi vuonna kerrotun toimintamallin muutoksen ja 13 MEUR:n kustannussäästöjen tukemana. Ilman AT&T:n menetystä tuloskasvun kulmakerroin olisi vain ollut huomattavasti vahvempi.

AT&T:n menetys ja kustannussäästöt ennusteisiin

Olemme tämän raportin yhteydessä huomioineet AT&T:n todennäköisen asiakasmenetyksen, mikä tarkoittaa 4 MEUR:n liikevaihdon häviämistä kvartaalissa Q2'27 alkaen. Olemme samalla nostaneet hieman odotuksiamme muiden Tier 1-kumppanien osalta, jonka myötä nettona vuoden 2027 liikevaihtoennusteemme laski 11 MEUR ja vuoden 2028 noin 13 MEUR. F-Securen käynnistämät muutosneuvottelut paikkaavat myös AT&T:n menetyksen aiheuttamaa lovea, ja kokonaisuutena lähivuosien tulosennusteemme laskivat 5-7 %. Korostamme kuitenkin sitä, että ennusteisiin liittyvä riskitaso on nyt aiempaa korkeampi, sillä lähivuosien tuloskasvu nojaa yhä enemmän muiden Tier 1-kumppanien tuomaan kasvuun, mihin näkyvyys on vielä heikko.

Tuotto-odotus on hyvä, kunhan tuloskasvu toteutuu

F-Securen osake on laskenut viime aikoina voimakkaasti AT&T:n menetyksen vuoksi ja vuoden 2026 ennusteillamme osakkeen arvostus (oik. P/E 9,4x, EV/EBIT 9,6x) on matala. Siten näemme tuotto-odotuksen edelleen hyvänä, mikäli yhtiö pystyy toimittamaan lähivuosina tuloskasvua. Kertoimien merkittävämpi nousuvara vaatisi arviomme mukaan yhtiöltä näyttöjä kasvun kiihtymisestä ja/tai merkittäviä uusia asiakasvoittoja Sulautetussa tietoturvassa, sillä AT&T:n menetys jää nyt varjostamaan F-Securen sijoittajatarinaa seuraavan reilun vuoden ajaksi.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,70 EUR
(aik. 2,00 EUR)

Osakekurssi:

1,42 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	145,7	157,0	154,5	157,6
kasvu-%	-0,4 %	7,7 %	-1,6 %	2,1 %
EBIT oik.	43,4	40,2	42,1	45,6
EBIT-% oik.	29,8 %	25,6 %	27,2 %	28,9 %
Nettotulos	22,4	14,4	23,2	27,2
EPS (oik.)	0,16	0,15	0,17	0,19
P/E (oik.)	11,8	9,4	8,5	7,4
P/B	6,0	3,9	3,1	2,5
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,8 %	2,8 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	11,1	9,6	8,7	7,4
EV/EBITDA	9,3	9,0	7,0	6,1
EV/Liikevaihto	3,3	2,5	2,4	2,2

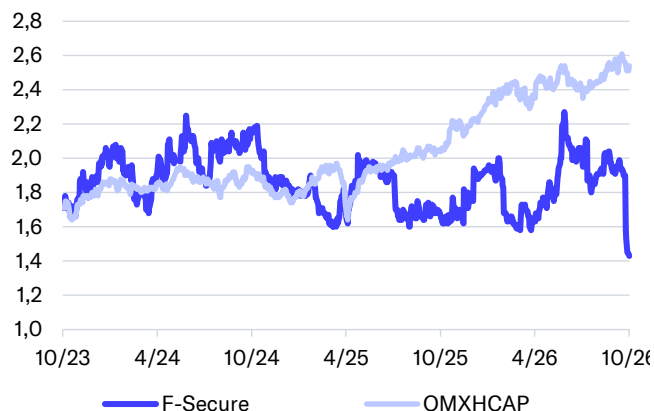
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

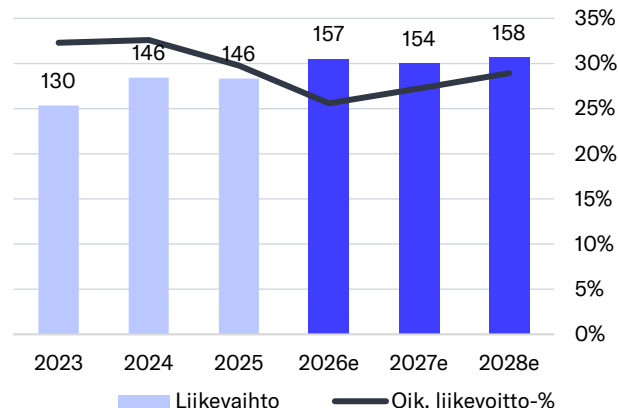
"Konsernin liikevaihdon kasvun arvioidaan olevan 7–12 % vertailukelpoisilla valuuttakursseilla vuonna 2026. Konsernin oikaistun EBITAn arvioidaan olevan 44-50 MEUR (2025: 50,3 MEUR)."

Osakekurssi



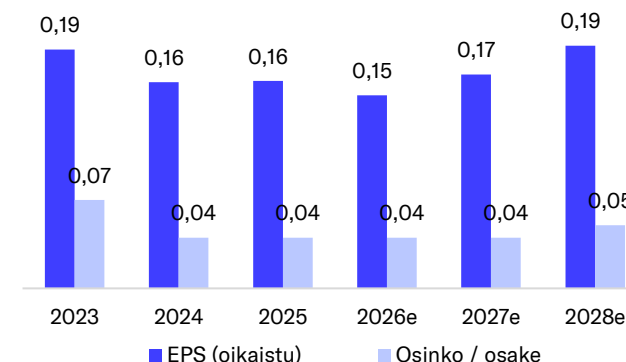
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Vakaa kasvu ja vahva kannattavuus ja kassavirta
- Kasvun kiihdyttäminen Tier1-kumppanien kautta sulautetuissa tietoturvaratkaisuissa
- Lookout Life -yritysoston hyvä strateginen yhteensopivuus
- Suuri ja vakaasti kasvava markkina
- Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta
- Uudet kasvumahdollisuudet agenttisen tekoälyn turvaamiseksi

Riskitekijät

- Odottamattomat haasteet tai asiakasmenetykset suurten Tier1-kumppanien osalta
- Taloustilanteen ja kuluttajasentimentin vaikutukset kysyntään
- Kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Ilmaisen tietoturvan kilpailu-uhka ja tekoälyn myötä mahdolliset uudet disruptiiviset kilpailijat
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,43	1,43	1,43
Osakemäärä, milj. kpl	174,7	174,7	174,7
Markkina-arvo	250	250	250
Yritysarvo (EV)	386	364	339
P/E (oik.)	9,4	8,5	7,4
P/E	17,4	10,8	9,2
P/B	3,9	3,1	2,5
P/S	1,6	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	2,5	2,4	2,2
EV/EBITDA	9,0	7,0	6,1
EV/EBIT (oik.)	9,6	8,7	7,4
Osinko/tulos (%)	48,6 %	30,1 %	32,1 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,8 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitusprofiili	14-16
Toimiala	17-20
Kilpailu	21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22-23
Taloudellinen tilanne	24-26
Ennusteet	27-31
Arvonmääritys	32-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

F-Secure lyhyesti

F-Secure on maailmanlaajuisesti toimiva kyberturvallisuusyhtiö, joka tarjoaa tietoturvaan ja yksityisyydensuojaan liittyviä tuotteita ja palveluita, jotka tekevät digitaalisista hetkistä turvallisempia jokaiselle.

1988

Perustamisvuosi (F-Secure, nyk. WithSecure)

2022

Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi WithSecuresta

145,7 MEUR (-0,4 % vs. 2024)

Liikevaihto 2025

50,3 MEUR (34,5 % lv:sta)

Oik. EBITA 2025

549

Henkilöstö 2025 lopussa

-2012

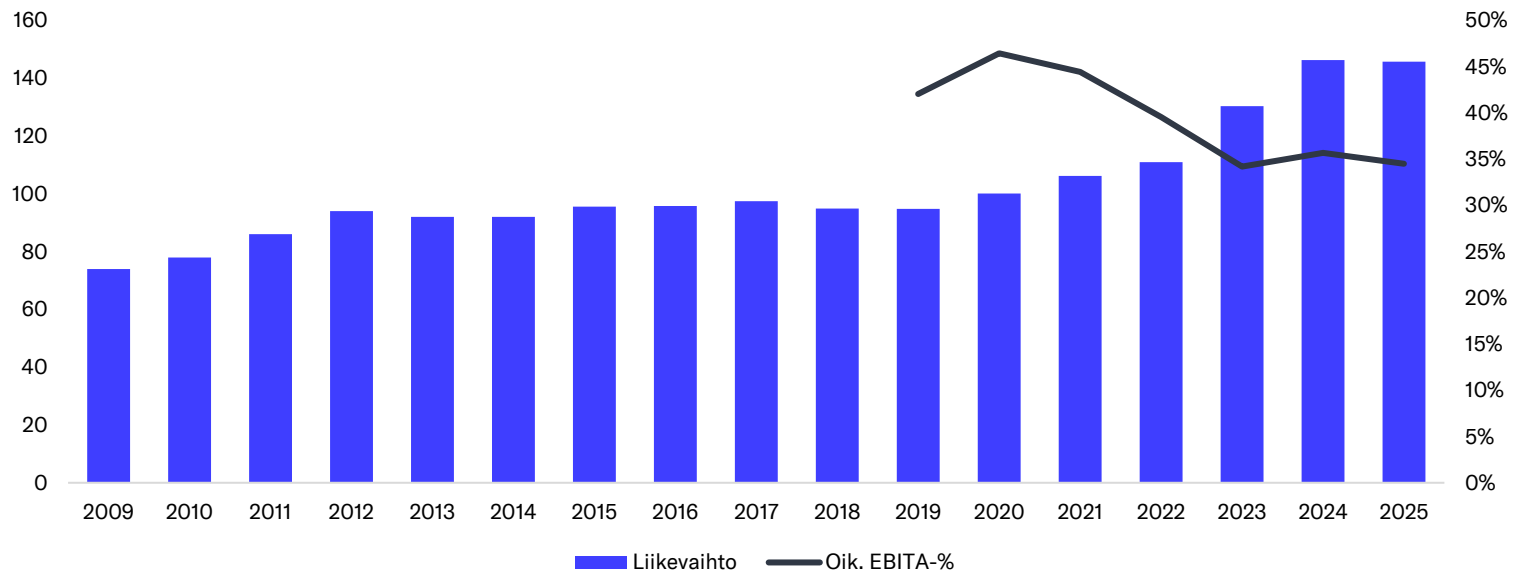
- Vahvaa liikevaihdon kasvua operaattorikanavan kasvun kautta
- Päätelaitteiden suojaukseen tarkoitettun SAFEn lanseeraus 2012
- Kanavakumppanien integraatioalustan lanseeraus 2012

2012-2022

- Tasainen liikevaihdon kehitys 2012-2019
- Kuluttajätietoturvan vahvat ja vakaat kassavirrat ohjattiin yritystietoturvan kasvuinvestointeihin
- FREEDOME VPN:n lanseeraus 2014
- SENSEn lanseeraus 2017
- ID PROTECTIONin lanseeraus 2020
- Kaikki tuotteet teknisesti yhdistävän Totalin lanseeraus (2022)
- Jakautuminen WithSecuresta ja toiminnan jatkaminen itsenäisenä pörssiyrityksenä

2023-

- Kasvuharppaus Pohjois-Amerikassa Lookout Life -yritysostolla 6/2023. Yrityskaupan jälkeen kasvua haetaan erityisesti suurista Tier1-operaattorikumppaneista
- Huijausturvan (Scam Protection) lanseeraus (2024)
- Sulautetun tietoturvan tarjooman kehittäminen
- Haastavassa markkinassa orgaaninen kasvu jäi vaisuksi 2023-2025
- Vuonna 2026 Tier1-strategia alkaa tuottaa tuloksia merkittävien asiakasvoittojen (Verizon) muodossa, mutta samalla suurimman asiakkaan (AT&T) todennäköinen menetys varjostaa kasvunäkymää



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Kuluttajien tietoturvaan keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Secure on suomalainen tietoturvayhtiö, jonka tuotteet suojaavat kymmeniä miljoonia kuluttajia maailmanlaajuisesti verkkouhilta ja huijauksilta. Yhtiön tarjoomaan kuuluu tuotteita ja palveluita, jotka liittyvät muun muassa päätelaitteiden suojaukseen, yksityisyyden suojaukseen, huijauksilta suojautumiseen, salasanojen ja digitaalisen identiteetin hallintaan sekä koko kodin ja kotiverkkoon yhdistettyjä laitteita suojaavan reitittimen tietoturvaan.

Vuonna 2025 F-Securen liikevaihto oli 145,7 MEUR ja oikaistu EBITA 50,3 MEUR (34,5 % lv:sta). Liikevaihto on pääasiassa tilauspohjaista ja tilausten uusimisasteet ovat historiallisesti olleet hyvällä tasolla. Maantieteellisesti F-Securen painopiste on pääosin Euroopassa, mutta Lookout Life -yritystoston jälkeen Pohjois-Amerikan osuus liikevaihdosta kasvoi reilusti (2025: 30 %). Yhtiö työllisti noin 550 henkilöä vuoden 2025 lopussa.

F-Secure jakautui itsenäiseksi uudeksi pörssiyhtiöksi WithSecuresta 30.6.2022, mutta kuluttajatietoturvan liiketoiminnalla on taustallaan pitkä historia. F-Securen juuret ovat syvällä antivirusohjelmistojen liiketoiminnassa, missä yhtiö on toiminut perustamisestaan (1988) lähtien ja käytännössä niin kauan kuin tietokoneviruksia on ollut olemassa. Toimintansa alussa yhtiö tarjosi samoja tuotteita sekä kuluttajille että yrityksille, sillä niiden kohtaamat kyberuhat olivat melko samanlaisia. Historiansa myötä F-Securelle on kehittynyt vahva osaaminen, maine ja brändi haittaohjelmien ja tietoturvahyökkäysten torjunnassa sekä siitä, kuinka haittaohjelmat kehittyvät ja miten niiden teollinen logiikka toimii. F-Securen päätelaitteiden suojaustuotteet ovat voittaneet lukuisia palkintoja

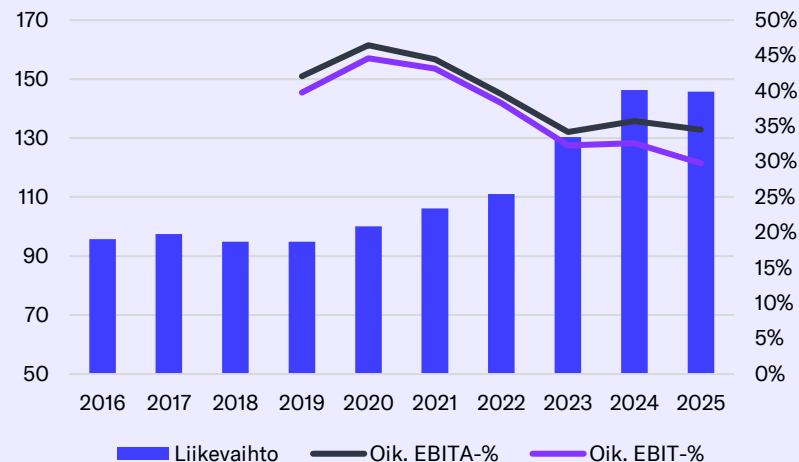
kansainvälisissä tietoturvatesteissä.

F-Secure (nyk. WithSecure) aloitti 2010-luvun puolivälissä muuntautumisen antivirusyhtiöstä monipuoliseksi kyberturvallisuustuotteiden ja -palveluiden tarjoajaksi, jonka kasvupanostukset kohdistuvat erityisesti yritystietoturvaan. Liikevaihdon kehitykseltään vakaa kuluttajatietoturva jäi tällöin yhtiön strategiassa taka-alalle ja sen vuolaita kassavirtoja investoitiin pitkälti yritystietoturvan kasvuun. Jakautumisen myötä molempien yhtiöiden arvonmuodostus selkeytyi huomattavasti, kun yhtiöt voivat keskittyä täysin strategioidensa toteuttamiseen sekä pääoman allokontiin kokonaan omista lähtökohdistaan.

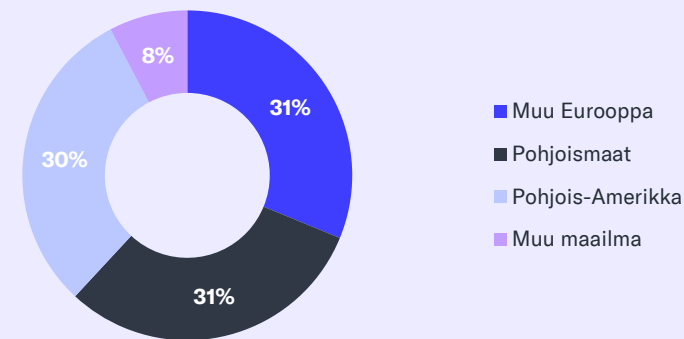
Isossa kuvassa kuluttajatietoturvan markkinat ovat kypsässä vaiheessa ja kasvu on vakaata. Digitalisaation eteneminen ja kuluttajien tietoturvaan liittyvien huolien kasvu toimivat markkinan kasvuajureina. Markkina pitää myös sisällään osa-alueita, joissa on nähtävissä nopeaakin kasvua, kuten identiteettivarkauksilta ja erilaisilta huijauksilta suojautumiseen tarkoitetuissa tuotteissa. Myös kumppaneiden (esim. teleoperaattorit) kautta loppukäyttäjille myytävä tietoturva on kokonaismarkkinaa nopeammin kasvava osa-alue, joka on myös F-Securen keskeinen myyntikanava.

Koronapandemian jälkeen lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat myös aiempaa valmiimpia maksamaan tietoturvasta. Nopean tekoälykehityksen myötä erilaiset huijaukset digitaalisessa maailmassa ovat lisääntyneet merkittävästi. Tämän myötä myös F-Securen tuotetarjooma ja myyntikulma ovat muuttunut perinteisestä päätelaitteiden suojauksesta kokonaisvaltaisen ”luottamuksen” tai luotettavien digitaalisten kokemusten myyntiin. Yhtiöllä on myös parhaillaan kehitteillä uusia tuotteita tekoälymallien käytön ympärille.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2025



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Tuotekehitys ja teknologia

F-Securen liiketoiminnan ytimessä ovat sen teknologiaosaaminen ja palkintoja voittaneet tietoturvaluotteet. Yhtiön teknologisen osaamisen voi jakaa kyberturvaosaamiseen sekä kanavakumppanitoimintoihin, joissa yhtiön kumppaneille rakentama alusta on avainroolissa. Vuonna 2025 tuotekehitysmenot vastasivat noin 20 % F-Securen liikevaihdosta.

F-Securen ydintuoteportfolio on melko kypsässä vaiheessa, joskin jakautumisen jälkeen (2022) yhtiö on selvästi lisännyt panostuksiaan tuotekehitykseen. Investointeja on tehty erityisesti uusille tuotealueille, kuten sulautettuun tietoturvaan (Embedded Security) sekä huijauksilta suojautumiseen (Scam Protection). Jakautumisen jälkeen iso työ oli myös kaikki F-Securen tuotteet yhdistävän multimoduuli-Totalin kehittäminen. Lookout Life -yritystoston jälkeen yhtiö teki myös isoja panostuksia yhtiöiden teknologiseen integraatioon sekä tuoteportfolioiden yhtenäistämiseen, jotka saatiin vuoden 2024 aikana valmiiksi. WithSecuresta jakautumisen jälkeen myös itsenäisten teknologia- ja tietoturvakyvykkyysien rakentaminen on luonnollisesti kasvattanut investointeja tuotekehitykseen.

F-Securen kattavan kumppanikanavan vuoksi yhtiölle on vuosien saatossa kertynyt merkittävää osaamista erityisesti operaattorien liiketoimintaprosesseista, kuten toiminnan tukijärjestelmistä (OSS/BSS). Tämän myötä yhtiö on rakentanut teknologisen alustan kanavakumppaneilleen, jonka kautta kumppanit voivat tarjota F-Securen tuotteita asiakkailleen skaalautuvasti ja tehokkaasti. Sulautetun tietoturvan ratkaisilla yhtiö pyrkii kasvamaan erityisesti suurten Tier1-operaattorien parissa. Suurten operaattoreiden palveleminen on vaatinut

myös yleisellä tasolla kyvykkyysien kehittämistä vastaamaan näiden vaatimuksia ja asiakasvolyymeja. Tällä alueella F-Secure on lisännyt viime vuosina selvästi panostuksiaan ja yhtiön teknologia-alusta ja palvelukyvykkyudet on nostettu tasolle, joka riittää aivan maailman suurimmillekin operaattoreille.

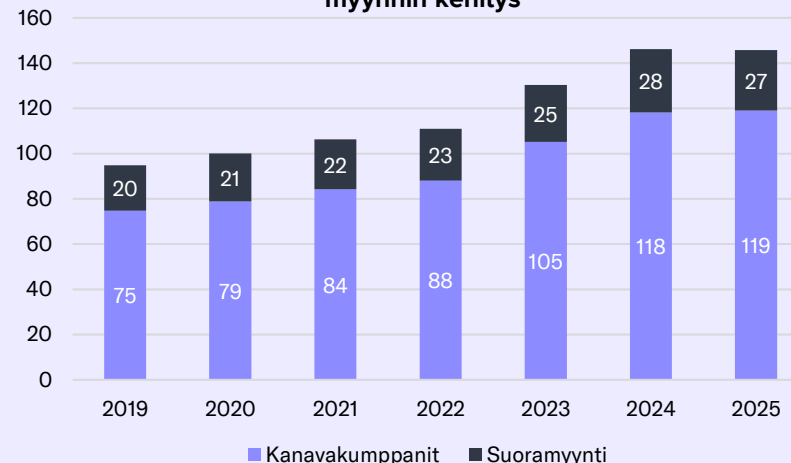
Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

Suurin osa F-Securen liikevaihdosta syntyy globaalisti noin 200 kanavakumppania kattavan verkoston kautta, mikä on yksi yhtiön keskeisiä vahvuuksia ja kilpailuetuja. Kuluttajatuotteita myydään myös suoramyyntinä useiden sovelluskauppojen (App Store ja Google Play) sekä yhtiön oman verkkokaupan kautta. F-Secure ei ole viime vuosina käyttänyt suoramyyntikanavassa käytännössä ollenkaan rahaa käyttäjähankintaan, sillä strategiassaan yhtiö on allokoanut pääomia ensisijaisesti kumppaniliiketoiminnan kasvuun.

