



25.11.2025 08.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Kasvunäkymä kirkkaimmillaan vuosiin

Aloitamme SSH:n seurannan 2,0 euron tavoitehinnalla ja Myy-suosituksella. SSH:n pitkään odotetun kasvutarinan realisoituminen näyttää nyt aiempaa todennäköisemmältä Leonardo-yhteistyön ja puolustussektorin vahvan vedon myötä. Yhtiön kasvunäkymä näyttääkin nyt parhaalta vuosikausiin. SSH:n osake on kolminkertaistunut tänä vuonna positiivisen uutisvirran myötä ja nykyarvostuksella (2025e EV/S 8x) odotukset skaalautuvan kasvun osalta ovat jo erittäin vaativalla tasolla. Huolimatta parantuneista kasvunäkymistä, mielestämme osakkeen arvostus on karannut sen fundamenteista.

Pieni, mutta globaalisti toimiva kyberturvayhtiö

SSH on 30-vuotias avaintenhallinta-, pääsynhallinta- ja salausratkaisuihin keskittynyt kyberturvaohjelmistoyhtiö. SSH:n tarjooma on suunnattu usein turvallisuuskriittisille organisaatioille ja tuotteiden käyttäjinä toimivat harvat korkean profiilin käyttäjät. Yhtiön historia on hyvin teknologiavetoinen, ja suurempi kaupallinen läpimurto on jäänyt toteutumatta. Tuotteista SSH:n tärkeimmät kasvuaihiot ovat pääsynhallintaratkaisu PrivX, verkkojen salaintuote NQX sekä tietoturallinen viestintäratkaisu SalaX, joskin vanhat tuotteet (Tectia ja UKM) muodostavat vielä merkittävän osan liiketoiminnasta. Uudistuneen tuoteportfolion myötä yhtiö on pysynyt viime vuosina tasaisessa kasvussa ja onnistunut kasvattamaan erityisesti jatkuvan liikevaihdon osuutta liiketoiminnassaan. Historiassa yhtiö on myynyt tuotteitaan varsin pistemäisesti asiakkailleen, mutta yhtiö pyrkii kasvattamaan asiakaskohtaista laskutustaan SSH Zero Trust Suite -kokonaisuuden myynnillä. Yhtiö myy tuotteitaan globaalisti omien myyjiensä sekä myyntikumppaniensa kautta. Asiakaskunta vaihtelee pienistä yhtiöistä monikansallisiin suuryrityksiin sekä julkishallinnon toimijoihin.

Leonardo-yhteistyö tuonut kasvutarinaan piristysruiskeen

SSH:n kasvu- ja sijoitustarina sai merkittävästi tuulta purjeisiin

tänä vuonna, kun yhtiö tiedotti strategisesta kumppanuudesta italialaisen puolustusalan jätin Leonardon kanssa. Leonardosta tuli 20 MEUR:n sijoituksen myötä myös yhtiön suurin osakkeenomistaja. Teknisesti Leonardo on SSH:n tuotteiden jälleenmyyjä ja yhtiö ottaa SSH:n tuotteet osaksi tuoteportfoliotaan yrittäessään rakentaa Euroopan johtavaa Zero Trust -tarjoomaa. Leonardon kokoinen kumppani on SSH:lle merkittävä virstanpylväs ja toimii mielestämme myös laatuleimana yhtiön tuotteille. Kumppanuus onkin mielestämme tällä hetkellä SSH:n sijoitustarinan kannalta suurin mahdollisuus (ml. referenssiarvo). Leonardo-kumppanuuden ohella, SSH pyrkii päivitetystä strategiassaan edelleen laajentamaan myös muuta kumppaniverkostoaan tulevana vuosina. Puolustussektorin lisäksi muita toimialoja, joista SSH hakee kasvua, ovat muun muassa teollisuus ja kriittinen infrastruktuuri. Maantieteellisesti Leonardo tukee erityisesti kasvua Euroopassa, mutta yhtiö on myös lisännyt viime aikoina kasvupanostuksia Yhdysvalloissa.