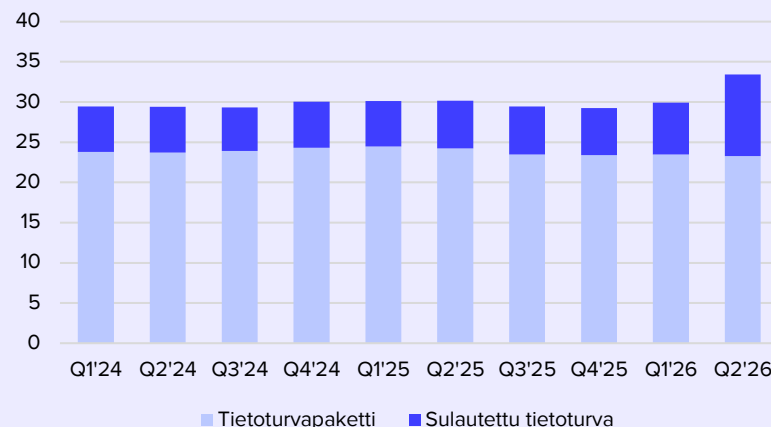
F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja tänä päivänä sen verkosto on laajin muihin tietoturvyhtiöihin verrattuna. Jakelukumppanit koostuvat pääosin operaattoreista (noin 150), mutta vuosien saatossa F-Secure on laajentanut kanavaa myös vakuutusyhtiöihin ja pankkeihin. Vuonna 2025 F-Securen liikevaihdosta noin 82 % tuli kumppanikanavan kautta.

Osa F-Securen kumppaneista on yhtiön liikevaihdon kannalta erittäin merkittäviä ja arvioimme viiden suurimman kumppanin vastaavan yli 30 % liikevaihdosta. Suurin asiakas (AT&T) toi F-Securelle liikevaihtoa viime vuonna 16,6 MEUR, mikä vastaa 11 % liikevaihdosta. Tämä asiakkuus tuli Lookout Life -yritystoston kautta. Syyskuun lopussa 2026 saadun tiedon perusteella F-Secure olisi menettämässä tämän asiakkuuden Q1'27 lopussa. Käsitksemme mukaan AT&T on aikeissa korvata F-Securen ratkaisut omassa tietoturvaluotteessaan kevyemmällä kilpailijoiden ratkaisulla sekä omilla sisäisesti kehitetyillä ratkaisulla.

Suoramyyntin ja kanavakumppaniverkoston myynnin kehitys



Kumppanikanavan liikevaihdon kehitys ja jakauma kvartaalitasolla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Tilanne ja suunnitelmat ovat ymmärryksemme mukaan vielä kuitenkin joiltakin osin auki, ja on edelleen jossain määrin epäselvää, laskeeko F-Securen osuus lopulta täysin nolleen tässä asiakkuudessa. Tällä hetkellä F-Secure kuitenkin valmistautuu siihen lopputulemaan.

Kumppanikanava

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

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

Operaattorit ovat F-Securen luonnollisia kumppaneita tietoturvapalveluiden liittyessä vahvasti laajakaista- ja mobiiliyhteyksiin. Forresterin tutkimuksen mukaan noin 57 % kuluttajista on halukkaita ostamaan tietoturvaratkaisuja mobiililiittymänsä kylkeen. Myös operaattoreille yhteistyö F-Securen kanssa on hedelmällistä. Tarjoamalla tietoturvapaketteja puhelin- ja laajakaistaliittymien yhteydessä operaattorit ovat kannattavan lisämyynnin (asiakaskohtainen liikevaihto, ARPU nousee) lisäksi pystyneet parantamaan asiakaspysyvyyttä ja -tyytyväisyyttä. Mielestämme F-Securen tuotteiden menestys tässä kanavassa perustuukin juuri siihen, että se ratkoo operaattoreille kahta niiden liiketoiminnan

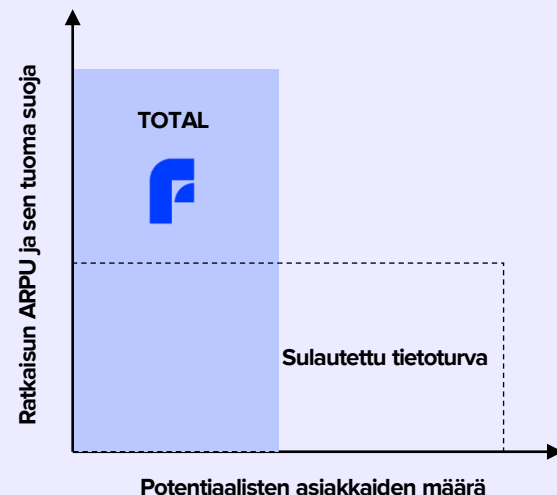
ydinongelmaa (keskihinta ja asiakasvaihtuvuus). Vakuutusyhtiöt, pankit ja vähittäiskaupat painivat osaltaan samojen haasteiden kanssa, minkä vuoksi F-Securen kumppaniverkosto on laajentunut vuosien saatossa myös näille toimialoille.

Kumppanien tukeminen liiketoiminnan keskiössä

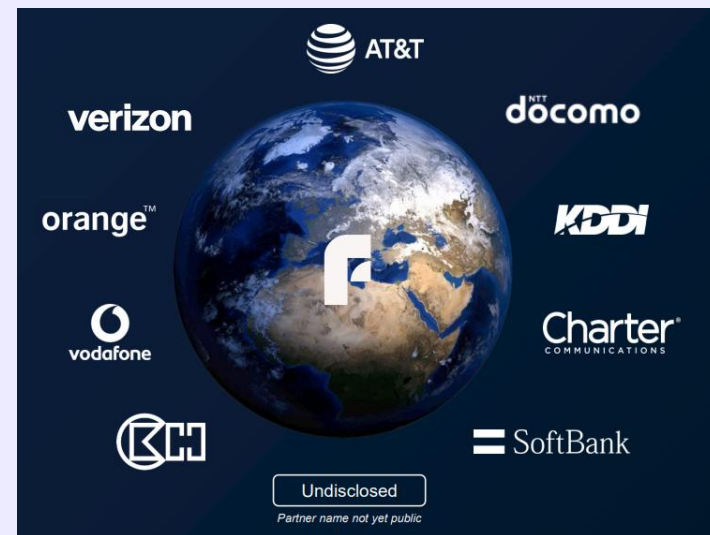
F-Secure tarjoaa monipuolisen integraatioalustan kanavakumppaneilleen. Kumppanit ovat tyypillisesti isoja organisaatioita ja alustan kautta F-Secure tarjoaa helpon ja skaalautuvan tavan myydä tietoturvaohjelmistoja loppuasiakkaille. Alustan kautta kumppanit voivat tarjota tuotteita joko F-Securen tai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

F-Secure tarjoaa myös muita myyntiä tukevia palveluita kumppaneille. Näitä ovat esimerkiksi laskutuksen ja asiakashallinnan integrointi, parhaiden käytäntöjen jakaminen tuotteiden lanseeraamisesta eri markkinoille, myynnin tehostaminen asiakkaan elinkaariarvon maksimoimiseksi ja datapohjaisten palveluiden tarjoaminen päätöksenteon tueksi. Toimintamallillaan F-Secure on onnistunut saavuttamaan korkean kumppanien pysyvyyden ja tyytyväisyysasteen (2023-2025: 55-63). Onnistumisen kannalta on kriittistä, että F-Securen tuotteiden myynti on palveluntarjoajille hyvää liiketoimintaa ja kumppanien menestyksen tukeminen onkin keskiössä F-Securen liiketoimintamallissa. Yhtiö on tehnyt alustansa pohjalta yli 500 toimitusta ja projektia operaattorikumppaneilleen.

Sulautetun tietoturvan ratkaisut laajentavat F-Securen kohdemarkkinaa



F-Securen suuret Tier1 -kumppanit



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Suoramyyntikanava

F-Securen tuotteita myydään suoraan verkossa toimivien sovelluskauppojen (App Store, Google Play) sekä oman verkkokaupan kautta. Vähittäiskaupassa myydään myös edelleen jonkin verran fyysisiä ”paketteja”, joissa tulee mukana ohjelmiston lisenssi ja asennusohjeet. Kilpailu markkinalla on erittäin kovaa, asiakashankinta vaatii merkittäviä markkinointipanostuksia ja erilaiset ilmaistuotteet ja freemium-mallit tekevät kuluttajamarkkinasta haastavan tavoittaa suoramyynnin kautta. Vuonna 2025 liikevaihdosta 18 % tuli suoramyyntikanavien kautta.

Suoramyynnissä kuluttajat maksavat tilauksen tyypillisesti etukäteen. Tilaukset voivat olla voimassa määrätyn ajan (1-2v) ja ne voivat myös uusiutua automaattisesti tilausjakson jälkeen. Lisäksi tuotteita myydään jatkuvana kuukausitilauksena. Tuotteita tarjotaan myös ilmaisiksi kokeilujaksoiksi, jonka jälkeen kuluttaja pyritään saamaan maksulliseksi tilaajaksi.

Suoramyynti on F-Securelle itsessään kannattavaa liiketoimintaa, jonka lisäksi se tuottaa yhtiölle tietotaitoa ja tietoa parhaista käytännöistä, joita voidaan hyödyntää kanavakumppaniverkoston tukemiseksi sekä yhtiön tuotteiden ja niiden käyttökokemuksen kehittämiseksi. Suoramyynnin kautta yhtiö voi myös viedä uusia tuotteitaan ”koemarkkinoille” ja kokeilla erilaisia markkinointikampanjoita ja tunnistaa optimaalisia hintapisteitä. Markkinatilanteen heikennyttyä vuonna 2023 F-Secure alkoi vähentää selvästi suoramyynnin markkinointipanostuksia. Maksettua käyttäjähankintaa ei ole tämän jälkeen käytännössä tehty ja liiketoimintaa optimoidaan kannattavuus edellä. Yhtiö on kuitenkin nyt tuomassa pienellä AI-natiivilla tiimillä kehitetyn ”project Halon” USA:n suoramyyntikanavaan Q3’26 aikana. Kyseessä on mobiililähtöinen huijauksilta suojautumiseen keskittyvä tuote. Tämän lanseeraukseen tulee luonnollisesti liittymään jonkin verran markkinointipanostuksia.

Tuotteet paketoitu F-Secure Total -kokonaisratkaisuun

F-Securen tuotteet yhdistävä F-Secure Total on yhtiön ensisijaisesti kuluttajille ja kumppaneille tarjoama tietoturvapaketti. F-Secure myy kuitenkin edelleen tähän kuuluvia tuotteita myös erillisinä Total-moduuleina. Yhtiön keskeiset Total-moduulit ovat: 1) päätelaitteiden suojaustuote F-Secure Internet Security, 2) virtuaalinen erillisverkko F-Secure VPN, 3) identiteetin ja henkilötietojen suojaukseen tarkoitettu F-Secure ID Protection. Total-paketti vahvistui vuoden 2024 uudella huijausturvaratkaisuilla (Scam Protection). Huijausturvan rooli on entisestään korostunut tekoälyn nopean kehityksen myötä. Total-paketti on yhtiölle yksi tärkeä kasvuajuri, sillä kokonaisratkaisun avulla asiakaskohtainen liikevaihto (ARPU) on noin 1,2-2,0x yksittäistä tuotetta korkeampi. Yhtiö pyrkiikin aktiivisesti kannustamaan operaattoreita kasvattamaan Total-penetraatiota niiden asiakkaiden.

F-Securen liiketoimintamalli eri myyntikanavissa

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

Lähde: Inderes, F-Secure *Hinnat havainnollistavia ja vaihtelevat kumppanikohtaisesti

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

F-Secure Internet Security suojaa päätelaitetta viruksilta, troijalaisilta ja kiristysohjelmilta sekä turvaa nettiostokset ja verkkopankin käytön. Sillä voidaan myös asettaa järkevät rajat perheen lasten internetin käytölle. Internet Security on arviomme mukaan edelleen liikevaihdollisesti merkittävin F-Securen yksittäinen ratkaisu. Internet Security on voittanut AV Testin Best Protection -palkinnon vuosien saatossa lukuisia kertoja, mikä kertoo sen ominaisuuksien olevan huippuluokkaa.

F-Secure Scam Protection on huijauksilta suojautumisen ratkaisu. Ratkaisu suojaa kuluttajaa sen avatessa linkkejä, kohdatessa huijausviestejä, ostaessa verkkokaupoista, ladatessa tiedostoja ja käsitellessä rahaa verkossa. Erilaiset verkkohuijaukset ovat yleistyneet viime vuosina valtavasti, ja F-Secure näkee huijausturvan tarjoavan tällä hetkellä eniten lisäarvoa kuluttajille. Tietoturvapaketteja myydään ja markkinoidaankin tällä hetkellä yhä vahvemmin huijauksilta suojautumista painottaen.

F-Secure ID Protection suojaa henkilökohtaisia tietoja, kuten käyttäjätunnuksia, salasanoja ja luottokortteja. Se myös havaitsee mahdolliset henkilötietojen tietovuodot ja lähettää käyttäjälle ohjeet näihin tilanteisiin reagoimiseksi.

F-Secure VPN on virtuaalinen erillisverkko, joka suojaa verkkoliikennettä ja mahdollistaa yksityisen internetiselailun. Se suojaa myös selausta estämällä pääsyn haitallisille ja tietoja kalasteleville sivustoille. VPN:n avulla kuluttaja voi myös valita virtuaalisen sijaintinsa (IP-osoite).

Sulautettu tietoturva

Uusi merkittävä tuotealue F-Securelle on sulautetun tietoturvan (Embedded Security) -ratkaisut, joissa yhtiön tietoturvaratkaisut on sisällytetty suoraan osaksi kumppanin sovelluksia, palveluja tai reitittimiä ohjelmistokehityspakettien (SDK) tai ohjelmistorajapintojen (API) kautta.

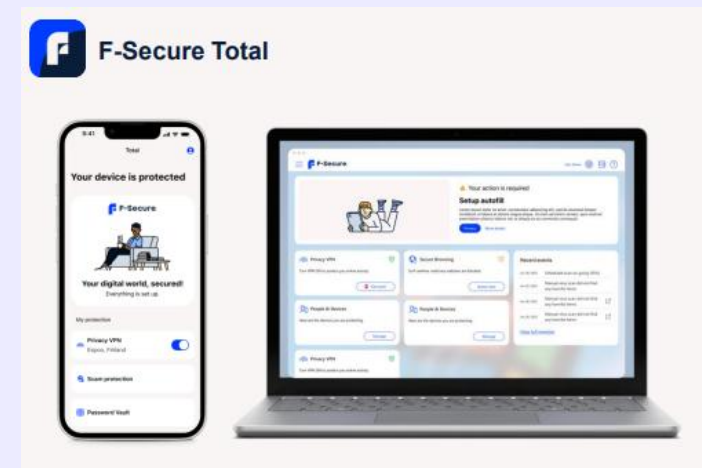
Sulautetun tietoturvan ratkaisulla yhtiö kasvaa erityisesti suurissa Tier1-operaattoreissa.

Lookout Life -yritysosto vahvisti F-Securen osaamista sulautetun tietoturvan puolella, ja oston jälkeen yhtiö onkin lisännyt investointejaan voimakkaasti tälle alueelle. Lookoutin myötä F-Secure sai ensimmäiset Tier1-luokan operaattorit asiakkaikseen, ja yhtiöllä on asiakkaana jo 10/20 maailman suurinta operaattoria. Monet näistä ovat liikevaihdoltaan vielä melko pieniä, mutta yksittäisessä asiakkuudessa potentiaalia voi olla jopa yli 10 MEUR:n liikevaihtoon vuodessa. Esimerkiksi maaliskuussa 2026 kerrotun Verizon-sopimuksen vuotuinen liikevaihtovaikutus on yli 13 MEUR ja vuosilaskutus voi vielä nousta, mikäli palvelun käyttäjämäärät kehittyvät suotuisasti.

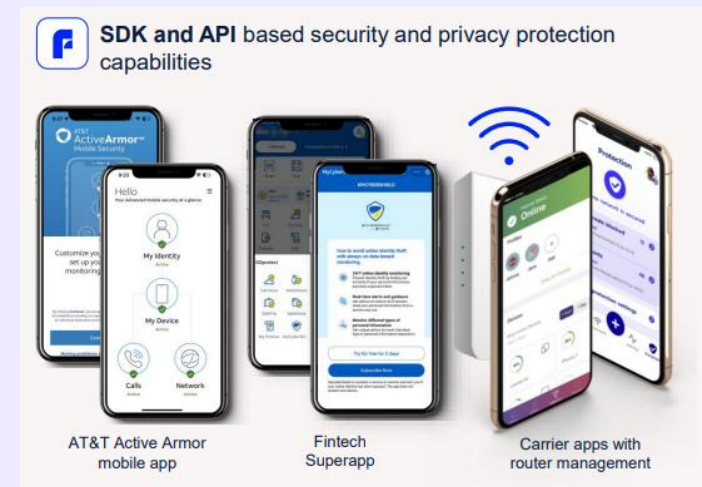
F-Securelle tuloutuu liikevaihtoa jo kehitysprojektin aikana sekä vuosittaisesta ylläpidosta, mutta suurin potentiaali on sovelluksen julkaisun jälkeen. F-Securen liikevaihto on sidottu sovelluksen käyttäjämääriin eli siihen, miten nopeasti operaattorikumppani saa vyörytettyä uuden sovelluksen asiakkailleen. Tämä ottaa tyypillisesti aikaa ja F-Secure on arvioinut täyteen potentiaaliin pääsyn vievän noin 3-5 vuotta sovelluksen julkaisusta.

Sulautetussa tietoturvassa potentiaalia pitkällä aikavälillä tarjoaa myös reitittimissä tapahtuva standardointi teknologiapuolella. Tämä reitittimien ”Android-hetki” tekee uusien sovelluksien integroimisen reitittimiin nykyistä helpommaksi. Tämä avaa mahdollisuuksia F-Securen pitkään kehittämälle Sense-tuotteelle, jonka idea on juuri ollut integroida tietoturvakyvykkyudet suoraan operaattorien reitittimiin, millä pystytään tarjoamaan perusturva kodin verkossa oleville älylaitteille. Kehitystä kuitenkin hidastaa kuluttajien reititinkannan äärimmäisen hidas uudistuminen.

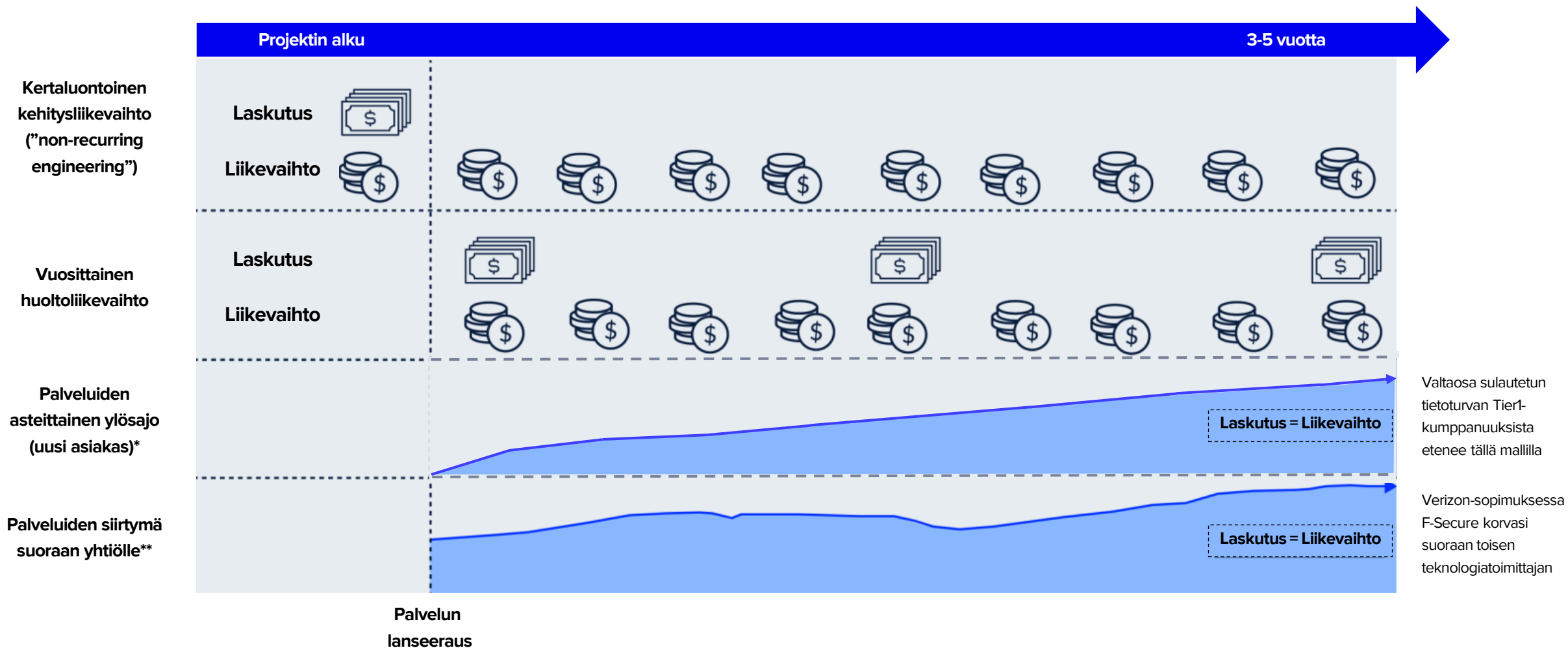
Kokonaisvaltainen tietoturvapaketti kuluttajille



Sulautettu tietoturva (Embedded Security)



Liikevaihtoerät kumppaniliiketoiminnassa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

F-Secure Trust on uusi tuote tekoälyaikakauden kuluttajatietoturvaan

F-Secure julkisti toukokuussa F Secure Trust - palvelukokonaisuuden, joka on yhtiön vastaus tekoälyn synnyttämään luottamusvajeeseen kuluttajien digitaalisessa arjessa. Yhtiön oman kuluttajatutkimuksen mukaan 84 % ihmisistä ei enää luota siihen, että se mitä he verkossa näkevät on aitoa, vaikka samaan aikaan tekoälyavustajien käyttö kasvaa räjähdysmäisesti.

F-Secure Trust rakentuu kahdesta ominaisuudesta. TrustGuard on suojakerros tekoälyavustajien (esim. ChatGPT ja Gemini) käytön ympärille. Se arvioi tekoälyavustajien vastausten luotettavuutta ja näyttää niiden tietolähteet. TrustPath puolestaan suojaa kokonaisia digitaalisia asiointipolkuja, ja ensimmäisenä käyttötapauksena on verkkokauppa-ostaminen alusta loppuun. Palvelu arvioi verkkokaupan luotettavuuden, valvoo hintojen ja sopimusehtojen loogisuutta sekä suodattaa polkuun kytkeytyvät huijaukset. Teknisesti ratkaisu nojaa laitteessa paikallisesti toimivaan tekoälyyn, jolloin käyttäjän tiedot eivät liiku pilveen. Tämä palvelee sekä yksityisyydensuojaa että AI-kustannusten hallintaa palvelun skaalautuessa. Kehitystä vauhdittaa kumppanuus Peter Sarlinin luotsaaman tekoälylaboratorio Qutwon kanssa. Ominaisuudet siirtyvät beta -vaiheeseen Q4'26:lla ja tuotantoon Q1'27:llä.

Aluksi tuotetta tullaan tarjoamaan erillisenä konseptina, mutta siitä tullaan hyvin todennäköisesti tekemään myös uusia sulautetun tietoturvan moduuleja. Ratkaisu voidaan tulevaisuudessa liittää myös uuteen "project Halo" – tuotteeseen tai osaksi Total-pakettia. Ensiksi tuote pitää kuitenkin saada markkinoille ja nähdä, miten kuluttajat siihen

suhtautuvat.

Vuonna 2023 tehty Lookout Life -yritysosto käynnisti uuden vaiheen F-Securen sijoitustarinassa

F-Secure osti alkuvuonna 2023 yhdysvaltalaisen kuluttajille suunnatun mobiilitietoturvaan keskittyvän Lookout Lifen. Lookout oli itsenäisenä yhtiönä profiililtaan hyvin F-Securen kaltainen niin kasvu- kuin kannattavuusprofiilin näkökulmasta. Lookout Inc:ista irrotetun kuluttajaliiketoiminnan 1/2023 päättyneen tilikauden liikevaihto oli 35,9 MEUR ja oikaistu EBITA 13,5 MEUR (38 % liikevaihdosta). Myyntikanavakohtaisesti Lookout Lifen liikevaihto jakautui kumppanikanavaan (78 %) ja suoramyyntiin (22 %) lähes identtisesti F-Securen kanssa.

Lookout istui F-Securen strategiaan erittäin hyvin yhtiöiden toisiaan täydentävien tuoteportfolioiden sekä kumppaneihin (operaattorit) nojaavan myyntikanavan vuoksi. Lookout Lifen vahva painotus mobiilitietoturvaan toi F-Securelle tärkeää osaamista, sillä täällä yhtiö ei ollut vahva entuudestaan. Lisäksi yritysoston myötä saatu osaaminen sulautetuissa tietoturvaratkaisuissa on luonut F-Securelle mahdollisuuden tavoitella suuria Tier1-operaattoreita, mikä onkin ollut strategian kulmakiviä yrityskaupan jälkeen.

Kauppahetkellä F-Secure tavoitteli yrityskaupalla vähintään 12 MEUR:n liikevaihtosynergioita ja 10 MEUR:n kulusynergioita EBITA-tasolla vuoteen 2027 mennessä. Yhtiö kommentoi 11/2024 sijoittajapäivillä olevansa aikataulussa synergioiden suhteen, mutta näiden seuraaminen on ulkopuolelta hyvin hankalaa. Lookout-yritysoston alkuvaiheet eivät olleet ongelmattomia ja haasteita ilmeni mm. integraation vauhdin suhteen (odotukset olivat alkuun liian optimistisia), minkä

lisäksi yleinen markkinatilanne heikkeni pian yritysoston jälkeen. Haasteet ovat kuitenkin jo takanapäin ja Lookoutin teknologinen integraatio saatiin vuoden 2024 aikana valmiiksi. Myyntisynergioiden osalta lupaavia merkkejä ovat viime vuosina voitettut uudet suuret operaattoriasiakkaat, jotka alkavat tukea myös liikevaihdon kehitystä vuoden 2026 aikana. AT&T-asiakkuuden menetys on kuitenkin iso takaisku ja pettymys, jos Lookoutin kehitystä suhteutetaan yrityskaupan aikaisiin odotuksiin nähden.

Yritysoston jälkeen F-Securen kiinteää kulumassaa on kasvatettu selvästi, kun investointeja kasvualueille on lisätty. Siten vanhan Lookoutin tulos ei ole siirtynyt täysimääräisesti F-Securen lukuihin, eikä integraation jälkeen sen erottelemisessa olisi enää järkeäkään. Tämä kuitenkin hankaloittaa järjestelyn tarkastelua omistaja-arvon luonnin kautta. F-Secure maksoi Lookout Lifestä kovan hinnan (EV 223 MUSD, EV/EBITA 15,7x) ja erinomaisen strategisen yhteensopivuuden lisäksi järjestelyn mielekkyyttä perusteltiin synergioiden kautta, joilla kaupan arvostus olisi EV/EBITA-kertoimella 9x. F-Securen osakkeen kehitys on ollut yritysoston jälkeen heikkoa, mikä osaltaan kertoo siitä, ettei korkea kauppahinta ja alkuperäisistä odotuksista jäänyt tuloskasvu ole miellyttänyt osakemarkkinoita. Tuore uutinen AT&T:n menetyksestä oli viimeinen niitti tämän suhteen, ja maksetun korkean kauppahinnan vuoksi järjestelyssä on tähän mennessä tuhottu selvästi omistaja-arvoa. F-Securella on kuitenkin edelleen Lookoutin avulla pitkässä juoksussa edellytykset huomattavasti vahvempaan tuloskasvuun kuin aiemmin, sillä sulautetun tietoturvan liiketoiminta on rakentunut F-Securelle yrityskaupan ansiosta. Lähivuosina yhtiön pitäisi myös pystyä näyttämään konkreettisia merkkejä tästä.

F-Securen liiketoimintamallin yhteenveto



Sijoitusprofiili

Ikävä takaisku Tier 1 -strategiaan juuri kun kasvu oli lähdössä kiihtymään

F-Securella on jo vuosia ollut selkeä tahtotila kiihdyttää kasvuaan, mihin kumppanikanavassa sulautetun tietoturvan ratkaisut Tier1-operaattoreille tarjoavat suurimmat mahdollisuudet. Lookout Life -yritysosto ja sen jälkeen lisätyt investoinnit kasvualuille ovat viime vuosina näkyneet lähinnä vasta kannattavuuden heikentymisessä, mutta perusta pitkän aikavälin kestäväälle tulokasvulle alkaa olla nyt rakennettu. Viime vuosien odotuksen jälkeen kasvu lähti tänä vuonna kiihtymään suuren Verizon-sopimuksen avulla. Nyt kuitenkin AT&T-asiakkuuden yllättävä menetys tuo ison loven liikevaihtoon ensi vuodesta alkaen, ja jo voitettujen kumppanien kasvu menee tämän paikkaamiseen. F-Securella on edelleen hyvät edellytykset kasvattaa tulostaan ensi vuonna kerrotun toimintamallin muutoksen ja 13 MEUR:n kustannussäästöjen tukemana. Ilman AT&T:n menetystä tulokasvun kulmakerroin olisi vain ollut huomattavasti vahvempi. Lookout Life -yritysoston myötä F-Securen taseen velkaantuneisuus nousi selvästi ja yhtiö joutuu edelleen allokoimaan kassavirtojaan velkakuorman sulatteluun. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta tämä hoituu kuitenkin hyvin ja samalla yhtiö pystyy myös maksamaan osinkoa.

Vahvuudet ja ajurit

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

Kasvun kiihdyttäminen Tier1-kumppanien kautta on merkittävä mahdollisuus F-Securelle. Suuri Verizon-sopimus näkyy kasvussa erityisesti tänä vuonna, mutta muidenkin kumppanien kokoluokka kasvaa asteittain lähivuosina näiden tuodessa ja kasvattaessa uusia palveluitaan asiakaskunnassaan. F-Secure voi myös voittaa lisää vastaavia

sopimuksia, joissa yhtiön tietoturvakyvykkyudet tuodaan suoraan kumppanin olemassa olevaan palveluun. Tällöin liikevaihtoa alkaa syntyä merkittävästi heti alusta alkaen.

Asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen on ollut kasvun kannalta yksi keskeinen tekijä historiassa ja tulee olemaan jatkossakin. Tässä keskeistä on F-Secure Totalin myynnin kasvu ja Total-laajennusten eteneminen kumppanien parissa. Uudet tuotteet (Scam Protection) tukevat Total-laajennusten etenemistä, sillä tietoturvan myynti on yhä enemmän ”luottamuksen” myyntiä asiakkaille.

Sulautettu tietoturva (Embedded Security) tarjoaa uutena tuotealueena F-Securelle selkeitä kasvumahdollisuuksia erityisesti suurissa Tier1-kumppaneissa. F-Securen tuotetarjooma tällä alueella on markkinoiden kattavin.

Uudet kasvumahdollisuudet agenttisen tekoälyn turvaamiseksi voivat onnistuessaan vauhdittaa yhtiön kasvua tulevina vuosina.

Laaja kanavakumppanien verkosto, johon kuuluu noin 200 kumppania. Kumppanikanava on laajin kaikista tietoturvayhtiöistä ja tarjoaa F-Securelle laajan jakelun ja volyymin tuotteille. Kumppanien tyytyväisyys F-Securen tuotteisiin on erittäin korkea ja asiakaspysyvyys vahvalla tasolla. Uudet voitettut suuret kumppanit kertovat myös F-Securen kilpailukyvyistä tässä kanavassa.

Skaalautuva ja vahvan asiakaspysyvyyden liiketoimintamalli mahdollistaa erittäin hyvän kannattavuuden ja vuolaan kassavirran. Liiketoiminnan skaalautuvuudesta pitäisi alkaa näkyä merkkejä lähivuosina, kun sulautetun tietoturvan volyymit kasvavat merkittävästi.

Keskeiset riskit

Kasvupanostuksissa epäonnistuminen ja kasvun jääminen piippuun tarkoittaisi lähivuosina heikentyvää kannattavuutta, jonka myötä tulokasvua pitäisi mielestämme tavoitella

sopeutustoimien kautta.

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

Ilmaisten tietoturvaohjelmistojen aiheuttama kilpailu-uhka: Näistä jo vuosia pinnalla olleista uhkakuvista huolimatta kuluttajietietoturva vaikuttaa pysyvän hyvin elinvoimaisena liiketoimintana ja aivan viime vuosina markkinan kasvunäkymä on vain vahvistunut. Tekoälyn nopea kehitys voi toisaalta kiihdyttää kilpailua tällä saralla, minkä vaikutuksia toimialaan tulee seurata tarkasti. Tekoälyn luomat uhkakuvat osaltaan myös tukevat kysyntää F-Securen tuotteille.

Riippuvuus yksittäisistä kanavakumppaneista: Kanavakumppaniverkosto on F-Securelle erittäin tärkeä ja mahdolliset rakennemuutokset teleoperaattoreissa tai kilpailevien yhtiöiden muuttuminen houkuttelevimmiksi kumppaneiksi ovat riskitekijöitä. Suurin asiakas (AT&T) on yli 10 % liikevaihdosta ja tämän osalta riskit juuri realisoituvat.. Riippuvuus suurista kumppanuuksista on viime vuosina näkynyt myös siinä, että Saksassa yksittäisen ison kumppanin asiakaspoistuma on jarruttanut F-Securen Tietoturvapaketti-liikevaihdon kehitystä jo pitkään.

Heikko taloustilanne ja vaisu kuluttajasentimentti voi vaikuttaa tietoturvaratkaisujen kysyntään. Kuluttajien hintatietoisuus rajoittaa myös halukkuutta vaihtaa kalliimpiin kokonaisratkaisuihin.

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

Sijoitusprofiili

1

Kasvu oli vihdoin lähdössä kiihtymään Tier1-kumppanien vedolla, mutta AT&T:n menetys jarruttaa kehitystä 2027

2

Vahva kannattavuus ja kassavirta

3

Skaalautuva ja jatkuvaluonteinen liiketoimintamalli

4

Suuri ja vakaasti kasvava kokonaismarkkina

5

Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta

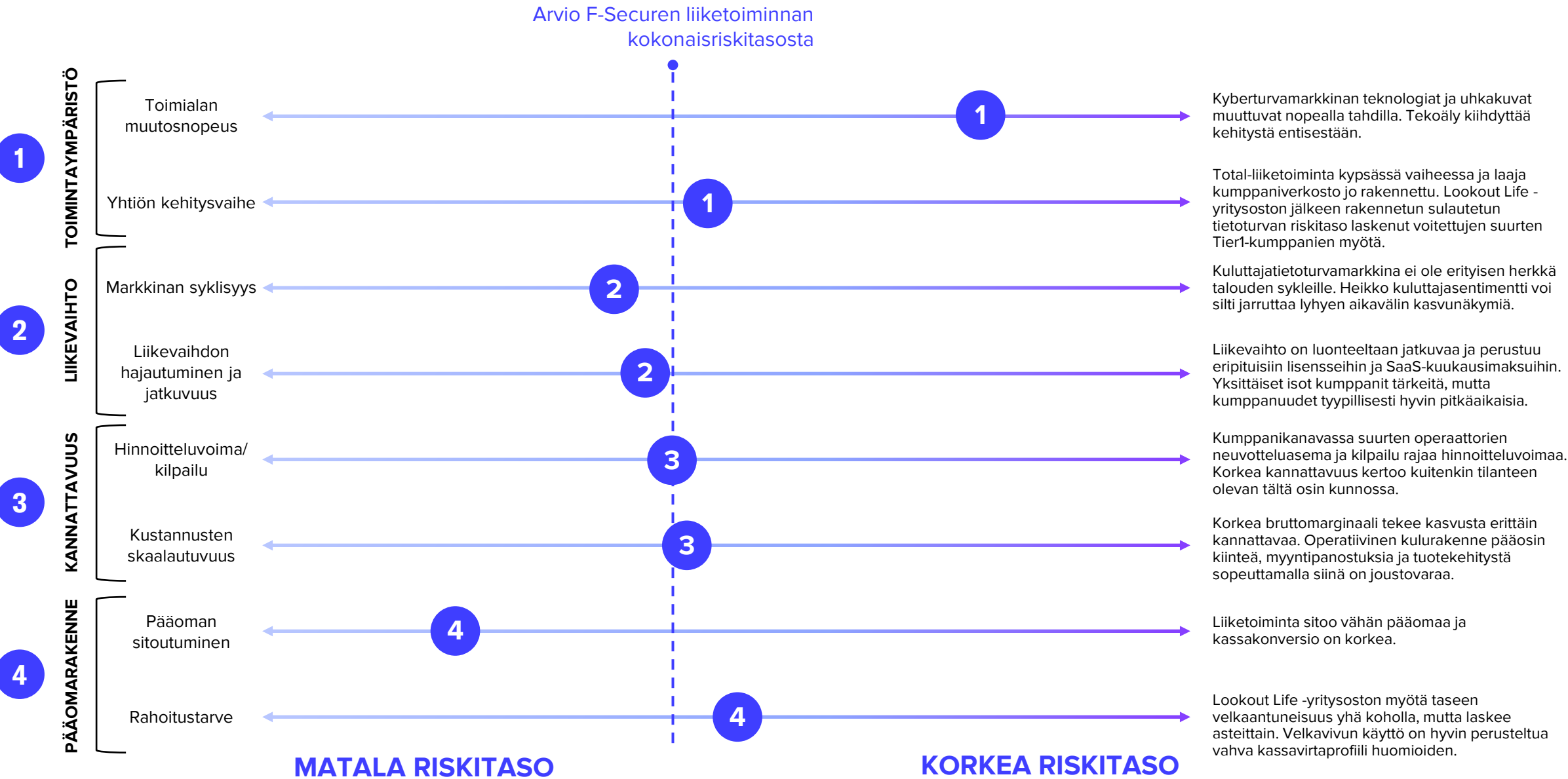
Potentiaali

- Kasvun kiihdyttäminen suurten operaattorikumppanien avulla sulautetuissa tietoturvaratkaisuissa
- Uusien Tier1-kumppanien voittaminen ja kanavakumppaniverkoston laajentaminen
- Siirtymä tietoturvasta laajemmin ”luottamuksen” myymiseen tukee asiakaskohtaisen laskutuksen kehitystä tekoälyaikakaudella
- Vahva kannattavuus ja kassavirta mahdollistavat osingonjaon, investoinnit kasvuun sekä velkavivun käytön

Riskit

- Odottamattomat haasteet tai asiakasmenetykset suurten Tier1-kumppanien osalta
- Taloustilanteen ja kuluttajasentimentin vaikutukset kysyntään
- Päätelaitteiden suojauksen kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Ilmaisen tietoturvan kilpailu-uhka ja tekoälyn myötä mahdolliset uudet disruptiiviset kilpailijat
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista

Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala 1/3

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Gartner on arvioinut globaalin kyberturvamarkkinan kasvavan vuonna 2026 noin 244 miljardiin dollariin. Vuoteen 2029 mennessä markkinan odotetaan kasvavan noin 322 miljardiin dollariin, mikä tarkoittaa keskimäärin 10 %:n vuosikasvua vuosien 2024–2029 välillä.

Ylätasolla markkinan kasvua ajaa kolme tekijää: digitalisaatio, kasvavat uhkakuvat ja regulaatio. Digitalisaatio kasvattaa jatkuvasti hyökkäyspinta-alaa, kun laitekanta monimuotoistuu ja järjestelmät sekä verkkopalvelut kytkeytyvät toisiinsa. Samalla tietoturva on yhä useammin edellytys uusien digitaalisten liiketoimintojen, kuten sähköisen asioinnin ja maksamisen, rakentamiselle. Uhkakuvien osalta jatkuvat uutiset vakavista tietomurroista ylläpitävät riskilähtöistä

ostamista. Kyberrikollisuus on myös ammattimaistunut, ja monia rikollisorganisaatioita johdetaan kuin yrityksiä. Regulaatio (esim. NIS2) puolestaan tuo markkinaan pakotettua ostamista laajentamalla tietoturva vaatimusten piiriin kuuluvien organisaatioiden joukkoa.

Tekoälyn nopea kehitys vahvistaa kaikkia kolmea ajuria ja on tällä hetkellä markkinan merkittävin yksittäinen muutosvoima. Tekoälyä hyödynnetään niin hyökkäyksissä kuin puolustuksessa. Kyberrikollisille se on tehokas työkalu muun muassa huijausten ja tietojenkalastelun automatisointiin ja personointiin. Tietoturvayhtiöille se tarjoaa puolestaan keinoja uhkien havaitsemiseen ja torjuntaan aiempaa nopeammin ja laajemmassa mittakaavassa.

Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti pyramidimalliin kolmeen osaan (ks. seuraava sivu) hyökkäysten ja teknologioiden älykkyys 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. Generatiivinen tekoäly on kuitenkin alkanut hämärtää kerrosten välisiä rajoja, sillä aiemmin vain kohdennetuissa hyökkäyksissä nähty räätälöinti skaalautuu sen avulla myös massahyökkäyksiin.

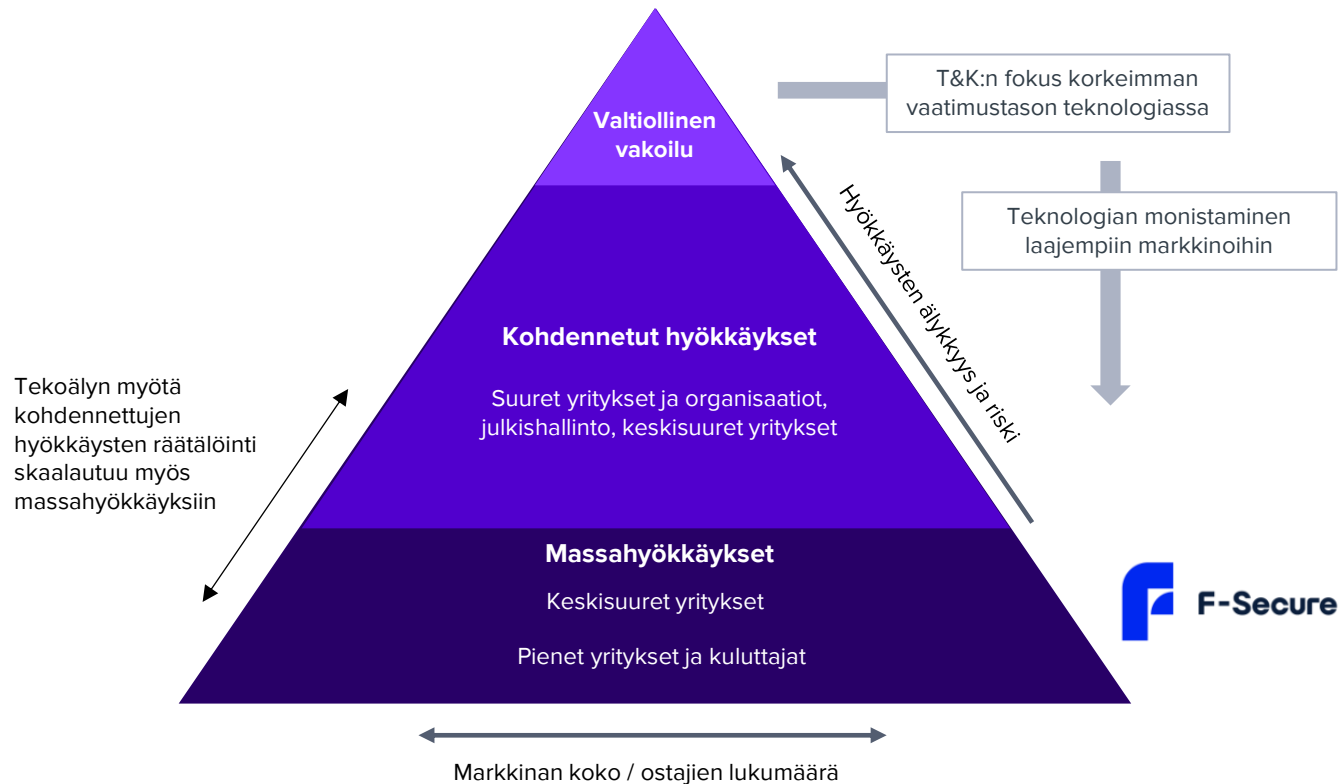
Kyberturvamarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on kyberturvayhtiöiden

näkökulmasta niche-markkina, mutta se edustaa kaikkien korkeinta teknologiaa sekä osaajien vaatimustasoa, ja on siksi tärkeä.