Tarjous, josta kieltäydymme nykyarvostuksella

SSH:n osake on käytännössä kolminkertaistunut vuoden alusta Leonardo-yhteistyön ja sijoituksen tiedottamisen jälkeen. Nousseen osakekurssin myötä odotukset tulevaisuuden skaalautuvasta kasvusta ovat mielestämme nousseet jo erittäin vaativiksi. Ennusteillamme osakkeen vuosien 2025-2026 EV/S-kertoimet ovat 8x-7x, mitkä ovat korkeita sekä absoluuttisesti että suhteellisesti jopa vahvan sentimentin kyberturvayhtiöiden kontekstissa. Myös vahvaa pitkän aikavälin kannattavaa kasvua odottavan DCF-mallimme mukainen arvo (2,0 EUR/osake) on selvästi nykyisen osakekurssin alapuolella. Jotta nykyarvostuksella sijoittaja saisi vielä vahvoja tuottoja pidemmällä aikavälillä, pitäisi yhtiön mielestämme moninkertaistaa kokoluokkansa lähivuosina ja kannattavuuden skaalautua samalla merkittävästi. Mielestämme Leonardo-yhteistyön tuoma innostus on mennyt osakkeessa liian pitkälle ja nykyarvostuksella tuotto-riskisuhde näyttää mielestämme huonolta.

Suositus

Myy

(aik. -)

Tavoitehinta:

2,00 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

3,25 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	22,2	23,0	25,4	29,5
kasvu-%	9 %	4 %	10 %	16 %
EBIT oik.	-0,3	-1,1	-0,7	0,7
EBIT-% oik.	-1,3 %	-4,7 %	-2,6 %	2,3 %
Nettotulos	-1,1	-1,9	-1,2	0,2
EPS (oik.)	-0,10	-0,12	-0,06	0,00

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100
P/B	neg.	44,4	>100	>100
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100
EV/EBITDA	17,5	68,1	72,1	46,0
EV/Liikevaihto	2,7	7,8	7,1	6,0

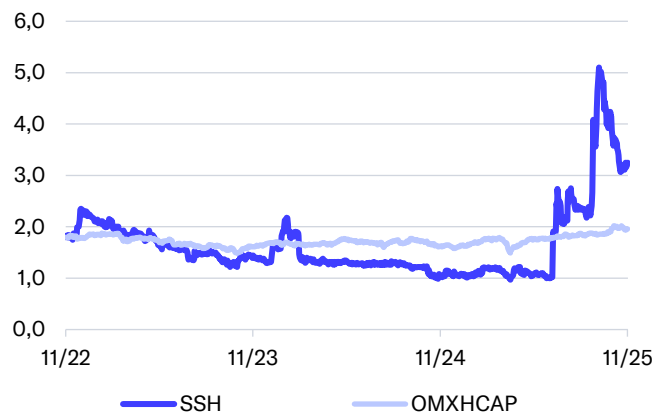
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

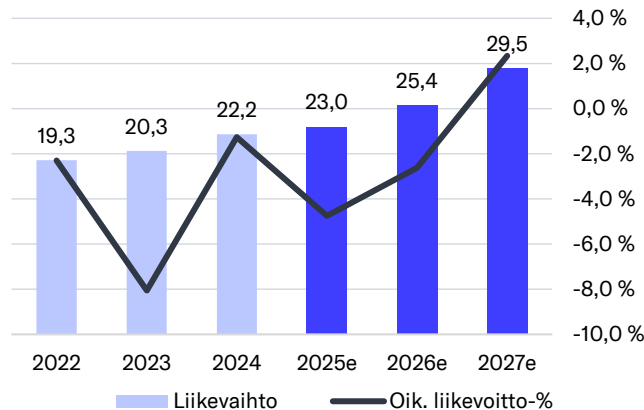
SSH odottaa vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan. Käyttökatteen ja liiketoiminnan rahavirran yhtiö odottaa olevan positiivisia.