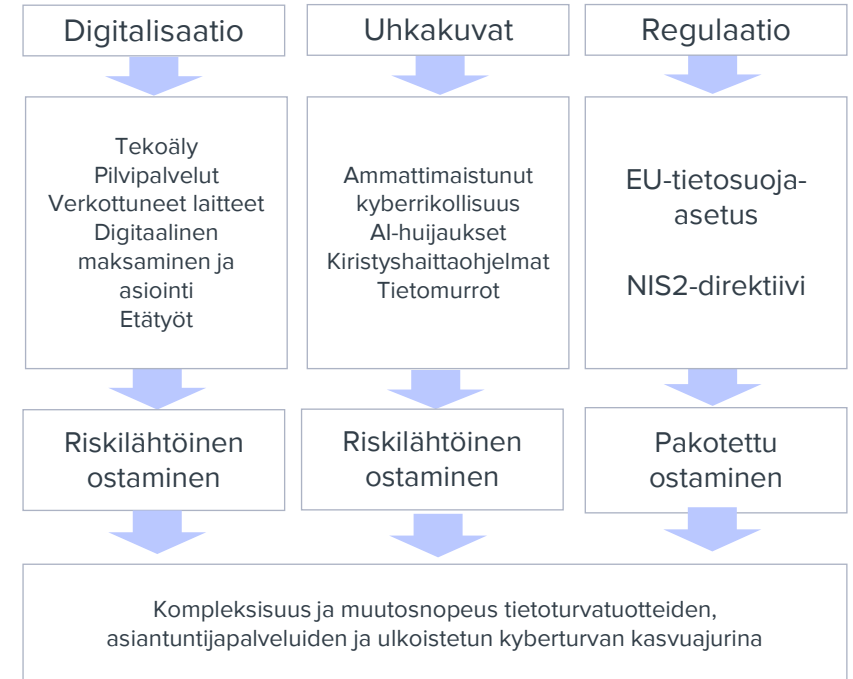
Markkinan suurin volyymi on pyramidin keskimäinen osa, joka käsittää kohdennetut hyökkäykset. Tällöin ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja julkishallinto sekä huoltovarmuuden kannalta kriittiset toimijat (kuten energia, pankit ja operaattorit). Oleellista tässä ryhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturvauhkien lisääntyessä ja regulaation laajentaessa vaatimusten piiriin kuuluvien organisaatioiden joukkoa, mikä kasvattaa myös vaativien kyberturvratkaisujen markkinaa. Kohdennetut hyökkäykset koskettavat yhä enemmän myös keskisuuria yrityksiä, joiden rajalliset resurssit eivät kuitenkaan riitä omien sisäisten tietoturvatimien rakentamiseen. Tämä ohjaa kysyntää hallinnoituihin tietoturvapalveluihin.

F-Securelle olennainen segmentti on kolmion alin kerros, johon kuuluvat kuluttajat sekä pieniä ja keskisuuria yrityksiä. Perinteisesti tämän segmentin suojaustarve on rajoittunut massahyökkäyksiin, joilta suojautuminen onnistuu tavallisilla "hyllystä toimitettavilla" tuotteilla, kuten päätelaitteiden suojausohjelmistoilla. Kuluttajan uhkakuva on kuitenkin muuttunut olennaisesti: generatiivinen tekoäly on teollistanut huijaukset, ja tietojenkalastelu, tilikaappaukset ja erilaiset petokset kohdistuvat laitteiden sijaan yhä useammin suoraan ihmiseen. Tämän vuoksi painopiste on siirtymässä laitesuojauksesta huijausten torjuntaan ja identiteetin suojaamiseen. Murros laajentaa pyramidin alakerroksen markkinaa ja on F-Securen kasvun kannalta keskeinen ajuri.

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/3

Kuluttajatietoturvamarkkina

F-Secure toimii kuluttajatietoturvamarkkinalla, joka suuresta koostaan huolimatta on suhteellisen pieni osa koko kyberturvamarkkinasta. IDC:n ja Gartnerin arvion mukaan markkina on noin 11 miljardin dollarin arvoinen ja sen odotetaan kasvavan noin 4,5 %:n vauhtia vuoteen 2028. Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka on selvästi suurin alue (yli 50 %), jonka perässä tulevat EMEA ja Aasia.

Markkina pitää sisällään päätelaitteiden tietoturvaluotteita, kuten virustorjunnan, vakoiluohjelmien torjunnan, huijauksilta suojautumisen, lasten laitteiden hallinnan ja mobiilitietoturvaan tarkoitetut tuotteet, sekä petosten tunnistamiseen, varmuuskopiointiin ja kuluttajan yksityisyydensuojaan verkossa liittyviä tuotteita. Suurimman osan markkinasta arvioidaan liittyvän päätelaitteiden tietoturvaluotteisiin. Nopeasti kasvavia tuotealueita löytyy esimerkiksi yksityisyyden suojaamisen ja huijauksilta suojautumisen puolelta, joihin tekoälyn nopea kehitys luo uusia tarpeita.

Kumppaniliiketoiminta, jossa tietoturvaa myydään kumppaneiden kautta loppukäyttäjille (B2B2C) on markkinan nopeimmin kasvava osa-alue, kun tietoturvasta tulee yhä enemmän osa operaattoreiden ydintarjoomaa. Kumppaniliiketoiminnan ennakoidaan kasvavan 8 %:n tahtiin 4,4 miljardista 5,1 miljardiin dollariin vuoteen 2028 mennessä. Suoraan kuluttajille myytävän (B2C) tietoturvan osalta markkinan odotetaan kasvavan 6,6 miljardista 7 miljardiin dollariin.

F-Secure on arvioinut nykyisen sulautetun tietoturvan liiketoiminnan vuotuiseksi liikevaihtopotentiaaliksi yli 200 MEUR, mikä on laskettu olettamalla noin 10 MEUR:n liikevaihtotaso jokaista Tier1 -operaattoria kohti. Tämä 200 MEUR:n potentiaali sisältää siis myös ne operaattorit, jotka

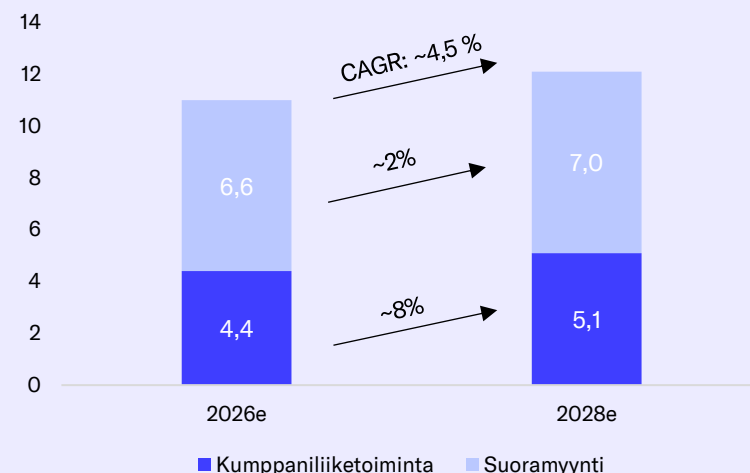
eivät vielä ole yhtiön asiakkaita. Tämän lisäksi päälle tulee uuden AI-pohjaisen luottamuspalvelukategorian tuoma kasvuvara. F-Securen Tier1 -kumppaneista tuleva liikevaihto vuonna 2025 oli alle 50 MEUR ja siten kasvupotentiaalia riittää.

Päätelaitteiden suojaustuotteiden markkinat ovat saavuttaneet jo kypsän vaiheen, mikä selittää osaltaan maltillista kasvua. Lisäksi jatkuvasti kehittyvien ilmaisten virustorjuntaratkaisujen (esim. Windows Defender, Applen puhelinten oma tietoturva) suosio jarruttaa markkinakasvua. Tekoäly luo tähän kehitykseen myös omat uhkakuvansa nykyisten kuluttajatietoturvaa tarjoavien toimijoiden näkökulmasta. Mikäli Apple, Google ja Microsoft kehittäisivät ja integroisivat omat tekoälypohjaiset tietoturvaratkaisunsa käyttöjärjestelmiinsä tulevaisuudessa, voisi tämä aiheuttaa haasteita kuluttajatietoturvayhtiöille.

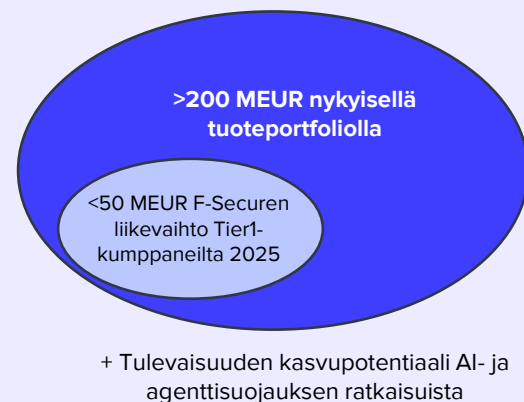
Markkinan kasvuajureita

F-Secure on tunnistanut itse tiettyjä ajureita, jotka voivat vauhdittaa kuluttajatietoturvamarkkinan ja yhtiön kasvua. Ensimmäinen näistä on loppukäyttäjien kulutuksen uudelleen jakautuminen olemassa olevilla markkinoilla. Suurin osa kuluttajista käyttää edelleen erillisiä tietoturvaratkaisuja, kuten pelkkää päätelaitteiden suojausta tai VPN:ää. Yhtiön markkinatutkimusten perusteella kuluttajat ovat siirtymässä entistä enemmän kohti kokonaisratkaisuja (kuten Total), joiden hintapiste on yksittäisiä tuotteita korkeampi. Yksinkertaisempiin kokonaisratkaisuihin siirtymistä tukee myös kuluttajien käsitys siitä, että tietoturva on liian monimutkaista. Yleisesti F-Securen tutkimuksen perusteella kuluttajat ovat entistä halukkaampia maksamaan tietoturvasta. Verkossa käytetyn ajan lisääntyessä kuluttajien huolet tietoturvaan liittyen ovat kasvaneet.

Kuluttajatietoturvamarkkinan koko (mrd.\$)



Sulautetun tietoturvan potentiaali Tier1-kumppaneissa



Toimiala 3/3

Toinen trendi on tietoturvan kytkeytyminen aiempaa vahvemmin osaksi operaattorien ydintarjoomaa. Tämän taustalla on etenkin operaattorien vaisu käyttäjäkohtaisen liikevaihdon kehitys (ARPU), minkä vuoksi operaattorit etsivät kuumeisesti uusia lisäarvopalveluita. Yhtiön tutkimusten mukaan merkittävä osa kuluttajista pitää tietoturvan ostamista operaattorin kautta itselleen luonnollisena.

Kuluttajatietoturvaan on syntynyt myös uusia tuotekategorioita, jotka tukevat markkinan kasvua. Identiteettivarkauksilta suojaavien palveluiden markkina on tästä esimerkki. Markkinaan kuuluvia palveluita ovat esimerkiksi luottovalvonta, suoja petoksia vastaan (luottokortti- ja pankkipetokset) ja kyberturvallisuusvakuutus. Viime vuosina F-Securen kannalta keskeiseksi uudeksi alueeksi on noussut huijauksilta suojautuminen, ja yhtiön tietoturvapakettia myydäänkin nykyään usein tällä kulmalla.

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

Toimiala on konsolidoitunut jo merkittävästi

Kyberturvamarkkinan kasvunäkymät ovat houkutelleet viimeisen reilun vuosikymmenen ajan sektorille paljon investointeja. Tämä on näkynyt pääomasijoitusten rajuna kasvuna uusiin kyberturvayhtiöihin sekä korkeana yrityskauppa-aktiviteettina niin Pohjois-Amerikassa kuin Euroopassa. Trendi on ollut erityisen vahva yritystietoturvamarkkinalla, missä kasvuvauhti on ollut

kuluttajatietoturvamarkkinaa nopeampaa.

Kuluttajapuolella on myös nähty edellisen kymmenen vuoden aikana merkittäviä yritysjärjestelyjä. Näistä suurimpia ovat olleet Nortonin ja LifeLockin yhdistyminen (2016), Aviran myyminen NortonLifeLockille (2020) sekä Avastin ja NortonLifeLockin yhdistyminen (2021), jonka jälkeen yhtiö vaihtoi nimensä Gen Digitaliksi. Alun perin NortonLifeLock syntyi vuonna 2019, jolloin Symantec päätti myydä yritystietoturvaliiketoimintansa Broadcomille ja keskittyä pelkkään kuluttajatietoturvaan. Gen Digital osti joulukuussa 2024 henkilökohtaisen talouden hallintaan keskittyvän MoneyLionin, minkä myötä yhtiön tarjooma laajenee jo perinteisen kuluttajatietoturvan ulkopuolelle. Gen Digitalin liikevaihto on noin 5 miljardia dollaria muodostaen siten merkittävän osan koko markkinasta.

Pääomasijoittajista koostuva joukko teki McAfeesta noin 14 miljardin dollarin ostotarjouksen vuonna 2021. Tätä ennen McAfeen yritystietoturvaliiketoiminnot oli jo myyty pääomasijoittajalle. Lisäksi Pango Groupin ja Total Securityn noin 1,7 miljardin dollarin arvoisessa fuusiossa (2024) muodostui kokonaisuus (uusi nimi Point Wild), joka teki yhdistymishetkellä 600 MUSD liikevaihtoa 25 %:n käyttökatteella.

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

Kuluttajatietoturvamarkkinan yritysjärjestelyjä:

Ajankohta	Ostaja	Kohde	EV (MUSD)	EV/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
3/2026	Gen Digital	Trellis	-			
12/2024	Gen Digital	MoneyLion Total	1350	2,5x	16x	
12/2024	Pango Group	Security	1700	2,8x	11,3x	
4/2023	F-Secure	Lookout Life	223	5,6x		15,7x
3/2022	Avast	SecureKey	-			
12/2021	Avast	Evernym	50			
9/2021	Kape Tech	Express VPN	935	3,3x	37,7x	
8/2021	Advent	McAfee	14000	7,5x	16,6x	45,8x
8/2021*	NortonLifeLock*	Avast	7662	8,2x	15,6x	17,4x
12/2020	NortonLifeLock*	Avira	359			
5/2019	Avast	TrackOFF	-			
11/2017	NortonLifeLock*	SurfEasy	39			
11/2016	Norton	LifeLock	2362	3,6x	50,0x	95,4x
7/2016	Avast	AVG	1463	3,4x	11,7x	

* Nyk. Gen Digital

Kuluttajamarkkinan trendit:

Digitalisaatio ja tekoälykehitys lisää huolia tietoturvan suhteen

- Tekoäly vauhdittaa markkinan muutosta ja luo uusia uhkakuvia
- Kuluttajien maksuhalukkuus kasvussa

Tietoturva on kuluttajille monimutkaista

- Kuluttajat kääntyvät palveluntarjoajien puoleen tietoturvaratkaisujen hankkimiseksi
- Operaattorit näkevät tietoturvan yhä enemmän ydinpalvelunaan

Siirtymä kokonaisvaltaisiin tietoturvaratkaisuihin

- Asiakaskohtainen liikevaihto kasvaa

Uusien tuotekategorioiden syntyminen

- Esim. identiteettivarkauksilta ja huijauksilta suojautuminen sekä reitittimien tietoturva

Kilpailu

Markkina keskittynyt muutamille isoille toimijoille

Konsolidaation myötä kuluttajatietoturvamarkkinasta merkittävä osa on keskittynyt muutamien suurten toimijoiden ympärille. Samalla korkea alalle tulon kynnys ja koko kyberturvamarkkinaan nähden suhteellisen pieni koko on rajoittanut uusien kilpailijoiden syntymistä tälle kypsälle markkinalle. Suurimpiin toimijoihin lukeutuvat Gen Digital, McAfee, Point Wild, Kaspersky, Trend Micro ja Bitdefender. Yhtiöt kilpailevat F-Securen kanssa sekä suoramyynti- että kumppanikanavassa, vaikka go-to-market-strategiat ja liiketoimintamallit osaltaan eroavatkin toisistaan.

Maksullista tietoturvaa tarjoavien kilpailijoiden lisäksi F-Secure kilpailee ilmaiseksi tarjottavia ratkaisuja vastaan. Näistä pahin kilpailija on käytännössä kaikille Windows-koneille esiasennettu Microsoftin tietoturvaratkaisu. Myös Applen ja Googlen alustojen tietoturvaominaisuudet kehittyvät jatkuvasti. Näiden vuoksi maksullista tietoturvaa tarjoavien yhtiöiden arvolupauksessa kuluttajille korostuvatkin tänä päivänä päätelaitteiden perussuojauksen sijaan monet muut tekijät (esim. identiteetin suojaus ja huijauksilta suojaautuminen).

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

Kilpailutekijät kuluttajatietoturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää ja havaita haittaohjelmia luonnollisesti korostuu

kilpailutekijänä. Lisäksi asiakkaiden luottamus tuotteeseen, tuotteen hinta, suojausominaisuuksien laajuus ja helppokäyttöisyys ovat tärkeitä tekijöitä. Myös brändi ja tuotteen menestys erilaisissa testeissä vaikuttavat ostopäätöksiin. Osaltaan edellä mainittujen asioiden edistäminen on kiinni tuotekehitys- ja markkinointiresurssien laajuudesta.

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

F-Securen kilpailuedut

Kaikista tietoturvayhtiöistä laajin kanavakumppaniverkosto on näkemysemme mukaan F-Securen keskeisimpiä kilpailuedun lähteitä. Vahvasta asemasta kumppanikanavassa kertovat myös erittäin pitkät asiakassuhteet. Sulautetussa tietoturvassa yhtiöllä on tarjota tällä hetkellä markkinoiden kattavin tuotetarjooma. Viime vuosien investoinnit tälle alueelle ovat myös nostaneet yhtiön teknologia- ja palvelukyvykkyyydet tasolle, joka kelpaa maailman suurimmille operaattoreille.

Pohjoismaissa F-Securen brändi on myös varsin vahva, joskin globaalisti brändin tunnettuus jää jälkeen suurimmista pääkilpailijoista. Suurimmilla kilpailijoilla on lähtökohtaisesti myös isommat resurssit investoida tuotekehitykseen ja myyntiin. F-Securen pitkäikäisen virustorjuntateknologioiden osaamisen myötä yhtiön tuotteet ovat hyvin kilpailukykyisiä, mistä myös pärjääminen päätelaitteiden suojaustesteissä kertoo. Yleisesti näemme yhtiön kilpailukykyyn olevan hyvällä tasolla, joskin pysyviä kilpailuetuja teknologiasektorilla on vaikea saavuttaa.

F-Securen merkittäviä kilpailijoita



Muita erikoistuneita kilpailijoita

Kotiverkkoon yhdistettyjen laitteiden suojaus ja DNS-turvallisuus:



VPN-toimittajat:



Salasanojen ja henkilöllisyyden suojaus sekä perheen lasten laitteiden suojaaminen:



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Kumppanien mahdollisimman hyvä palveleminen strategian keskiössä

Lookout Life -yrityksoston jälkeen F-Securen strategia on entistä enemmän keskittynyt kumppanikanavan palvelemiseen ja viime vuosina integroitujen tuoteportfolioiden, uusien tuotelanseerausten (Scam Protection) sekä sulautetun tietoturvan ratkaisujen kehittämisen ansiosta yhtiöllä on myös hyvin kilpailukykyinen tarjooma niin suurille kuin pienemmille kumppaneille. Strategian fokus on ollut viime vuodet etenkin suurissa Tier1-kumppaneissa, joille tarjottavat sulautetun tietoturvan ratkaisut ovat F-Securen keskeisin kasvumahdollisuus. F-Secure on voittanut jokaisen vuosina 2024-2025 tavoittelemansa Tier 1 -diilin, ja seuraava askel on näiden asiakkuuksien skaalaaminen liikevaihdoksi sekä loppujen suurimpien kumppanuuksien voittaminen. Maailman 20 suurimmasta Tier 1 -operaattorista jo 10 on F-Securen kumppaneita.

Strategian fokusta heijastellen F-Secure uudisti organisaatiomalliaan vuoden 2024 lopussa. Uudistuneessa mallissa asiakassegmentit jaetaan strategiaan kumppaneihin (Tier1), merkittäviin kumppaneihin (Top100 operaattorit maailmassa), kaupallisiin kumppaneihin (pienet ja keskisuurat operaattorit sekä muut vertikaalit, kuten pankit ja vakuutusyhtiöt) sekä suoramyyntikanavaan.

F-Securen vuoden 2026 alussa päivittämät strategiset painopistealueet ovat seuraavat: 1) Jokaisen strategisen kumppanin palveleminen, skaalaaminen ja kasvattaminen onnistuneesti, 2) Jokaisen kumppanin täyden kasvupotentiaalin vapauttaminen sekä 3) Data, tekoäly ja uudet työtavat innovaation ja kasvun ajureina

Ensimmäinen kohta liittyy Tier1-kumppaneihin, joiden

palveleminen on vaatinut F-Securelta kyvykkyyksien kehittämistä vastaamaan näiden vaatimuksia ja asiakasvolyymeja. Tällä alueella F-Secure on lisännyt viime vuosina selvästi panostuksiaan ja yhtiön teknologia-alusta ja palvelukyvykkyydet on nostettu tasolle, joka riittää aivan maailman suurimmillekin operaattoreille. Jatkossa näiden panostusten pitäisi alkaa näkyä F-Securen tulokasvussa, kun volyymit suurten operaattorien kanssa kasvavat.

Toinen kohta liittyy siihen, että F-Secure pyrkii tukemaan kaikkien kumppanien menestystä omatoimisesti. Menestyvien kumppanien kanssa havaittuja parhaita käytäntöjä voidaan jakaa muille, mikä tukee nettotilaajien määrän kasvua ja voi kasvattaa asiakaskohtaista laskutusta. Horizon-alustan onnistunut lanseeraus tuo lisää skaalautuvuutta pienemmän pään kumppanien palvelemiseen ja tarjoaa myös potentiaalia laajentaa kumppanikanavaa.

Kolmantena F-Secure haluaa vahvistaa markkinajohtajuuttaan huijausturvan alueella. Lisäksi tavoitteena on validoida ”project Halon” toimivuus Pohjois-Amerikan suoramyyntikanavassa. F-Secure pyrkii myös vauhdittamaan tekoälyvetoista innovaatiota ja tekoälynätiivia toimintamallia niin yhtiötasolla kuin jokaisessa toiminnossa. Halon AI-nätiivi kehitystiimi on tästä yksi esimerkki, ja käsityksemme mukaan muutenkin tekoälytyökalut ovat jo tuoneet lisätehokkuutta organisaatioon.

Toimintamallin uudistus ja isot kustannussäästöt

F-Secure tiedotti lokakuun alussa aloittavansa muutosneuvottelut ja uudistavansa toimintamalliaan tavoitellen 13 MEUR:n bruttomääräisiä vuotuisia kustannussäästöjä.

Strategian painopistealueet

Jokaisen strategisen kumppanin palveleminen, skaalaaminen ja kasvattaminen onnistuneesti.

Jokaisen kumppanin täyden kasvupotentiaalin vapauttaminen

Data, tekoäly ja uudet työtavat innovaation ja kasvun ajureina

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Säästöt on tarkoitus saavuttaa siirtymällä koko yhtiön laajuisesti tekoälynatiiveihin työtapoihin, mikä tuo ketteryyttä ja huomattavaa tehokkuutta. Ymmärryksemme mukaan yhtiö on jo pidempään suunnitellut tätä muutosta, eikä juuri kuultu AT&T:n asiakasmenetys vaikuttanut enää olennaisesti säästöjen laajuuteen. Yhtiö arvioi suunnitellun toimintamallin muutoksen johtavan enintään 145 tehtävän vähenemiseen maailmanlaajuisesti. Osa säästöistä investoitaisiin kasvuun, kuten uusiin rooleihin, teknologiaan ja tuotehankkeisiin, mutta suunnitellut muutokset on tarkoitettu myös vahvistamaan F-Securen kannattavuutta ja tukemaan yhtiön etenemistä kohti keskipitkän aikavälin taloudellisia tavoitteitaan.

Uudessa mallissa F-Secure organisoituu kolmeen liiketoimintayksikköön: Kumppanituotteet, Sulautettu tietoturva ja Suoraliiketoiminta, minkä lisäksi perustetaan Uudet liiketoiminnot -yksikkö. Näitä tukevat konsernin yhteiset toiminnot (Teknologia, Strategiayksikkö, Talous ja lakiasiat sekä Henkilöstö ja kulttuuri).

Taloudelliset tavoitteet

F-Secure päivitti taloudelliset tavoitteensa marraskuussa 2024. Kasvun osalta yhtiö tavoittelee korkeaa yksinumeroista liikevaihdon kasvua, jonka lisäksi yhtiö näkee merkittävää lisäpotentiaalia kasvulle suurista Tier1-sopimuksista. Vuosi 2025 oli vielä liiketoiminnan ylösaajovuosi, mutta vuonna 2026 kasvu näyttäisi kiihtyvän yhtiön tavoitetasolle erityisesti suuren Verizon-sopimuksen vetämänä. Kasvu olisi todennäköisesti ollut hyvällä tasolla myös vuonna 2027 ilman AT&T:n menetystä.

Kannattavuuden osalta F-Secure tavoittelee oikaistun EBITA-marginaalin lähestyvän 40 % liikevaihdon noustessa 200 MEUR:oon. Skaalautuva kulurakenne sekä toimialaverrokki Gen Digitalin kannattavuus (EBIT >50 %)

huomioiden 40 %:n EBITA-marginaali näyttää hyvällä strategian toteuttamisella saavutettavalta. Pidämmekin pitkällä aikavälillä yhtiön tavoittelemaa kannattavuustasoa realistisena, mikäli kasvu toteutuu. Yhtiön kannattavuuden kehitys tavoitteiden asettamisen jälkeen on kuitenkin jäänyt odotuksistamme, minkä valossa tavoitetasolle pääseminen ei ole mielestämme varmaa. Juuri kerrotut merkittävät kustannussäästöt osaltaan auttavat kannattavuustavoitteen saavuttamisessa, mutta kasvun kiihdyttäminen on kuitenkin sen osalta tärkeintä.

F-Securen osinkopolitiikkana on jakaa vuosittain noin 50 % tai yli nettotuloksesta osinkoina, mitä voidaan mukauttaa velkaantumisasasteen ollessa tavoitetasoa korkeampi. Vahvan kassavirran ansiosta yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa politiikan mukaista osinkojen maksua, vaikka kassavirtaa joudutaan lähivuosina edelleen ohjaamaan Lookout Life -yritysosasto varten otettujen velkojen sulatteluun. Politiikassa velkaantumiseen liittyvä joustovara onkin nähdäksemme järkevä, ja vuosien 2024-2025 tuloksista yhtiö päättikin maksaa vain 0,04 euron osakekohtaisen osingon (31-33 % raportoidusta nettotuloksesta).

Taseen osalta F-Secure tavoittelee alle 2,5x nettovelan suhdetta käyttökatteeseen. Taso voi nousta väliaikaisesti tämän yli yrityskauppojen myötä, ja tällä hetkellä (Q2'26: 2,9x) velkaantuneisuus on vielä yli tavoitetason. Pidämme velkavivun käyttöä erittäin perusteltuna yhtiön vakaan liiketoiminnan ja vahvan kassavirran vuoksi. Tällä hetkellä yhtiön taseasema ei varsinaisesti mahdollista kuitenkaan olennaista lisävelanottoa esimerkiksi uusiin yrityskauppoihin.

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu Korkea yksinumeroinen liikevaihdon kasvu, lisäksi merkittävä lisäpotentiaali suurista Tier 1 -sopimuksista	Kannattavuus Oikaistu EBITA-marginaali lähestyy 40 % liikevaihdon noustessa 200 MEUR:oon. (2025: 34,5 %)
Osingot Nettotuloksesta noin 50 % tai yli maksetaan osinkona, mitä voidaan mukauttaa velkaantumisasasteen ollessa tavoitetasoa korkeampi	Taserakenne Nettovelan suhde käyttökatteeseen alle 2,5x Q2'26: 2,9x

Taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen kasvu- ja tuloskehitys

F-Securen edellisen 5 vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ollut 7,8 %. Lookout Life -yritysosto on vauhdittanut tätä merkittävästi ja jakson keskimääräinen orgaaninen kasvu oli laskelmiemme mukaan noin 2,8 %:n tasolla. Orgaaninen kasvu painottuu jakson alkupäähän, sillä vuosina 2024-2025 se painui nollan tuntumaan (-0,4–0,2 %). Heikossa talousympäristössä yhtiön tietyt operaattorikumppanit Saksassa ja Iso-Britanniassa ovat kohdanneet asiakaspoistumaa, mikä on haudannut pitkälti alleen F-Securen kasvuajurien tuomaa uutta myyntiä. Suoramyyntikanavassa F-Secure on pidättäytynyt maksetusta asiakashankinnasta, mikä on näkynyt kanavan liikevaihdon kehityksessä (2025: -4,5 %). Lisäksi valuuttakursseista (erityisesti dollari) on tullut vastatuulta raportoituihin lukuihin.

Ennen osittaisjakautumista vuosina 2019-2021 F-Securen oikaistu EBITA-% oli noin 42-46 % välillä, mikä kertoo erittäin vahvasta kannattavuudesta ja kypsän vaiheen ohjelmistoliiketoiminnasta. Vuonna 2022 marginaali heikkeni 39,6 %:iin heijastellen itsenäisen organisaation rakentamista. Vuonna 2023 marginaali heikkeni (34,2 %) edelleen Lookout Life -yritysostosta johtuvien lisäpanostusten vuoksi. Vuosina 2024-2025 kannattavuus on tasaantunut (34,5-35,7 %), mutta yhtiö investoi kuitenkin merkittävästi Tier 1-kyvykkyyksiensä kasvattamiseen. Vuonna 2026 suhteellinen kannattavuus heikkenee vielä Tier1-strategiaan liittyvien investointien vuoksi.

Kulurakenne

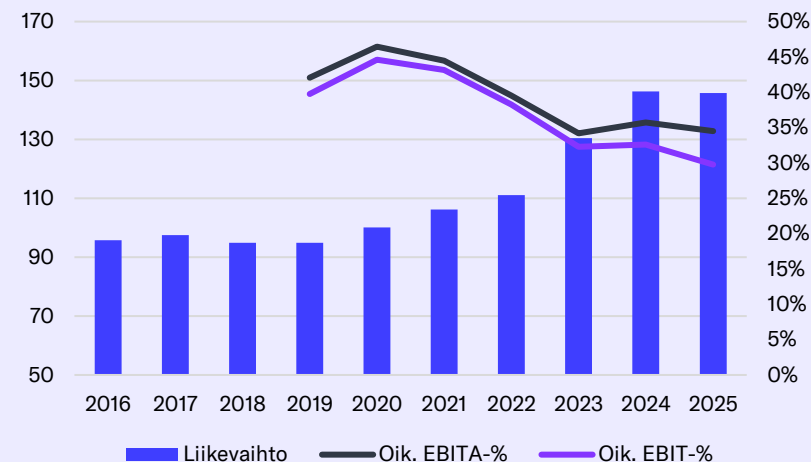
F-Securen bruttokate on ollut historiassa erittäin vahvalla yli 90 %:n tasolla, mutta Lookout Life -yritysoston jälkeen se on

laskenut (2025: 85 %) johtuen Lookout Lifen erilaisesta marginaaliprofiilista. Sulautetun tietoturvan liikevaihdon kasvaessa bruttokate-% tulee jatkossakin jonkin verran laskemaan näiden matalamman bruttokatteen vuoksi. EBITA-tasolla sulautetun tietoturvan kannattavuus on kuitenkin vastaava kuin F-Securella normaalisti, sillä operatiivinen kulurakenne skaalautuu hyvin volyymien kasvaessa. Tuloslaskelmassa myytyjä suoritteita vastaavat kulut koostuvat pääosin tuotantoon liittyvistä hosting-kuluista, rojalteista ja palvelumaksuista.

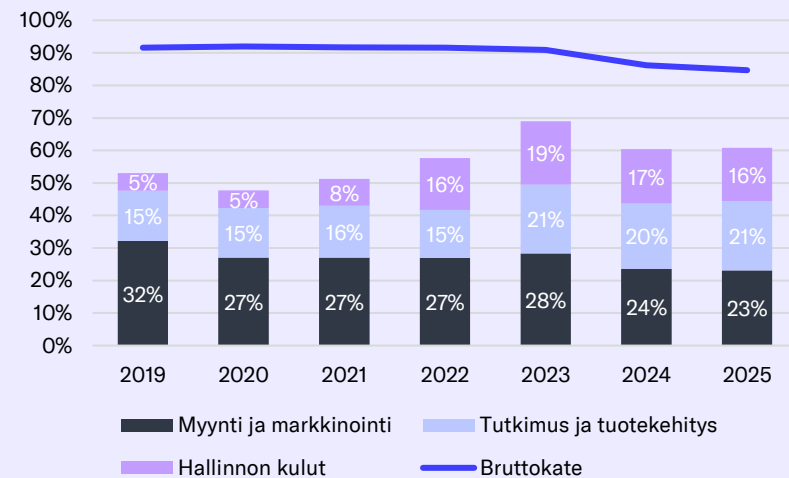
Myyntin ja markkinoinnin kulut vastasivat 23 % liikevaihdosta vuonna 2025. Kuluerä koostuu henkilöstö- ja markkinointikuluista, myyntipalkkioista, asiantuntijapalveluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Myyntin ja markkinoinnin suhteellinen osuus liikevaihdosta on jo melko alhaisella tasolla, mutta näemme kuluerässä lievää skaalautumisvaraa pitkällä aikavälillä kasvun mukana.

Tuotekehitysmenojen osuus vuonna 2025 oli noin 21 % liikevaihdosta ja hallinnon kulujen puolestaan noin 16 %. Näissä erissä on nähty viime vuosina nousua F-Securen panostaessa omaan tuotekehitykseen sekä hallintorakenteisiin. Lisäksi jakautumisen jälkeen yhtiö maksoi WithSecurelle TSA-sopimusten nojalla näihin liittyvistä palveluista. Yhtiön muutosvaiheen vuoksi historiallisten suhteellisten osuuksien tarkastelu ei anna todellista kuvaa itsenäistymisen ja Lookout-yritysoston aiheutettua merkittäviä muutoksia kulurakenteeseen. Vuosina 2024-2025 kulurakenne onkin ollut ensimmäistä kertaa ”normaali”, joskin tietyt Lookout Life -yritysostoon liittyvät kirjanpidolliset erät sekä muut kertaerät vaikuttivat vielä täälläkin.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Taloudellinen tilanne 2/2

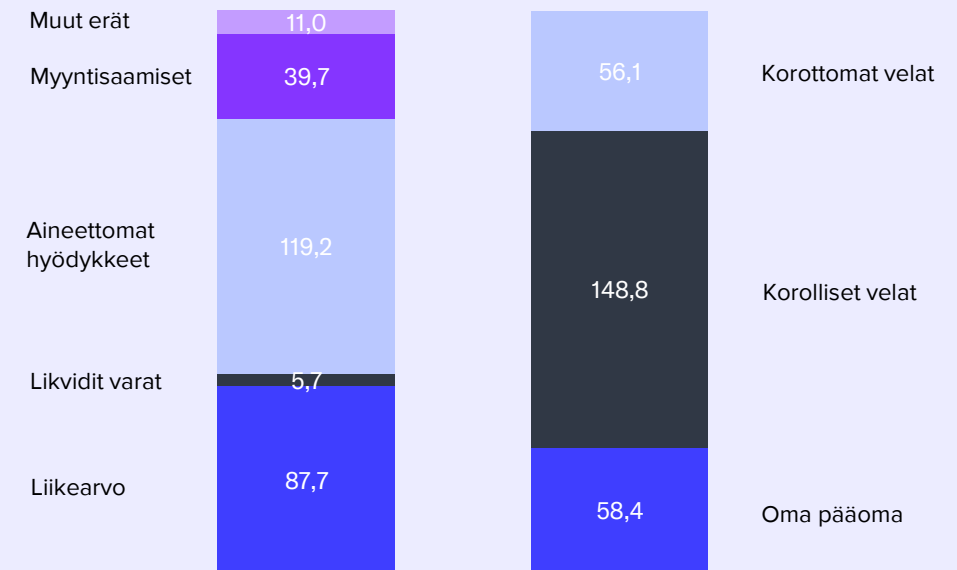
Rahavirta ja tase

F-Securen liiketoiminnalla on hyvä kassavirtaprofiili, sillä kumppanikanavasta myynti tuloutuu kassavirraksi kuukausittain ja suoramyynnissä kuluttajat maksavat tilauksen tai lisenssin usein ennakoon. Liiketoiminnan rahavirta (verojen ja rahoituserien jälkeen) suhteessa oikaistuun EBITAan on ollut viime vuosina 79-81 %:n tasolla. Vapaa kassavirta on puolestaan ollut noin 47-59 % oikaistusta EBITA:sta. F-Secure on osittaisjakautumisen jälkeen alkanut aktivoimaan tuotekehitysmenojaan taseeseensa selvästi aiempaa enemmän, mikä on lyhyellä aikavälillä leventänyt tuloksen ja vapaan kassavirran välistä erotusta. Lisäksi uudelleenjärjestelyihin liittyneet kertaerät ovat painaneet rahavirtaa viime vuosina. Kertaerien pientymisen, nettoinvestointien laskun (poistotason nousun) ja korkokulujen laskun myötä kassakonversiolla on edellytykset jälleen kohentua jatkossa.

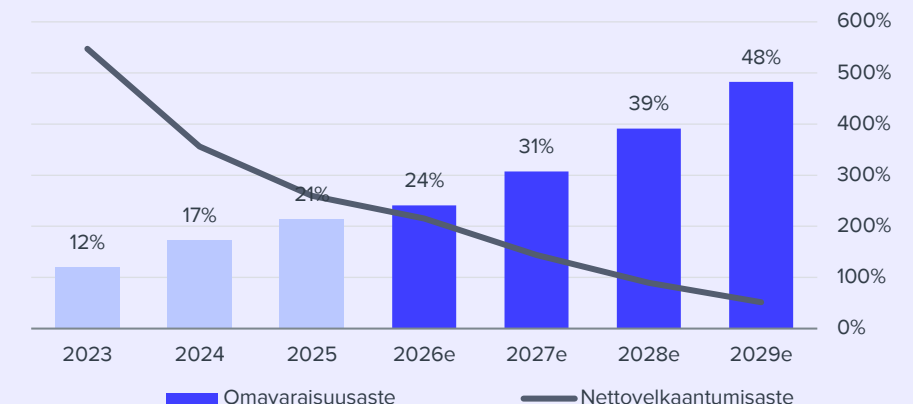
F-Securen Q2'26 lopun taseen loppusumma oli 263 MEUR. Taseen varat koostuivat pääasiassa Lookout Life -yrityksoston myötä tulleesta liikearvosta (87,7 MEUR) ja aineettomista hyödykkeistä (119 MEUR). Loput taseesta koostuivat pääasiassa myyntisaamisista (39,7 MEUR) ja likvideistä varoista (5,7 MEUR).

Vastattavaa-puoli koostuu pitkälti Lookout Life -yrityksoston yhteydessä nostetusta korollisesta velasta (pankkilainat 144,5 MEUR), saaduista ennakoista (25,3 MEUR) ja ostoveloista (23,3 MEUR). Taseen omavaraisuusaste Q2'26 lopussa oli kohtalaiset 22 % ja nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen (2,9x) vielä lievästi koholla. Vahvan kassavirran myötä tase vahvistuu ja velkaantuneisuus laskee ennusteillamme kohti yhtiön tavoitetasoa (alle 2,5x) jo lähivuosien aikana.