Osakekurssi



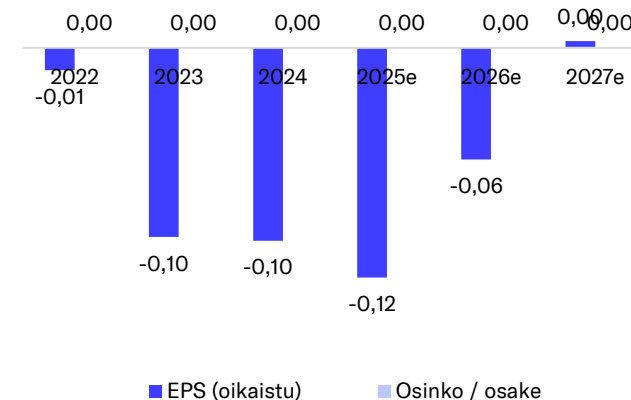
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Leonardo-yhteistyön myötä kasvupotentiaali parantunut merkittävästi
- Jatkuvan liikevaihdon kasvun myötä skaalautuva kulurakenne
- Markkinan kasvunäkymät ovat vahvat ja näkymä puolustussektorilla sekä teollisuudessa on hyvä
- Taseasema parantunut merkittävästi Leonardon osakeannin myötä

Riskitekijät

- Kireä kilpailu ja kilpailijoiden huomattavasti suuremmat resurssit
- Toimialalla väliinputoajaksi jääminen
- Vanhojen tuotteiden liikevaihdon lasku
- Kumppanistrategiassa epäonnistuminen (erityisesti Leonardo)

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,25	3,25	3,25
Osakemäärä, milj. kpl	54,3	54,3	54,3
Markkina-arvo	176	176	176
Yritysarvo (EV)	179	180	177
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100
P/E	neg.	neg.	>100
P/Kassavirta	8,5	>100	56,6
P/B	44,4	>100	>100
P/S	7,7	6,9	6,0
EV/Liikevaihto	7,8	7,1	6,0
EV/EBITDA	68,1	72,1	46,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-14
Toimiala ja kilpailu	15-20
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	21-23
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	24-26
Ennusteet	27-31
Arvonmääritys	32-35
Taulukot	36-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

SSH

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

1995

Perustamisvuosi

2000

Listautumisvuosi

22,2 MEUR (+9 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

-0,3 MEUR (-1 % lv:sta)

Liikevoitto 2024

131

Henkilöstö Q2'25:n lopussa

89 %

Jatkuvan liikevaihdon osuus vuonna 2024

1995-2010

Tatu Ylönen perusti yhtiön 1995 SSH-protokollan keksimisen jälkeen

Vuonna 2000 listautuminen pörssiin

Teknologiafokusoitunut yhtiö, eikä merkittävää kaupallista läpimurtoa saavutettu

2010-luku

2010-luvun alussa yhtiö pääsi tasaiseen kasvuun kiinni

Virheellisten kasvuinvestointien myötä kannattavuus romahti vuosina 2015-2016, jolloin tasetta paikattiin osakeanneilla ja hybridivelalla

2020-luku

Liikevaihto pysynyt kasvussa vuoden 2020 jälkeen ja jatkuvan liikevaihdon osuus kasvanut

Deltagon yrityskauppa vuonna 2021

Leonardon kanssa merkittävä strateginen kumppanuus vuonna 2025 ja 20 MEUR:n osakeanti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

SSH lyhyesti

SSH Communications Security (SSH) on vuonna 1995 perustettu avaintenhallintaratkaisuihin, pääsynhallintaratkaisuihin ja salainratkaisuihin keskittynyt tietoturvayhtiö. Yhtiön tuotteita käytetään mahdollistamaan turvallinen kommunikaatio ihmisten, järjestelmien ja verkkojen välillä. Tuotteet ovat usein käytössä turvallisuuskriittisissä organisaatioissa ja näissä usein vain korkeamman profiilin käyttäjillä.

Yhtiön asiakaskenttä on laaja, ja se koostuu pienistä yrityksistä aina suuriin Fortune 500 -yrityksiin. Yhtiön perinteisiä asiakastoimialoja ovat muun muassa rahoitus, vähittäiskauppa ja terveydenhuolto, mutta uusina kasvutoimialoina ovat nousseet etenkin puolustus, teollisuus, kriittinen infrastruktuuri ja valtiolliset toimijat. Viime aikoina SSH on pyrkinyt profiloitumaan ”Defensive cybersecurity” –yhtiönä, ja konkretiaa tämän osalta on myös saatu Leonardo-yhteistyön kautta.

SSH profiloituu selvästi kasvuyhtiöksi, ja sen strategian kasvualueina ovat Zero Trust (ZT), operatiivinen teknologia (OT), kvanttiturvallisuus (QS) ja tekoäly (AI).

SSH:n historia

SSH perustettiin vuonna 1995 Tatu Ylösen toimesta. Ylönen kehitti SSH-protokollan, joka mahdollistaa suojattujen etäyhteyksien luomisen tietokoneiden välille. Protokolla on ilmainen ja perustuu avoimeen lähdekoodiin, ja vielä tänä päivänä yli 95 % internetpalvelimista käyttää protokollaa. SSH yrityksenä on myös rakentunut kyseisen protokollan ympärille. Yhtiö solmi sen alkuvaiheissa heti suuria sopimuksia mm. suurten yritysten ja yliopistojen kanssa. Sopimushaasteiden myötä yrityksen alkuvaihe oli kivikkoinen. Yhtiön alkuvaiheessa sen ensimmäinen ja

tärkein kaupallinen ohjelmisto oli Tectia, joka mahdollisti turvallisen tiedostojen siirron ja etäyhteyden.

SSH listautui vuonna 2000 Helsingin pörssiin. Yhtiön pörssihistoria on ollut vaihteleva, ja siihen on ajoittunut kasvujaksoja sekä myös taloudellisesti selvästi heikompia jaksoja, minkä myötä kokonaiskehitys on jäänyt heikoksi. Vuodet 2015-2017 olivat yhtiölle erityisen vaikeita, kun lisätyt kasvupanostukset eivät tuottaneet tulosta ja heikentyneen taseaseman vuoksi yhtiö joutui turvautumaan hybridirahoitukseen sekä osakeanteihin. Koronapandemian jälkeen yhtiö on pysynyt tasaisessa kasvussa, mutta tulos on jäänyt vielä tappiolliseksi. Vuonna 2025 yhtiö solmi merkittävän yhteistyösopimuksen italialaisen puolustusalan yhtiön Leonardon kanssa. Järjestelyn yhteydessä Leonardolle tehtiin myös 20 MEUR:n suunnattu anti, minkä myötä Leonardosta tuli SSH:n suurin osakkeenomistaja.

Vuonna 2024 SSH:n liikevaihto oli 22,2 MEUR ja liikevoittoa yhtiö teki -0,3 MEUR (-1 % lv:sta). SSH:n pääkonttori sijaitsee Helsingissä, minkä lisäksi yhtiöllä on toimistot New Yorkissa ja Singaporessa. SSH uudelleenjärjesteli organisaatiotaan vuonna 2024, ja nykyisin yhtiö jakautuu kolmeen liiketoimintayksikköön sen kolmen päätuotteensa ympärille sekä kolmeen maantieteelliseen alueeseen.