Tase Q2'26 (MEUR)

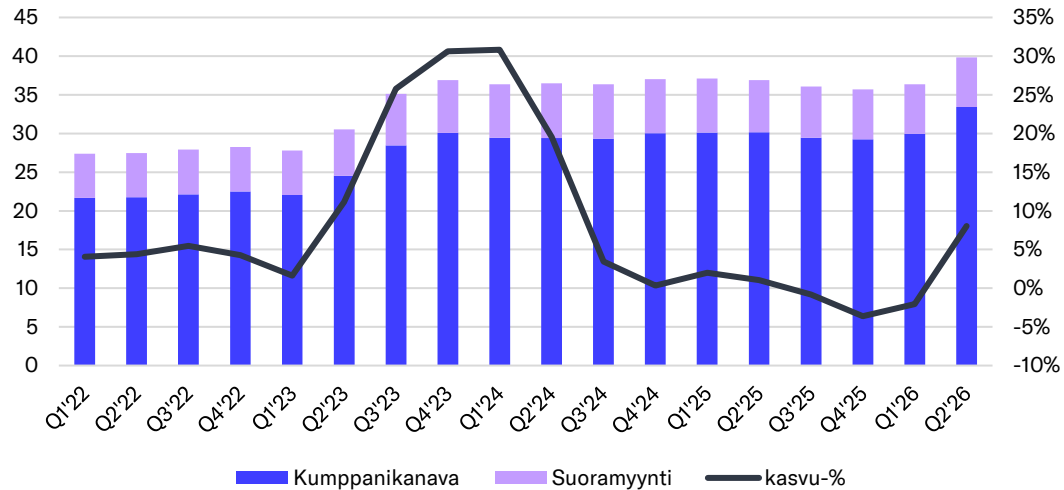


Taseen avainlukujen kehitys

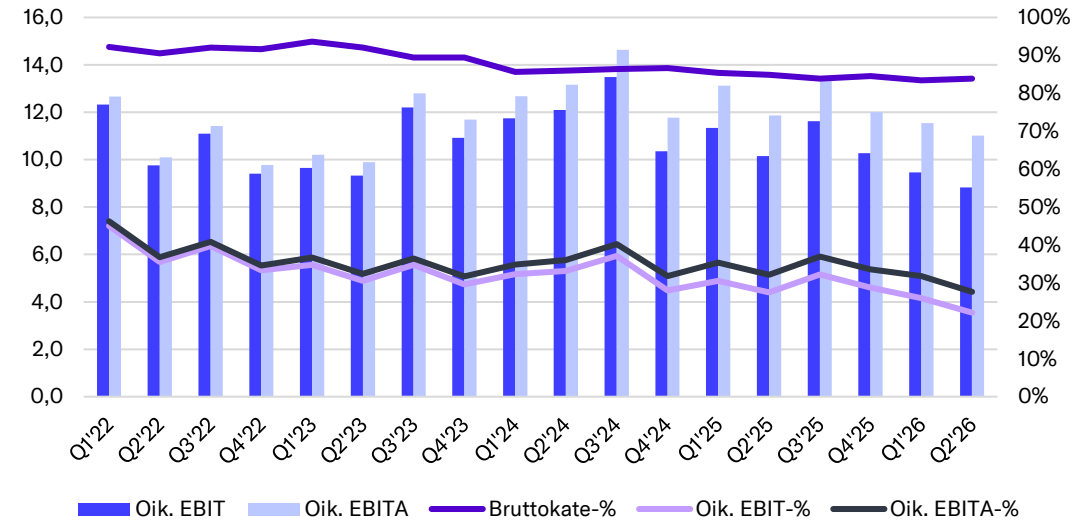


Avainlukujen kehitys

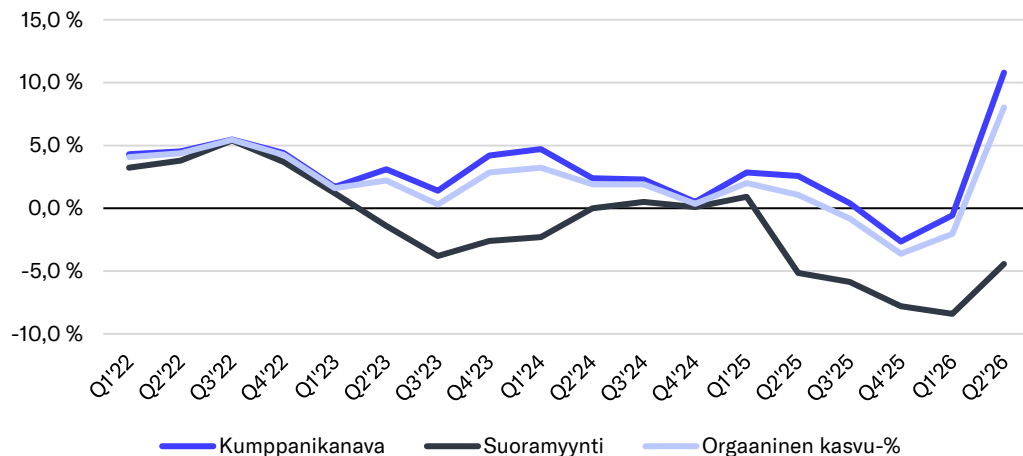
Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin



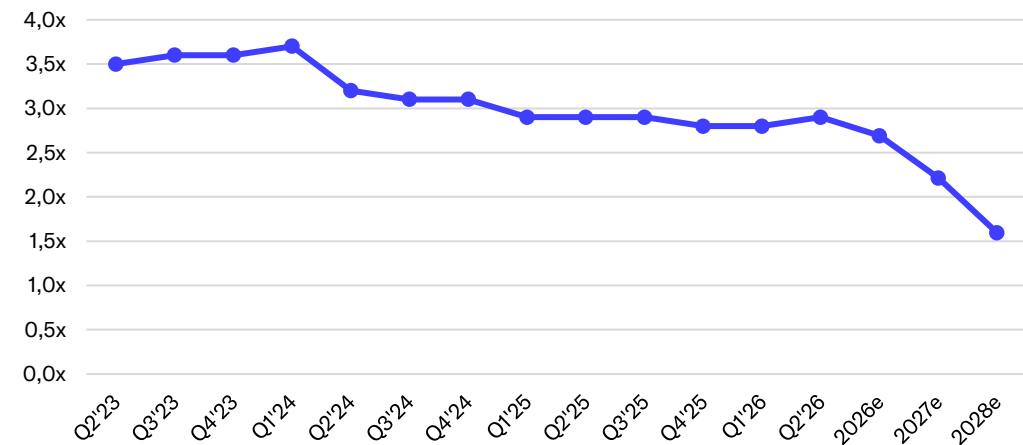
Kannattavuuden kehitys



Orgaanisen kasvun kehitys vuosineljänneksittäin



Nettovelka / oik. käyttökate



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Olemme tämän raportin yhteydessä huomioineet AT&T:n todennäköisen asiakasmenetyksen maaliskuun lopussa 2027, mikä tarkoittaa 4 MEUR:n liikevaihdon häviämistä kvartaalissa Q2'27 alkaen. Olemme samalla nostaneet hieman odotuksiamme muiden Tier 1 -kumppanien osalta, jonka myötä nettona vuoden 2027 liikevaihtoennustemme laski 11 MEUR ja vuoden 2028 noin 13 MEUR. F-Securen käynnistämät muutosneuvottelut paikkaavat myös AT&T:n menetyksen aiheuttamaa lovea, ja kokonaisuutena lähivuosien tulosenennustemme laskivat 5-7 %. Lisäksi olemme tarkistaneet lievästi alaspäin oletuksiamme nettorahoituskulujen osalta heijastellen F-Securen lainasalkun uudelleenrahoitusta. Korostamme kuitenkin sitä, että ennusteisiin liittyvä riskitaso on nyt aiempaa korkeampi, sillä lähivuosien tuloskasvu nojaa yhä enemmän muiden Tier 1 -kumppanien tuomaan kasvuun, mihin näkyvyys on vielä heikko.

Ennustamme F-Securen liikevaihdon kehitystä erikseen kanavakumppaniverkoston sekä suoramyynnin kautta. Odotamme strategian keskiössä olevan kumppanikanavan olevan keskeinen kasvun veturi. Valtaosa kasvusta tulee Sulautetusta tietoturvasta, mutta odotamme myös Tietoturvaketti-liikevaihdon kasvavan lähivuosina maltillisesti. Suoramyynnin odotamme jatkavan asteittain laskevalla trendillä F-Securen kehittäessä tätä kanavaa kannattavuus edellä.

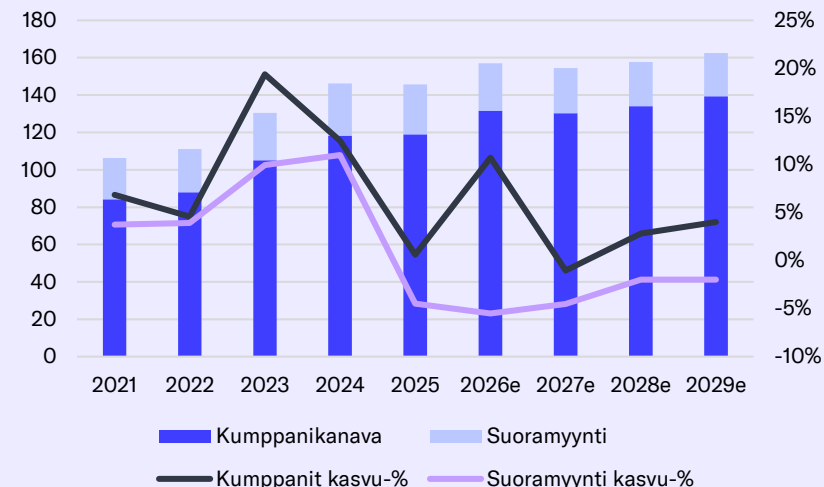
Yleisesti näkyvyys F-Securen liikevaihdon kehitykseen on lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä melko hyvä, sillä liikevaihto perustuu lähes kokonaan jatkuvaluonteisiin ohjelmistotilauksiin. Kasvun kulmakertoimen suhteen uudet mahdolliset suuret sopimukset Tier1-kumppanien kanssa voivat vauhdittaa kehitystä nopeastikin nykyisiin

ennusteisiimme nähden. Vastapuolella on luonnollisesti jatkossakin olemassa riskit sen suhteen, mikäli jokin toinen suuri kumppani päättäisi lopettaa yhteistyön F-Securen kanssa. Emme pidä tätä kuitenkaan todennäköisenä, sillä valtaosa Tier 1 -kumppanuuksista on käynnistynyt vasta aivan viime aikoina, ja yhteistyötä on lähdetty vasta kunnolla edistämään. Tietoturvaketti-liikevaihdon osalta edelleen haasteiden kanssa painiva suuri operaattori Saksassa aiheuttaa painetta F-Securen liikevaihtoon. Yleisesti kasvunäkymä vaikuttaa täällä muuten vakaalta.

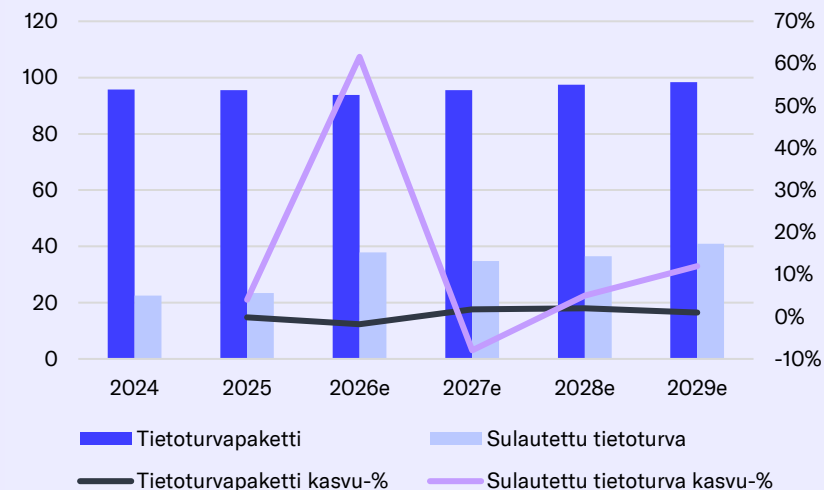
Kasvun osalta ennustemme ovat nyt selvästi yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteita varovaisempia, ja esimerkiksi vuoden 2029 liikevaihtoennuste (162,5 MEUR) jää reilusti alle yhtiön 200 MEUR:n tavoitteen. Varovaisempien liikevaihtoennusteiden vuoksi myös oikaistun EBITA-marginaalin parannus (2029e 35,5 %) jää ennusteillamme yhtiön tavoittelemasta 40 %:n tasosta. Juuri ilmoitettu toimintamallin muutos ja suunnitellut merkittävät kustannussäästöt kuitenkin tukevat tulevien vuosien kannattavuutta, vaikka osa säästöistä investoidaan kasvualueille.

F-Securen kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Bruttokatteen odotamme laskevan vielä muutamia %-yksiköjä keskipitkällä aikavälillä, missä näkyy Tier1-kumppanien ylösajo ja sitä kautta sulautetun tietoturvan matalammat marginaalit. Tänä vuonna investoinnit Tier1-strategiaan painavat vielä muuten kannattavuutta, mutta tämän jälkeen odotamme kannattavuuden alkavan parantua kulusäästöjen läpiviennin ja vuodesta 2028 alkaen jälleen piristyvän kasvun mukana.

Liikevaihdon kehitys



Kumppanikanavan liikevaihdon kehitys



Ennusteet 2/3

Lookout-yritysostoon liittyvät PPA-poistot (n. 8 MEUR vuodessa) kohottavat F-Securen poistotasoa. Yhtiö on myös viime vuosina kasvattanut tuotekehitysmenojen aktivointeja taseeseen yhtiön investoidessa omiin IT-järjestelmiin, teknologia-alustoihin sekä uusiin tuotteisiin. Näihin liittyvät poistot kohottavat myös poistotasoa.

Ennustamme F-Securen osingonjakosuhteen olevan keskipitkällä aikavälillä noin 30-35 % nettotuloksesta. Odotamme vuosille 2026-2027 vakaata 4 sentin osinkoa. Ennusteillamme yhtiön tavoitteiden mukainen (alle 2,5x) nettovelan taso suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen saavutetaan vuoden 2027 aikana. Tämän jälkeen yhtiöllä on mahdollisuus halutessaan nostaa osingonjakosuhdetta, mikäli järkeviä investointikohteita ei ole tarjolla. Vahvaa kassavirtaa voidaan jatkossakin allokoida myös täydentävien yritysostojen tekemiseen.

Vuoden 2026 ennuste

Näkymissään F-Secure odottaa vuodelle 2026 7–12 %:n valuuttaoikaistua liikevaihdon kasvua ja 44–50 MEUR:n oikaistua EBITAa. Ennusteemme odottaa liikevaihdon kasvavan 7,7 % 157 MEUR:oon. Oikaistun EBITA:n ennustamme asettuvan 48,8 MEUR:oon (31,1 % lv:sta). Olemme olettaneet käynnissä olevista muutosneuvotteluista aiheutuvan Q4:lle noin 6 MEUR:n kertaluonteiset kustannukset, jotka painavat raportoituja lukuja.

Kasvua vetää Sulautettu tietoturva (2026e 37,8 MEUR, +62 %), kun Verizon-sopimus sekä muut eteenpäin menevät Tier 1-kumppanit vauhdittavat kehitystä. Kasvun kiihtymisestä nähtiin merkkejä jo Q2:lla (+8 %), kun Verizon-sopimus näkyi ensimmäistä kertaa luvuissa.

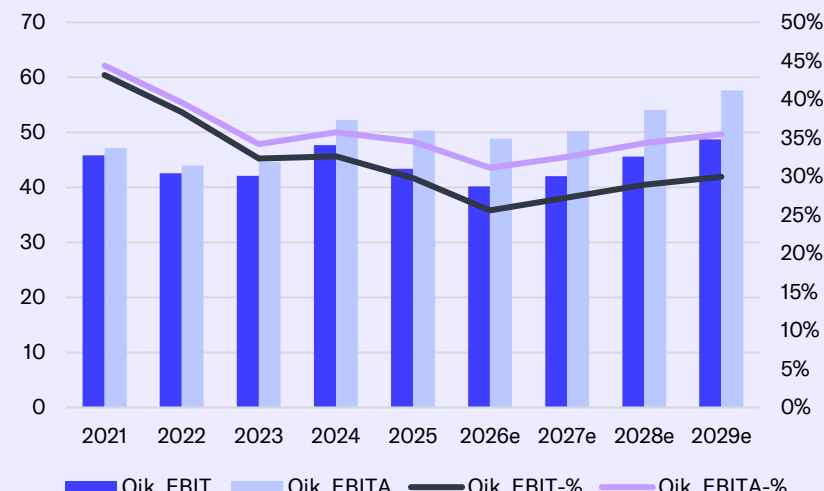
Tietoturvapaketti-liikevaihdon ennustamme laskevan 2 %,

mikä vaatii H1:n (-4 %) jälkeen vakaata loppuvuotta. Täällä alkuvuoden kehitystä painoi Saksan suuren kumppanin jatkuneiden haasteiden lisäksi Pohjois-Amerikan heikko suoritus. Tämä johtui osittain vanhoja tuotteita käyttävien asiakkaiden vaatimattomammasta myynnistä. Nämä tuotteet ovat olleet viime vuosina laskussa, ja niihin ei ole voitu allokoida kehitysresursseja, kun investoinnit ovat kohdistuneet sulautetun tietoturvan ratkaisuihin. Verizon-kumppanuuden lanseerauksen jälkeen resursseja pystytään jälleen allokoimaan muille alueille, joten tilannetta pyritään korjaamaan tältä osin. Mikäli näiden vanhojen tuotteiden liikevaihdon lasku kuitenkin jatkuu, voi se vaikuttaa arviomme mukaan F-Securen tulokasvun kulmakertoimeen negatiivisesti. Kokonaisuutena yhtiö on yhä luottavainen, että Tietoturvapaketti-liikevaihto kääntyy kasvu-uralle.

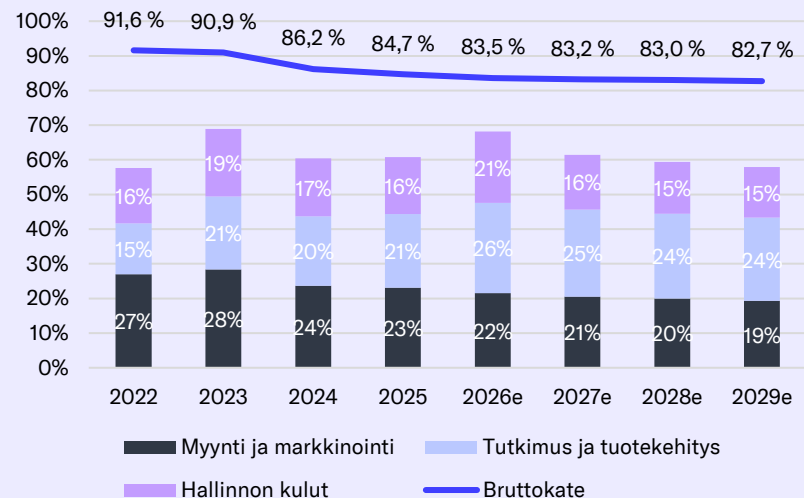
F-Secure odottaa suoramyntikanavan laskevan tänä vuonna, kun yhtiö ei edelleenkään tee maksettua asiakashankintaa tässä kanavassa. Ennusteemme odottaa tälle vuodelle 5,5 %:n laskua.

Sulautetuissa tietoturvaratkaisuissa F-Securen bruttomarginaali on Total-liiketoimintaa matalampi, minkä vuoksi marginaalin odotetaan laskevan hieman tänä vuonna (ennusteemme 83,5 %). Lisäksi F-Secure kehittää edelleen palvelu-, toiminta- ja tuotantovalmiuksiaan vastaamaan Tier1-kumppanien vaatimuksia, mikä lisää operatiivisia kuluja. Arviomme mukaan valtaosa panostuksista on kuitenkin sisällä kulurakenteessa tämän vuoden jälkeen. Capex-investointien F-Secure odottaa pysyvän tänä vuonna samalla tai hieman korkeammalla tasolla kuin viime vuonna (12,8 MEUR).

Oikaistu liikevoitto ja EBITA



Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Ennusteet 3/3

Vuosien 2027-2029 ennusteet

Vuonna 2027 AT&T:n asiakasmenetys painaa voimalla F-Securen kehitystä Q2'27 alkaen, jonka vuoksi ennustamme nyt yhtiön liikevaihdon laskevan 1,6 % 154,5 MEUR:oon. Lasku näkyy Sulautetussa tietoturvassa (2027e -8 %), missä Q1:llä ennustamme vielä Verizon-sopimuksen siivittävän liiketoiminnan 70 %:n kasvuun. Q2:sta alkaen odotamme 23-25 %:n laskua edellisvuodesta. Odotamme muiden Tier 1 -kumppanin ylösajon tukevan kehitystä, mikä osaltaan kompensoi AT&T:n n. 4 MEUR:n lovea kvartaalissa. Mikäli muissa kumppaneissa kehitys on hyvää tai F-Secure onnistuu voittamaan uusia suurempia sopimuksia, voisi yhtiön liikevaihto kasvaa myös ensi vuonna.

Tietoturvaketti-liikevaihdon ennustamme kehittyvän vakaasti (+1,7 %) ja suoramyyntikanavan jatkavan 4,5 %:n laskussa. F-Securen käynnissä olevien muutosneuvottelujen pitäisi tuoda ensi vuodelle selkeät kulusäästöt, jotka osaltaan paikkaavat AT&T:n menetystä. Yhtiö on myös todennut odottavansa sekä euromääräisen että suhteellisen kannattavuutensa paranevan vuonna 2027. Ennusteemme odottaa nyt lievää oikaistun EBITA:n kasvua 50,3 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi 32,5 %:n EBITA-marginaalia.

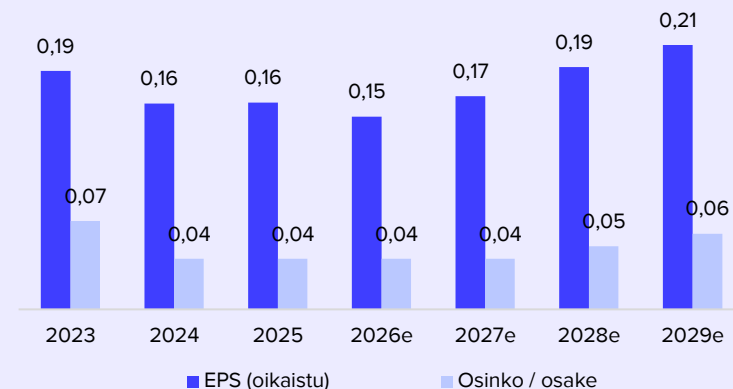
Vuonna 2028 ennustamme F-Securen liikevaihdon kasvavan 2,1 % Sulautetun tietoturvan (+5 %) vetämänä. Tuolloin AT&T:n menetys painaa kehitystä vielä Q1:llä. Vuonna 2029 ennustamme Sulautetun tietoturvan kasvun kiihtyvän 12 %:iin ja F-Securen kokonaisliikevaihdon kasvavan 3 %. Tietoturvaketti-liikevaihdon ennustamme olevan näinä vuosina 1-2 %:n kasvussa ja suoramyynnin laskevan 2 % vuodessa. Ennustamme oikaistun EBITA-

marginaalin paranevan 34-35,5 %:iin vuosina 2028-2029. Ennusteellamme aineettomien hyödykkeiden poistot ovat historiaan nähden selvästi korkeammat, mikä tukee osaltaan EBITA:n kehitystä. Oikaistun liikevoiton tasolla vuoden 2029 marginaaliennuste (30 %) on vielä vuoden 2024 tasoa (32,6 %) matalampi. Kokonaisuutena kannattavuusennusteemme eivät siten ole erityisen vaativia, ja vahvemman kasvun skenaariossa niissä olisi arviomme mukaan nousupainetta.