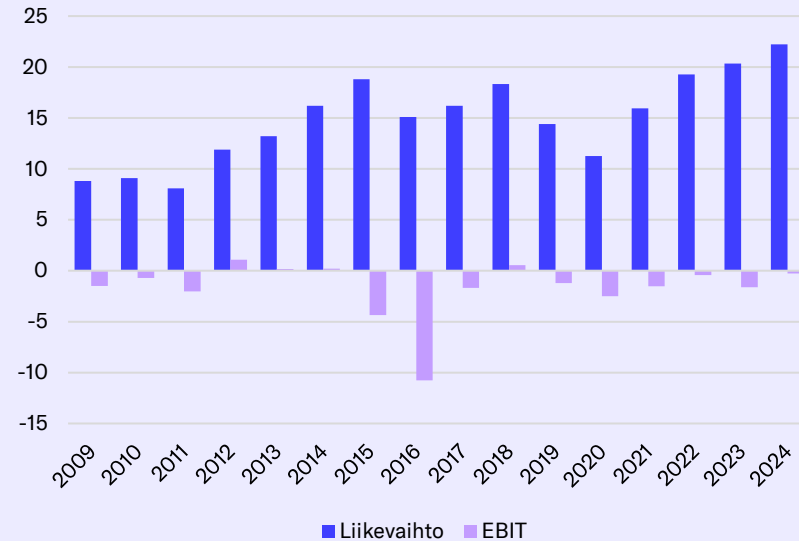
Liiketoimintamalli

SSH raportoi liikevaihtoaan neljässä erässä: tilausmyynti, lisenssimyynti, ylläpitomyynti ja palvelut.

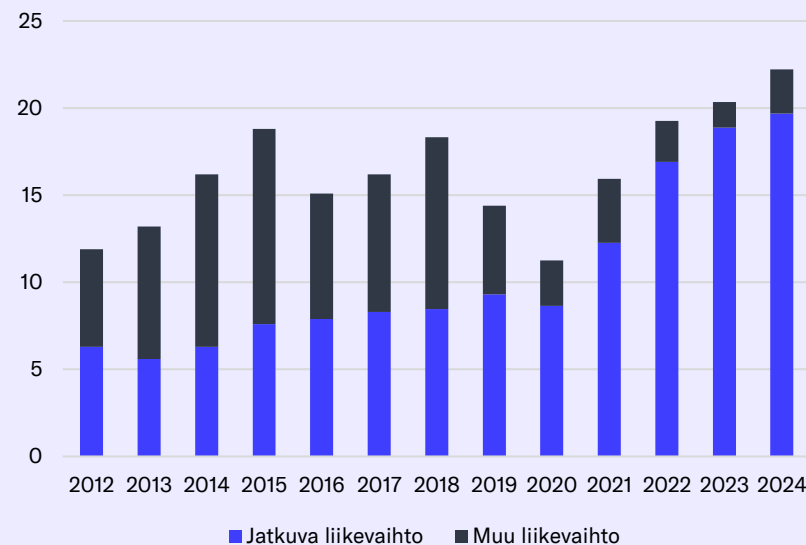
Tilausmyynti

SSH liiketoiminta on siirtynyt erityisesti 2020-luvulla voimakkaasti kohti tilausmallia (ARR/SaaS), jossa asiakas ottaa ohjelmiston käyttöön toistaiseksi voimassa olevalla sopimuksella.

Liikevaihto ja liikevoitto



Liikevaihdon jakauman kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Tässä mallissa liikevaihtoa ja kassavirtaa tuloutuu selvästi lisenssimallia tasaisemmin, mikä tuo liikevaihtokehitykseen vakautta ja ennustettavuutta. Lähtökohtaisesti sama määrä tilausmallilla saatua liikevaihtoa onkin selvästi vastaavaa lisenssiliikevaihtoa arvokkaampaa. Vuonna 2020 yhtiön tilausliikevaihto oli 0,8 MEUR, mutta vuonna 2024 tilausmyynti oli kasvanut jo 11,9 MEUR:oon. Tälle merkittävän kasvuloikan toi Deltagon-yritysosto (liikevaihto vuonna 2020 4,7 MEUR), jonka liikevaihdosta suurin osa oli tilauspohjaista, mutta erä on kasvanut erittäin hyvin myös orgaanisesti. Nykyään SSH:n tekemä uusi kauppa on lähtökohtaisesti aina tilausmyyntiä.

Lisenssimyynti

Historiassa yhtiö on myynyt ohjelmistotuotteitaan kertaluonteisilla lisensseillä kertaluonteista korvausta vastaan. Nykyään yhtiö myy lisenssejä käytännössä vain vanhemmille tuotteilleen (Tectia ja PrivX Key Manager, aik. UKM) ja tietyille asiakkaille (erityisesti Aasiassa). Tämän jälkeen yhtiö usein tarjoaa asiakkaalleen ylläpito- ja tukipalveluita, jotka vastaavat noin 20-30 % lisenssin arvosta vuositasona. Lisenssiliikevaihto on heilahdellut historiassa erittäin voimakkaasti, mikä on luonnollista kauppojen ajoitusten määrätessä liikevaihdon kehityksen. Loppuvuosi (Q4) on tyypillisesti myynnillisesti aktiivisinta aikaa ja on siten ollut yhtiölle usein myös taloudellisesti vahvin neljännes. SSH:n siirtyessä asteittain entistä enemmän tilauspohjaiseen myyntiin lisenssien osuus liikevaihdosta on laskenut viime vuosina selvästi. Vuonna 2024 lisenssiliikevaihto oli 1,8 MEUR vastaten 8 % yhtiön liikevaihdosta.

Ylläpitoliikevaihto

SSH:n ylläpitoliikevaihto oli vuonna 2024 7,8 MEUR

vastaten 35 % yhtiön liikevaihdosta. Siten kyseessä on yhtiölle merkittävä liikevaihtoerä. Ylläpitoliikevaihto on tasaista ja toistuvana laskettavaa liikevaihtoa, mikä tuo yhtiön liiketoimintaan vakautta. Historiassa ennen vuotta 2022 ylläpitoliikevaihto oli yhtiölle merkittävin liikevaihtoerä. Ylläpitoliikevaihto on kuitenkin lisenssimyynnistä riippuvainen liikevaihtoerä, joten viime vuosina laskenut lisenssimyynti on asteittain myös aiheuttanut painetta ylläpitoliikevaihtoon (2019: 8,6 MEUR).

Palvelumyynti

SSH:n selvästi pienin liikevaihtoerä on palvelumyynti. Palveluiden liikevaihto oli vuonna 2024 0,7 MEUR. Palvelut sisältävät pääasiassa teknistä asiakkuudenhallintaa sekä tuotteiden käyttöönottoihin liittyviä projekteja ja ovat siten tiiviisti osa ohjelmistoliiketoimintaa. Palveluliiketoiminnan kasvattaminen ei varsinaisesti ole yhtiön strateginen tavoite, emmekä odota konsultointiliiketoiminnan olevan jatkossa yhtiölle merkittävä kasvuajuri. Aiemmin historiassa yhtiön palveluliikevaihto on ollut jopa 3-6 MEUR (2013-2015), jolloin liikevaihtoa tukivat erityisesti UKM-tuotteen käyttöönottoprojektit. Nykyään käyttöönotot tapahtuvat pääosin IT-integraattorin kautta.

Asiakaskunta ja jakelukanavat

SSH:lla on yhteensä yli 5 000 asiakasta. Joukossa on sekä pieniä yrityksiä, että erittäin suuria Fortune 500 -yhtiöitä. SSH myy tuotteitaan asiakkaille sekä suoramyyntin että kumppanien kautta ("downstream partners"). SSH:n pieni koko ja historiassa taseen rajallinen liikkumatila huomioiden yhtiön kyky panostaa sen myyntikyvykkyysiin on ollut rajallinen. Tämän vuoksi hyvien kumppanien rooli myynnin osalta on ollut kriittinen ja on sitä jatkossakin skaalautuvan kasvun saavuttamiseksi.