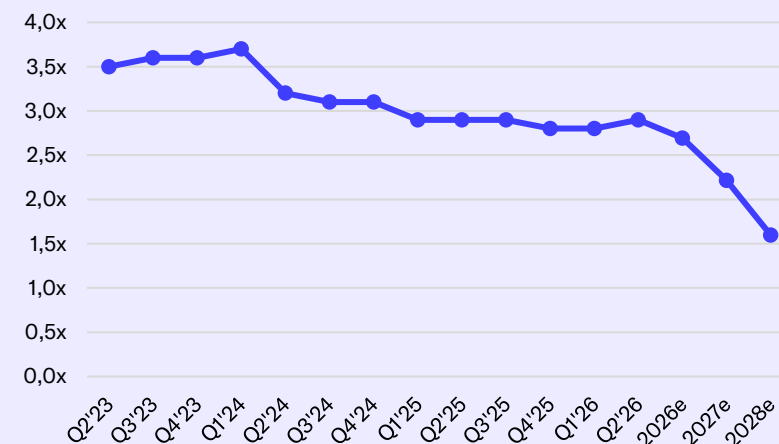
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2030-2034 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan noin 3 %:sta 2,0 %:iin. Tämän jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on 1,5 %:ssa. Oikaistun EBITA:n odotamme pysyttelevän vakaana noin 35-36 %:ssa (raportoitu EBIT-% n. 25-26 %) ja terminaalioletuksena olemme käyttäneet 35 % (EBIT: 24,5 %). Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristyminen tai jokin uusi teknologinen innovaatio voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen. Tekoälyn nopea kehitys mielestämme nostaa tätä riskiä, joskin tällä hetkellä näyttää siltä, että tekoäly tarjoaa F-Securelle uusia liiketoimintamahdollisuuksia.

EPS ja osinko



Nettovelka / oik. käyttökate



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	146	37,1	36,9	36,1	35,7	146	36,3	39,8	40,2	40,6	157	154	158	163
Kanavakumppanit	118	30,1	30,2	29,5	29,2	119	29,9	33,4	33,9	34,4	132	130	134	139
Suoramyynti	28,0	7,0	6,7	6,6	6,5	26,8	6,4	6,4	6,3	6,2	25,3	24,1	23,7	23,2
Käyttökate	52,0	13,5	12,2	13,8	12,4	52,0	10,3	11,6	14,2	7,0	43,0	51,7	55,9	59,1
EBITA (oik.)	52,2	13,1	11,9	13,3	12,0	50,3	11,5	11,0	13,7	12,5	48,8	50,3	54,1	57,6
Poistot ja arvonalennukset	-13,6	-4,1	-4,0	-4,1	-4,2	-16,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	-18,2	-17,6	-18,2	-18,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	47,7	11,3	10,1	11,6	10,3	43,4	9,5	8,8	11,5	10,3	40,2	42,1	45,6	48,7
Liikevoitto	38,4	9,4	8,2	9,7	8,2	35,5	5,8	7,0	9,6	2,4	24,8	34,2	37,7	40,8
Nettorahoituskulut	-11,4	-2,0	-2,2	-1,8	-2,0	-8,0	-1,5	-1,7	-1,6	-1,5	-6,3	-5,5	-4,5	-3,9
Tulos ennen veroja	27,0	7,3	6,1	7,9	6,3	27,5	4,3	5,3	8,0	0,9	18,4	28,7	33,2	36,9
Verot	-5,9	-1,5	-1,0	-1,7	-1,1	-5,2	-0,9	-1,2	-1,8	-0,2	-4,1	-5,4	-6,0	-6,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	21,1	5,9	5,1	6,2	5,2	22,4	3,4	4,1	6,2	0,7	14,4	23,2	27,2	30,3
EPS (oikaistu)	0,16	0,04	0,04	0,04	0,04	0,16	0,04	0,03	0,04	0,04	0,15	0,17	0,19	0,21
EPS (raportoitu)	0,12	0,03	0,03	0,04	0,03	0,13	0,02	0,02	0,04	0,00	0,08	0,13	0,16	0,17

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	12,2 %	2,0 %	1,1 %	-0,8 %	-3,6 %	-0,4 %	-2,1 %	8,0 %	11,4 %	13,8 %	7,7 %	-1,6 %	2,1 %	3,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,2 %	-3,5 %	-16,0 %	-13,8 %	-0,8 %	-9,0 %	-16,6 %	-13,0 %	-0,8 %	0,7 %	-7,4 %	4,7 %	8,4 %	6,8 %
Käyttökate-%	35,6 %	36,4 %	33,2 %	38,3 %	34,9 %	35,7 %	28,2 %	29,1 %	35,3 %	17,2 %	27,4 %	33,5 %	35,4 %	36,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,6 %	30,6 %	27,5 %	32,2 %	28,8 %	29,8 %	26,0 %	22,2 %	28,7 %	25,5 %	25,6 %	27,2 %	28,9 %	30,0 %
Nettotulos-%	14,4 %	15,8 %	13,8 %	17,2 %	14,6 %	15,3 %	9,3 %	10,3 %	15,5 %	1,7 %	9,2 %	15,0 %	17,3 %	18,6 %

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	157	157	0 %	165	154	-6 %	171	158	-8 %
Käyttökate	49,0	43,0	-12 %	54,7	51,7	-5 %	58,4	55,9	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,2	40,2	0 %	45,1	42,1	-7 %	48,1	45,6	-5 %
Liikevoitto	30,8	24,8	-19 %	37,2	34,2	-8 %	40,2	37,7	-6 %
Tulos ennen veroja	24,3	18,4	-24 %	31,4	28,7	-9 %	35,5	33,2	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,15	0,15	1 %	0,18	0,17	-7 %	0,20	0,19	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,04	0,04	0 %	0,04	0,04	0 %	0,05	0,05	0 %
Lähde: Inderes									

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	217	213	208	204	198
Liikearvo	89,8	87,0	87,0	87,0	87,0
Aineettomat hyödykkeet	126	119	115	111	107
Käyttöomaisuus	1,5	5,8	5,0	4,5	3,7
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	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	53,2	48,1	55,0	55,6	56,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	41,4	37,3	40,8	40,2	41,0
Likvidit varat	8,1	10,8	14,1	15,4	15,8
Taseen loppusumma	271	261	263	259	255

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	47,0	56,0	63,4	79,6	99,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	35,4	51,8	59,2	75,5	95,7
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	11,6	4,1	4,1	4,1	4,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	143	137	124	96,4	101
Laskennalliset verovelat	3,6	5,9	5,9	5,9	5,9
Varaukset	1,4	0,6	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	131	125	112	84,4	88,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,4	5,9	6,1	6,2	6,3
Lyhytaikaiset velat	80,7	67,9	76,0	83,1	54,6
Korolliset velat	44,0	31,7	38,9	45,7	16,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,5	15,2	15,7	15,4	15,8
Muut lyhytaikaiset velat	22,1	21,1	21,5	21,9	22,4
Taseen loppusumma	271	261	263	259	255

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

F-Securen liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden suosimme arvostuksen tarkastelussa erityisesti tulos pohjaisia arvostuskertoimia, kuten EV/EBIT ja P/E. Vakaiden ja suhteellisen hyvin ennustettavien kassavirtojen ansiosta myös DCF-malli on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä F-Securelle.

Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

F-Securen nykyisellä ohjeistuksella tulos heikkenee tänä vuonna (kuten myös vuonna 2025), joten sen valossa yhtiötä ei mielestämme ole perusteltua hinnoitella tällä hetkellä erityisen korkeilla kertoimilla. Lisäksi AT&T:n menetys on iso takaisku Tier 1 -strategialle ja väistämättä taittaa yhtiön lähivuosien tulospuskun kulmakertoa aiempaa heikommaksi. Yhtiöllä on kuitenkin yhä selkeä tahtotila kasvattaa tulostaan tulevina vuosina, mitä kerrotut merkittävät kulusäästöt tukevat. Vuodesta 2027 on kuitenkin näillä näkymin tulossa ”välivuosi” AT&T:n menetyksen jarruttaessa kehitystä, mikä lyhyellä tähtämellä heikentää F-Securen sijoittajatarinan houkuttelevuutta. Osake on laskenut viime aikoina voimakkaasti AT&T:n menetyksen vuoksi ja vuoden 2026 ennusteillamme osakkeen arvostus (oik. P/E 9,4x) on matala. Siten näemme tuotto-odotuksen edelleen hyvänä, mikäli yhtiö pystyy toimittamaan lähivuosina tulospuskua. Kertoimien merkittävämpi nousuvara vaatisi arviomme mukaan yhtiöltä näyttöjä kasvun kiihtymisestä ja/tai merkittäviä uusia asiakasvoittoja Sulautetussa tietoturvassa, sillä AT&T:n menetys jää nyt varjostamaan F-Securen sijoittajatarinaa seuraavan reilun vuoden ajaksi.

Tekoälypelot ovat tänä vuonna painaneet ohjelmistoyhtiöiden arvostustasoja pörssissä, ja F-Securen verrokkia Gen Digitalia (2026e P/E 8,7x) hinnoitellaan hyvin

matalilla kertoimilla. Aivan viime aikoina sentimentti ohjelmistoyhtiöiden osalta on kuitenkin jonkin verran parantunut ja alkuvuodesta nähty pahin paniikki tekoälydisruption suhteen on hälvennyt. Emme myöskään pidä tällä hetkellä todennäköisenä skenaariota, jossa tekoäly disrupitoksi täysin kuluttajatietoturvan markkinat. Lähivuosina näemme enemmänkin kasvavien uhkakuvien ja huijausten luovan lisää kysyntää näille ratkaisuille.

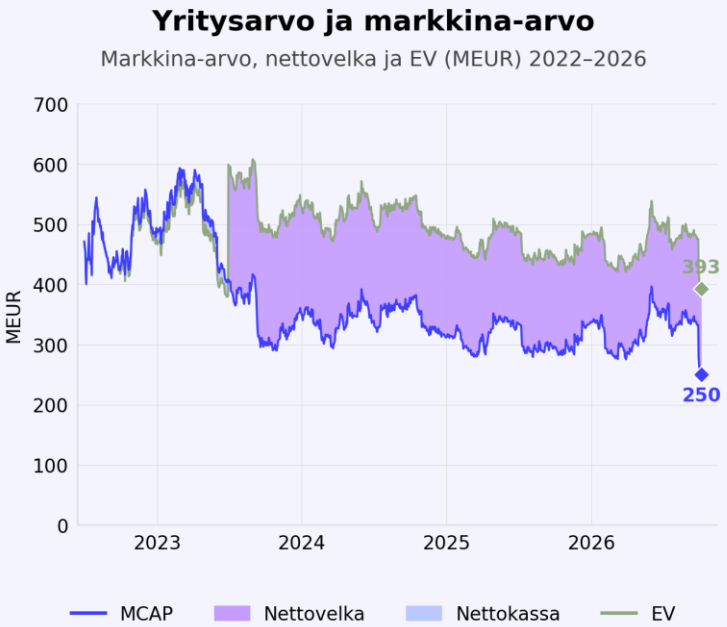
Kokonaisuutena AT&T:n menetys veti lyhyellä aikavälillä F-Securen sijoitustarinalta maton jalkojen alta, ja ilman sitä pitkään odottamamme tulospuskun kiihtyminen olisi todennäköisesti ollut vuonna 2027 vahvaa. Nyt tulospuskun kulmakerto on aiempaa loivempi ja ennusteiden toteutuminen vaatii enemmän vetoapua uusista Tier 1 -kumppanuuksista ja kulusäästöistä. Kurssilaskun jäljiltä riski-tuottosuhde puoltaa mielestämme kuitenkin edelleen odottelemaan tulospuskun kiihtymistä matalalle arvostetun osakkeen kyydissä. Eri arvonmääritysmenetelmien pohjalta arvioimme F-Securen käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 1,6-2,0 euroa. Toistamme lisää-suosituksen ja laskemme tavoitehintaa 1,7 euroon (aik. 2,0 EUR).

Arvostus näyttää matalalta

F-Securen PPA-poistoilla oikaistu P/E-luku on vuoden 2026 ennusteellamme 9,3x ja oikaistu EV/EBIT-kerroin noin 9,6x. Oikaistu EV/EBITA-kerroin on noin 8x, mutta pidämme oikaistua EBIT-kerrointa parempana arvostuksen mittarina, sillä EBITA saa tukea kasvussa olevista aineettomien hyödykkeiden poistoista. Samalla F-Secure tekee vielä näitä enemmän taseeseen aktivoitavia investointeja, joten kassavirtamielessä EBITA antaa hieman liian ruusuisen kuvan kehityksestä. Kokonaisuutena näemme kuluvan vuoden arvostuskertoimet matalina, sillä F-Securen tuloksen pitäisi tulevina vuosina kasvaa.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,43	1,43	1,43
Osakemäärä, milj. kpl	174,7	174,7	174,7
Markkina-arvo	250	250	250
Yritysarvo (EV)	386	364	339
P/E (oik.)	9,4	8,5	7,4
P/E	17,4	10,8	9,2
P/B	3,9	3,1	2,5
P/S	1,6	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	2,5	2,4	2,2
EV/EBITDA	9,0	7,0	6,1
EV/EBIT (oik.)	9,6	8,7	7,4
Osinko/tulos (%)	48,6 %	30,1 %	32,1 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,8 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 2/3

Matalan arvostuksen valossa sijoittajat selkeästi epäilevät tätä, mihin AT&T:n menetyksen jäljiltä on sinänsä hyviä perusteita. Arvostustason selkeämpi tasokorotus nykyisestä vaatisi mielestämme yhtiöltä näyttöjä Tier1-strategian toimivuudesta tulosriveille vahvan skaalautuvan kasvun muodossa. Kuitenkin jo ennustamallamme maltillisella tuloskasvulla osakkeen arvostus vuonna 2027 (oik. EV/EBIT 8,7x ja P/E 8,5x) painuu hyvin matalaksi. Tämän jälkeenkin tuloskasvunäkymän pitäisi olla suotuisa, mikäli strategia jatkaa kulkuaan oikealla polulla. Ennusteemme eivät myöskään sisällä oletuksia uusista merkittävistä Tier1-kumppanuusvoitoista, jotka näemme kuitenkin mahdollisina positiivisina ennusteriskeinä.

Tavoitehinnallamme F-Securea hinnoiteltaisiin vuoden 2027 ennusteillamme 10x EV/EBIT-kertoimella ja oikaistu P/E-kerroin olisi myös noin 10x.

Tuotto-odotus on hyvä tuloskasvun realisoituessa

Ennusteellamme F-Securen oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin noin 5 %:n vauhtia vuosina 2026-2028 (lähtötaso 2025). Yhtiön omilla tavoitteilla tuloksen kasvuvauhti olisi vielä huomattavasti nopeampaa, ja siten hyvässä skenaariossa tuloskasvu voisi olla osakkeen tuotto-odotukselle nykyistä vahvempi ajuri. Tuloskasvu painottuu vuosiin 2027-2028, ja AT&T:n menetyksen vuoksi yhä enemmän vuodelle 2028, jolloin useamman uuden Tier 1 -kumppanin kasvun pitäisi alkaa heijastua vahvemmin myös tulosriveille. Samalla Lookout Lifen ostoa varten hankittu velka kutistuu lähivuosina, ja laskevat rahoituskulut tukevat EPS-kasvua.

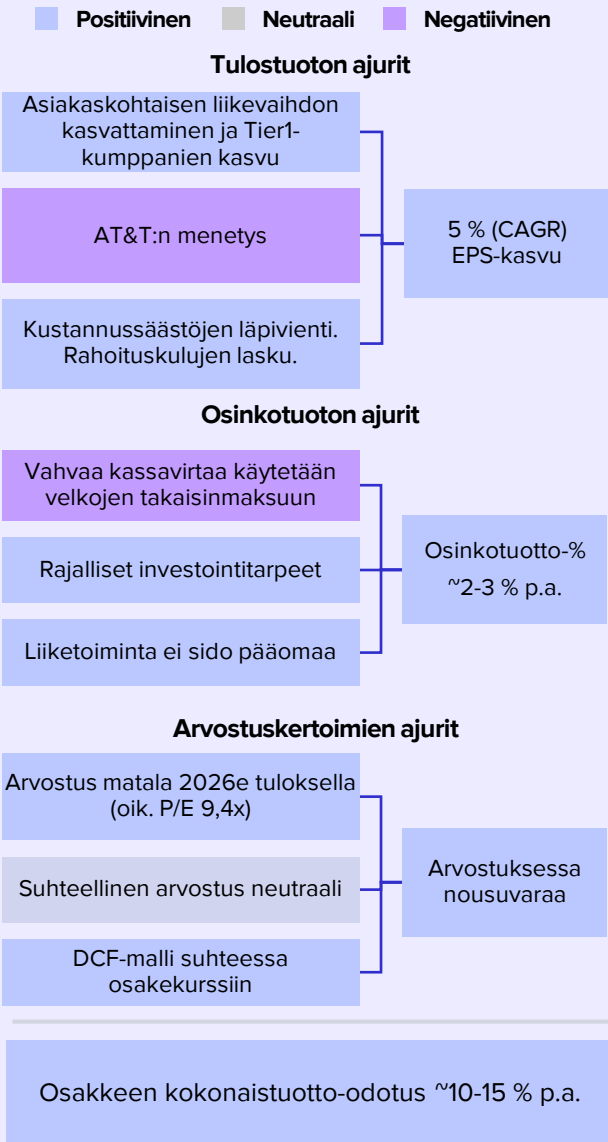
Yritysosotot pois lukien F-Secure ei arviomme mukaan pysty mitenkään investoimaan kaikkea liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa takaisin liiketoiminnan kasvuun järkevällä

pääoman tuotolla. Lähivuosina velkalastin lyhentäminen syö kuitenkin vielä merkittävän osan vapaasta rahavirrasta. Siten uskomme osingonjakosuhteen olevan lähivuosina jonkin verran alle yhtiön tavoitteleman (vähintään 50 %) tason. Tämä tarkoittaisi noin 2-3 %:n osinkotuottoa lähivuosille. Vakaan ja jatkuvaluonteisen liiketoiminnan, vahvan pääoman tuottokyvyn ja hyvän kassakonversion ansiosta F-Securen osinko on myös tukevalla pohjalla.

F-Securen arvostus on tämän vuoden ennusteillamme matala, joten tuloskasvun jatkuessa näkisimme kertoimissa nousuvaraa. Mielestämme yleisesti F-Securen hyväksyttävää arvostusta painaa se, että yhtiön näytöt tuloskasvusta ovat vielä heikot Lookout Life -yritysosion ja Tier1- kumppaneita palvelevan strategian osalta. Juuri kun suuri Verizon-sopimus toi lähivuosien kasvunäkymän ylle huomattavaa konkretiaa, tuli AT&T:n menetyksuutinen vesittämään ensi vuoden kiihtyvää kasvua. Julkistettujen merkittävien kulusäästöjen ja muiden Tier 1 –kumppanien tuoman kasvun avulla yhtiöllä pitäisi kuitenkin edelleen olla hyvät edellytykset pysytellä kiinni tuloskasvussa keskipitkällä aikavälillä. Tämän toteutuessa, näkisimme F-Securen arvostustason asettuvan ainakin lähemmäs arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (EV/EBIT 10x-12x) keskikohtaa.

Näillä oletuksilla F-Securen osake tarjoaa lähivuosille noin 10-15 %:n vuotuista kokonaistuotto-odotusta, mikä tekee riski-tuottosuhteesta houkuttelevan. Tuloskasvun piristymisen vuodesta 2027 alkaen on tuotto-odotuksen kannalta olennaisessa roolissa, sillä tämä loisi uskoa yhtiön kasvustrategiaa kohtaan ja voisi tukea hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Ilman sitä osake tulee todennäköisesti jatkossakin isossa kuvassa polkemaan paikoillaan.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e



Arvonmääritys 3/3

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo F-Securelle on 347 MEUR, eli noin 2,0 euroa osakkeelta. Kasvun osalta mallin ikuisuusoletuksemme on asetettu maltilliselle 1,5 %:n tasolle. Liikevoiton odotamme olevan ikuisuusoletuksessa 24,5 % (oik. EBITA 35 %), mikä jää selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden. Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristymisen tai jokin uusi teknologinen innovaatio kuluttajien tietoturvassa voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen. Olettamalla terminaalikannattavuuden laskevan 18 %:iin, olisi DFC-mallin mukainen arvo silti noin 1,6 euroa osakkeelta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 9,1 %:iin ja oman pääoman kustannus 9,6 %:iin. Tämä on mielestämme hyvin perusteltu taso huomioiden F-Securen vakaan ohjelmistoliiketoiminnan suhteellisen maltillinen riskiprofiili, jota Lookout Life -yritysosto ja kiihdytetyt kasvuinvestoinnit ovat kuitenkin jossain määrin nostaneet.

Suhteellinen arvostus näyttää neutraalilta absoluuttisesti matalalle hinnoiteltuun sektoriverrokkiin nähden

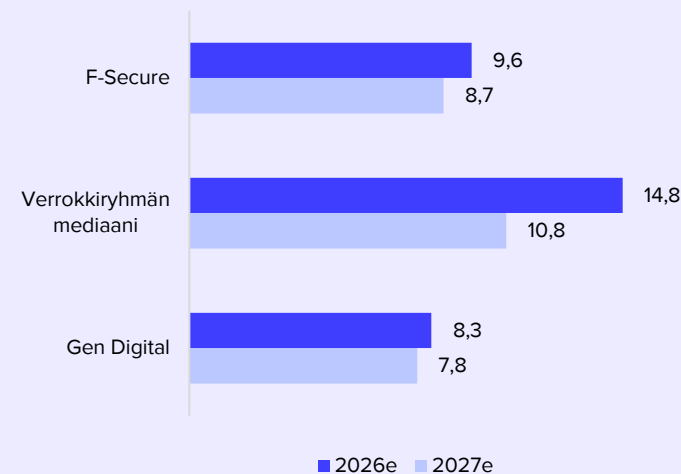
Olemme koostaneet F-Securen verrokkiryhmän pääosin pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä. Verrokkiryhmästä löytyy kuluttajatietoturverrokki Gen Digital sekä sulautetun tietoturvan puolen verrokki Allot. Gen Digital on kokoluokaltaan (lv. 5 mrd.\$ ja EBITDA 47,5 % lv:sta) huomattavasti F-Securea suurempi. Viime vuosina tulostukäännettä tehnyt Allot (2025: lv. 102 MUSD, EBITDA 7,5 %) on puolestaan F-Securea pienempi. Liiketoiminnan profiililtaan Gen Digital on näistä mielestämme parempi verrokki F-Securelle, joskin yhtiön viimeisin MoneyLion-yritysosto laajensi tuoteportfoliota kuluttajarahoituksen

suuntaan. Aivan viime aikoina markkinoilla on myös pyörinyt huhuja, että yhtiö olisi tekemässä merkittävän kokoista (n. 12 mrd.\$) GoDaddy-yritysostoa, mihin osake on reagoinut negatiivisesti. GoDaddy on yhdysvaltalainen verkkotunnusten ja verkkopalveluiden myyjä, joten tällä yrityskaupalla Gen Digitalin liiketoiminta laajenis jälleen askeleen pois kuluttajatietoturvasta.

Gen Digitalia hinnoitellaan tällä hetkellä vuosille 2026-2027 noin 8x tuntumassa olevilla EV/EBIT-kertoimilla ja vastaavat P/E-kertoimet ovat puolestaan 9x-8x. F-Securen kertoimet ovat tällä hetkellä pienellä preemiolla tähän selvästi kooltaan suurempaan sektoriverrokkiin nähden. Keskipitkän aikavälin tuloskasvupotentiaalin valossa näemme, että F-Securen kertoimet voisivat perustellusti olla jopa jonkin verran Gen Digitalin absoluuttisesti erittäin matalia kertoimia korkeammalla. Suora vertailu näiden kahden yhtiön välillä ei ole myöskään täysin yksiselitteistä liiketoimintojen hyvin erilaisen kokoluokan ja liiketoiminnan rakenteen vuoksi. Sektoriverrokin matalat kertoimet voivat kuitenkin osaltaan rajata myös F-Securen arvostusta lyhyellä aikavälillä.

Liikevaihtokertoimella F-Securea (2026e 2,4x) hinnoitellaan yli 40 %:n alennuksella Gen Digitaliin (4,2x) nähden. Merkittävä osa tästä selittyy nähdäksemme Gen Digitalin isomman skaalan kautta saavutetulla paremmalla kannattavuudella, mutta arvostusero on silti erittäin leveä. Koko ohjelmistoyhtiöiden verrokkiryhmään nähden F-Securen liikevaihtokerroin on 23 %:n alennuksella vuodelle 2026. Mielestämme tämä ei ole täysin perusteltua huomioiden F-Securen keskimääräistä yhtiötä parempi kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä.

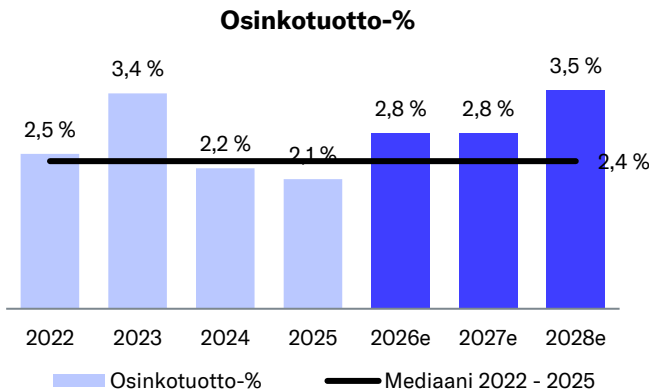
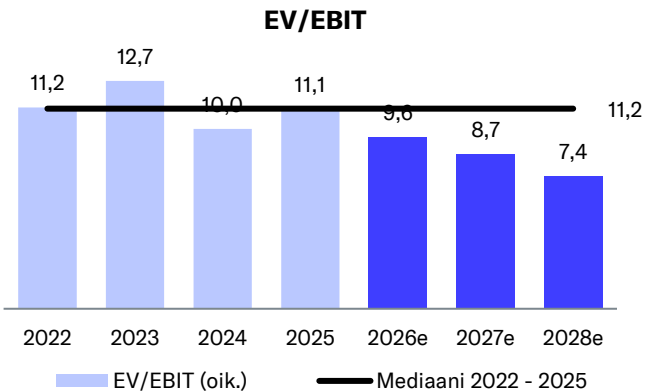
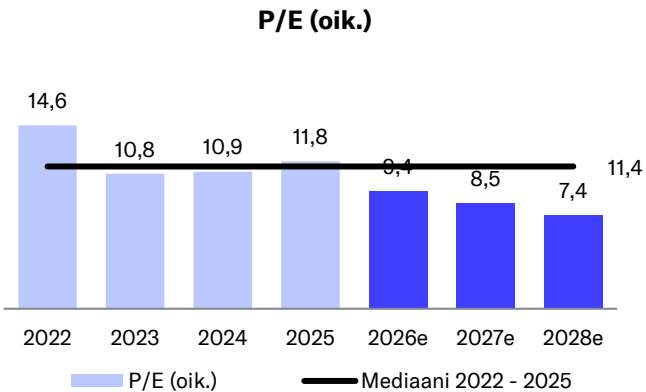
F-Securen ja verrokkien EV/EBIT-kertoimet



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi		2,83	2,04	1,78	1,93	1,43	1,43	1,43	1,43
Osakemäärä, milj. kpl		174,5	174,7	174,7	174,7	174,7	174,7	174,7	174,7
Markkina-arvo		494	355	312	337	250	250	250	250
Yritysarvo (EV)		478	537	479	483	386	364	339	312
P/E (oik.)		14,6	10,8	10,9	11,8	9,4	8,5	7,4	6,8
P/E		16,4	15,9	14,8	15,1	17,4	10,8	9,2	8,2
P/B		19,9	10,7	6,6	6,0	3,9	3,1	2,5	2,1
P/S		4,4	2,7	2,1	2,3	1,6	1,6	1,6	1,5
EV/Liikevaihto		4,3	4,1	3,3	3,3	2,5	2,4	2,2	1,9
EV/EBITDA		11,7	14,2	9,2	9,3	9,0	7,0	6,1	5,3
EV/EBIT (oik.)		11,2	12,7	10,0	11,1	9,6	8,7	7,4	6,4
Osinko/tulos (%)		40,5 %	54,7 %	33,2 %	31,2 %	48,6 %	30,1 %	32,1 %	34,6 %
Osinkotuotto-%		2,5 %	3,4 %	2,2 %	2,1 %	2,8 %	2,8 %	3,5 %	4,2 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e
Gen Digital	11899	18672	8,3	7,8	8,2	7,6	4,2	3,9	8,7	7,6	2,3	2,3
Allot	370	278	23,3	17,8	21,7	18,4	2,7	2,4	24,5	21,0		
Admicom	135	123	10,3	8,4	10,9	7,9	3,2	2,8	13,8	11,9	1,2	1,6
Lemonsoft	94	99	12,6	10,8	11,2	10,2	3,3	3,0	15,7	13,5	2,6	2,6
Smartcraft	215	204	31,5	21,5	11,2	14,1	4,0	3,6	20,2	17,1		
Easor	21	39	125,1	25,6	3,4	3,2	1,8	1,6		31,8		
LeadDesk	13	22	11,1	8,1	3,3	2,8	0,6	0,6	8,5	9,5		
Qt Group	879	946	18,0	10,8	16,1	9,8	4,0	3,4	22,6	13,8		
QPR Software	11	10	131,6		13,1	31,3	1,8	2,0	140,5			
SSH	112	110				67,9	4,8	4,0				
Enento Group	347	486	10,4	9,8	9,2	8,2	3,1	2,9	13,0	10,7	6,8	6,8
Vitec Software	957	1242	16,9	14,9	9,3	8,5	3,7	3,5	21,3	17,9	1,4	1,6
Enea	116	137	12,5	9,2	5,7	4,9	1,7	1,6	10,9	8,0		
F-Secure (Inderes)	250	386	9,6	8,7	9,0	7,0	2,5	2,4	9,4	8,5	2,8	2,8
Keskiarvo			34,3	13,2	10,3	15,0	3,0	2,7	27,3	14,8	2,9	3,0
Mediaani			14,8	10,8	10,1	8,5	3,2	2,9	15,7	13,5	2,3	2,3
Erotus-% vrt. mediaani			-35 %	-20 %	-11 %	-17 %	-23 %	-18 %	-40 %	-37 %	22 %	23 %

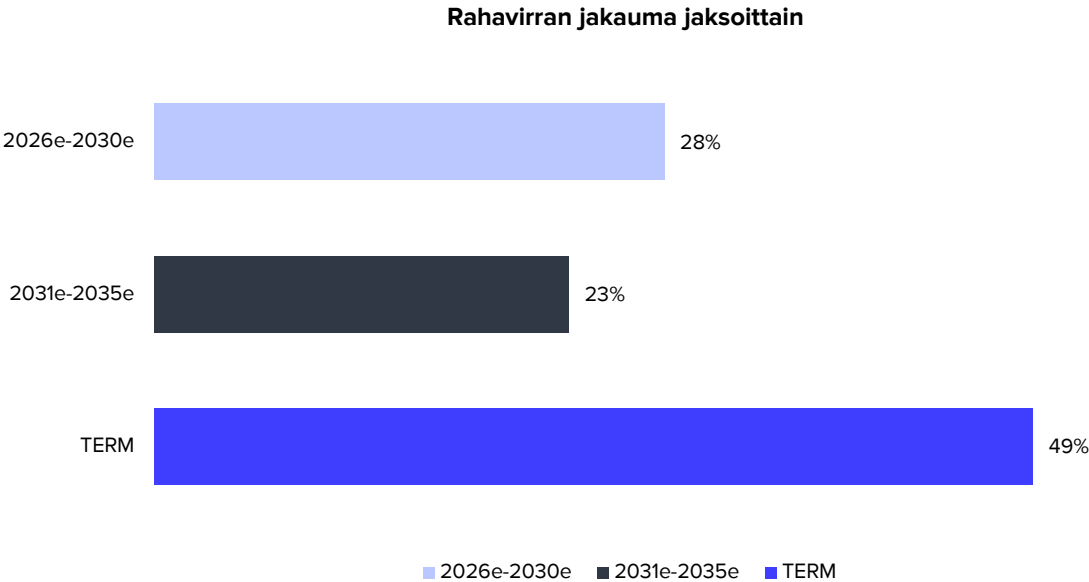
Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-0,4 %	7,7 %	-1,6 %	2,1 %	3,1 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	24,4 %	15,8 %	22,1 %	23,9 %	25,1 %	25,9 %	25,5 %	25,2 %	24,9 %	24,6 %	24,5 %	24,5 %
Liikevoitto	35,5	24,8	34,2	37,7	40,8	43,3	43,8	44,5	44,8	45,2	45,7	
+ Kokonaispoistot	16,4	18,2	17,6	18,2	18,3	19,0	19,5	19,7	19,9	20,1	15,9	
- Maksetut verot	-3,0	-4,1	-5,4	-6,0	-6,7	-7,3	-7,6	-7,9	-8,1	-8,1	-8,2	
- verot rahoituskuluista	-1,5	-1,4	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	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	7,5	-2,6	0,8	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	54,9	35,0	46,1	49,0	51,4	54,2	55,1	55,9	56,6	57,1	53,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,3	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Bruttoinvestoinnit	-12,0	-13,3	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	41,6	21,2	33,2	36,1	38,6	41,3	42,2	43,0	43,7	44,2	40,5	
+/- Muut	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	41,6	24,7	33,2	36,1	38,6	41,3	42,2	43,0	43,7	44,2	40,5	543
Diskontattu vapaa kassavirta		24,2	29,8	29,8	29,1	28,6	26,8	25,0	23,3	21,6	18,2	244
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		500	476	446	416	387	359	332	307	283	262	244
Velaton arvo DCF		500										
- Korolliset velat		-156										
+ Rahavarat		10,8										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,0										
Oman pääoman arvo DCF		347										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,99										

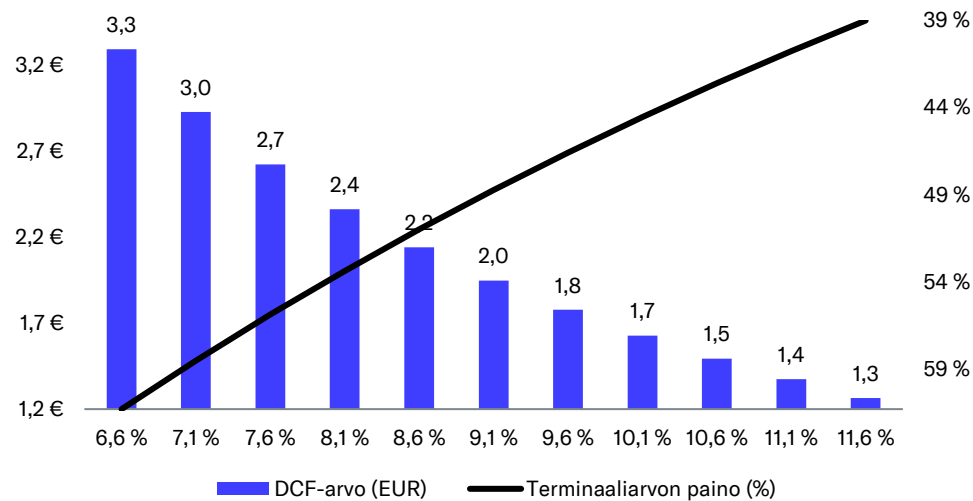
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,90 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

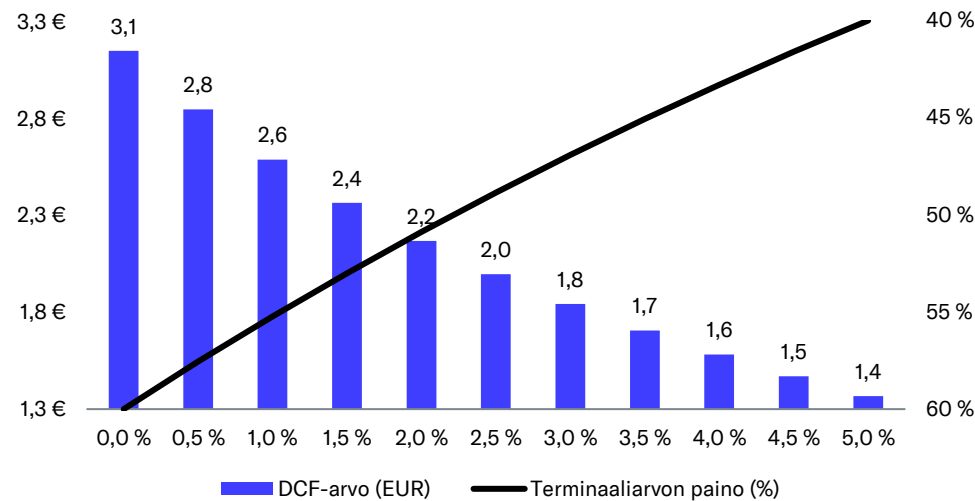


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

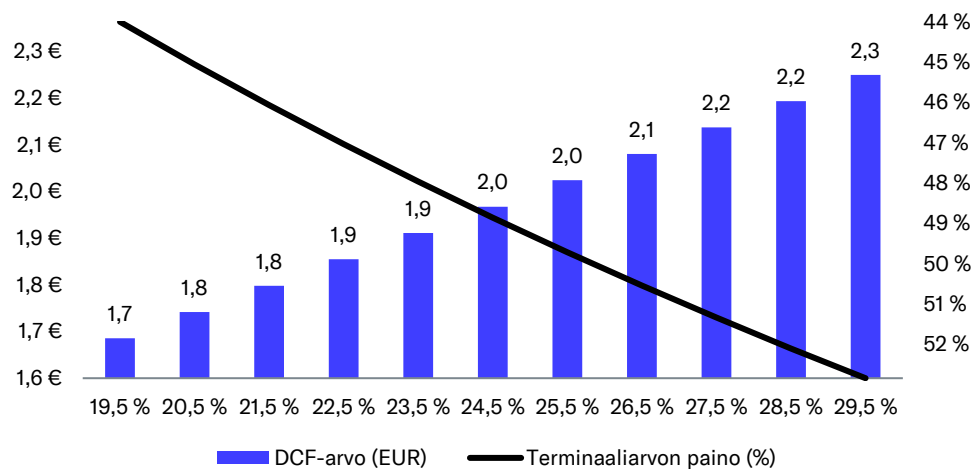
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



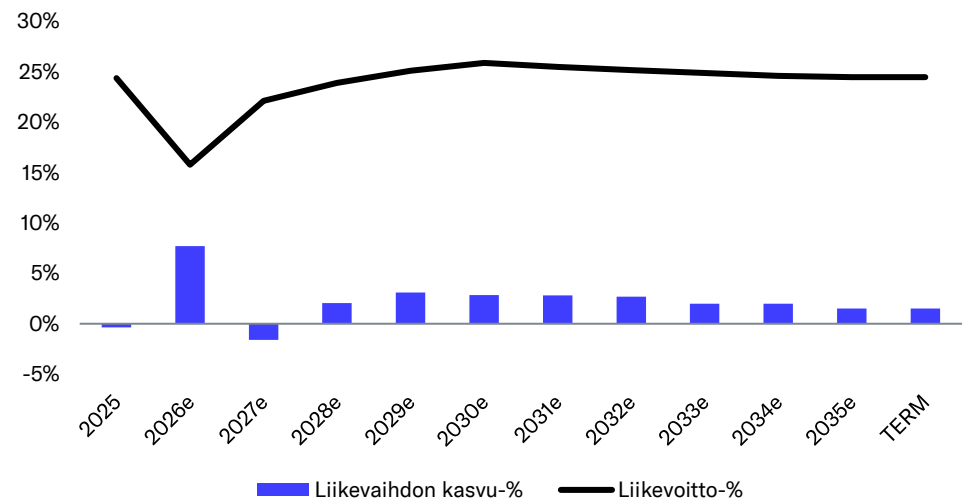
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	146,3	145,7	157,0	154,5
Käyttökate	52,0	52,0	43,0	51,7
Liikevoitto	38,4	35,5	24,8	34,2
Voitto ennen veroja	27,0	27,5	18,4	28,7
Nettovoitto	21,1	22,4	14,4	23,2
Kertaluontoiset erät	-9,3	-7,8	-15,4	-7,9

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	270,6	261,1	263,1	259,2
Oma pääoma	47,0	56,0	63,4	79,6
Liikearvo	89,8	87,0	87,0	87,0
Nettovelat	167,4	145,6	136,4	114,7

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	52,0	52,0	43,0	51,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,4	7,5	-2,6	0,8
Operatiivinen kassavirta	41,5	54,9	35,0	46,1
Investoinnit	-12,1	-12,0	-13,3	-13,0
Vapaa kassavirta	29,7	41,6	24,7	33,2

Arvostuskertoimet	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	3,3	3,3	2,5	2,4
EV/EBITDA	9,2	9,3	9,0	7,0
EV/EBIT (oik.)	10,0	11,1	9,6	8,7
P/E (oik.)	10,9	11,8	9,4	8,5
P/B	6,6	6,0	3,9	3,1
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,1 %	2,8 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,12	0,13	0,08	0,13
EPS (oikaistu)	0,16	0,16	0,15	0,17
Operat. Kassavirta / osake	0,24	0,31	0,20	0,26
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,17	0,24	0,14	0,19
Omapääoma / osake	0,27	0,32	0,36	0,46
Osinko / osake	0,04	0,04	0,04	0,04

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	12 %	0 %	8 %	-2 %
Käyttökatteen kasvu-%	38 %	0 %	-17 %	20 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	13 %	-9 %	-7 %	5 %
EPS oik. kasvu-%	-14 %	1 %	-7 %	11 %
Käyttökate-%	35,6 %	35,7 %	27,4 %	33,5 %
Oik. Liikevoitto-%	32,6 %	29,8 %	25,6 %	27,2 %
Liikevoitto-%	26,3 %	24,4 %	15,8 %	22,1 %
ROE-%	52,6 %	43,4 %	24,1 %	32,5 %
ROI-%	17,0 %	16,3 %	11,6 %	16,1 %
Omavaraisuusaste	17,4 %	21,5 %	24,1 %	30,7 %
Nettovelkaantumisaste	356,0 %	260,0 %	215,1 %	144,0 %
Nettovelka/käyttökate	3,2	2,8	3,2	2,2
EBITDA/nettorahoituskulut	4,6	6,5	6,8	9,4

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 tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.7.2022	Lisää	3,10 €	2,70 €
21.7.2022	Osta	3,10 €	2,39 €
1.11.2022	Lisää	3,10 €	2,86 €
20.2.2023	Lisää	3,30 €	3,13 €
27.4.2023	Vähennä	3,30 €	3,10 €
1.6.2023	Lisää	3,20 €	2,68 €
2.6.2023	Lisää	3,20 €	2,74 €
21.7.2023	Osta	2,80 €	2,11 €
10.9.2023	Vähennä	2,10 €	2,20 €
20.9.2023	Osta	2,10 €	1,73 €
16.10.2023	Osta	2,10 €	1,72 €
26.10.2023	Osta	2,10 €	1,69 €
19.2.2024	Lisää	2,20 €	1,96 €
26.3.2024	Osta	2,20 €	1,76 €
29.4.2024	Lisää	2,30 €	2,08 €
19.7.2024	Lisää	2,30 €	1,97 €
25.10.2024	Lisää	2,30 €	2,01 €
7.2.2025	Osta	2,30 €	1,77 €
26.3.2025	Osta	2,30 €	1,72 €
30.4.2025	Lisää	2,30 €	2,02 €
10.7.2025	Lisää	2,00 €	1,75 €
21.7.2025	Lisää	2,00 €	1,65 €
29.10.2025	Lisää	2,00 €	1,68 €
6.2.2026	Lisää	1,90 €	1,70 €
11.3.2026	Lisää	2,00 €	1,66 €
30.4.2026	Lisää	2,00 €	1,71 €
20.7.2026	Lisää	2,00 €	1,87 €
7.10.2026	Lisää	1,70 €	1,43 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**