Valikoituja asiakasreferenssejä



Valikoituja kumppaneita



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Kumppanien osuus yhtiön myynnistä on käsityksemme mukaan yli puolet ja osuuden kehitys on ollut nousujohteinen. Tämä tarkoittaa, että viime vuosien myynti on tapahtunut pääasiassa kumppanien kautta. Kumppanien rooli myynnissä vaihtelee kuitenkin maantieteellisesti. Esimerkiksi Aasiassa myynti on täysin kumppanivetoista.

Yhtiö pyrkii myös integroimaan teknologiaansa osaksi suurempien kumppanien tietoturvaratkaisuja ("upstream partners"), kuten yhtiö teki historiassa Sun Microsystemsin kanssa. Myös tuore Leonardo-yhteistyö on esimerkki tästä.

Q2'25:n lopussa SSH:n henkilöstöstä 47 työskenteli myynnissä, markkinoinnissa ja asiakastuessa.

Tuotteet

SSH:n tuotetarjooman ytimessä on SSH Zero Trust Suite, joka on modulaarinen ohjelmistotuoteperhe kattaen kaikki yhtiön tärkeimmät tuotteet: PrivX, NQX & SalaX. Tuotteiden tarkoituksena on turvata turvallinen tietoliikenne ihmisten, järjestelmien ja verkkojen välillä. Ohjelmistoperheeseen kuuluvia tuotteita myydään pääasiassa erillisinä tuotteina, joista PrivX-tuoteperhe on suurin. Historiassa tämä on kuitenkin ollut yksi pullonkaula myynnin osalta, ja siksi yhtiö on vuosien mittaan pyrkinyt asteittain muuntautumaan selvemmin yksittäisten pistemäisten tuotteiden tarjoajasta kokonaisratkaisun tarjoajaksi. Onnistuminen ristiinmyynnissä tukisi selvästi kasvua sekä nostaisi SSH:n strategista arvoa asiakkuuksissa.

Teknologian näkökulmasta SSH:n tuotteet ovat olleet historiassa kilpailukykyisiä ja ajoittain jopa aikaansa edellä, vaikka tietyt vanhat tuotteet ovat jossain määrin saattaneet menettää teknologista kilpailukykyään. Suuremman läpimurron kannalta haasteena on kuitenkin ollut

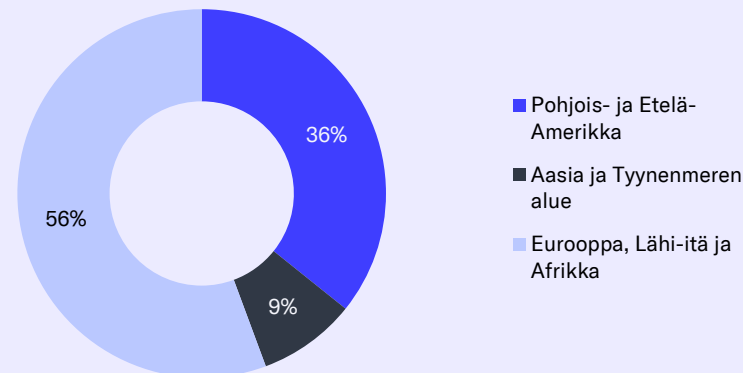
enemmänkin tunnettuus, myynti ja tuotteiden kaupallistaminen. Asiakaskohtainen laskutus on myös jäänyt tavoiteltua matalammaksi, kun asiakkaat ovat usein historiassa ostaneet yksittäisen tuotteen. Tätä yhtiö pyrkii kasvattamaan etenkin ristiinmyynnin kautta.

PrivX

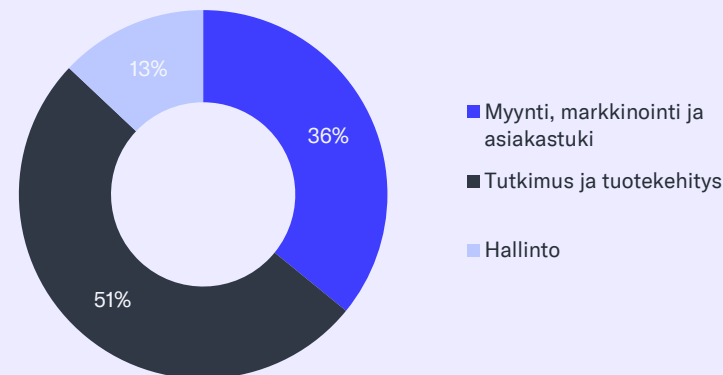
PrivX on pilviympäristöihin tarkoitettu pääsynhallintatuote (PAM, Privileged Access Management). Tuote on alun perin julkaistu vuonna 2017, mutta sitä on luonnollisesti kehitetty tämän jälkeen selvästi. Vuonna 2019 yhtiö teki ensimmäiset suuremmat kaupat tuotteesta ja H1'20:llä tuotteesta julkaistiin SaaS-pohjainen versio. Viime vuosina tuote on ollut selvästi kasvun keihäänkärki sen ollessa SSH:n nopeimmin kasvava tuote ja tällä hetkellä PrivX on yhtiölle strategisesti tärkein tuote. Nykyisin tuotetta myydään pääasiassa tilauspohjaisesti. Nykyään yhtiön vanhat merkittävät tuotteet, Tectia ja UKM (nyk. PrivX Key Manager), ovat integroitu osaksi PrivX-tuoteperhettä. Tuotteita myydään kuitenkin vielä erillisinä tuotteina.

PrivX:n tarkoituksena on hallita oikeiden käyttäjien ja käyttäjäryhmien pääsyä oikeisiin järjestelmiin yksinkertaistaen pääsynhallintaa monimutkaisissa ja hajautetuissa IT-ympäristöissä. Tavoitteena on mahdollistaa asiakkaalle salasanaton ja avaimeton pääsynhallintaratkaisu. PrivX luo salasanattoman käyttöoikeuden, joka on voimassa vain hetken, varmistaen että järjestelmiin pääsee käsiksi juuri oikea ihminen. Asiakkaille PrivX:n tuoma arvolupaus on ennen kaikkea turvallisuus vähentämällä riskiä luvattomille pääsyoikeuksille sekä parantunut tuottavuus ja tehokkuus nopeamman pääsynhallinnan kautta.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2024



Henkilöstön jakauma Q2'25



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

PrivX integroituu myös osaksi Microsoftin Entra ID -identiteettihallintajärjestelmää. Entra ID tarjoaa pääasiassa pääsynhallintaa ”tavallisille” käyttäjille, kun taas siihen integroitavissa oleva SSH:n PrivX tarjoaa pääsynhallintaa etenkin korkeamman profiilin ja riskin käyttäjille. PrivX:n käyttäminen koskeekin organisaatioissa usein vain alle 1 % käyttäjistä.

PrivX on saanut tunnustusta muun muassa tutkimusyhtiö KuppingerColen tuotevertailuissa. Myös Gartnerin PAM-markkinan vertailuissa SSH on kuulunut ”honorable mention”-kategoriaan, mutta pienen koon vuoksi se ei ole päässyt tarkemmin arvioitavaksi.

NQX

NQX on vuonna 2020 lanseerattu verkkojen väliseen tiedonsiirtoon tarkoitettu kvanttiturvallinen salaintuote. Se yhdistää perinteiset salausalgoritmit sekä uudet kvanttiturvalliset algoritmit. Siten tuote on teknologian osalta valmis kvanttietokoneiden aikakauteen. Uusin NQX-versio (3.1) on myös kehitetty linjassa EU:n tuoreen post-quantum cryptography –tiekartan kanssa, joka kannustaa organisaatioita valmistautumaan kvanttietokoneiden ja niiden tuomien uusien turvallisuusuhkien aikakauteen. SSH on parhaillaan hakemassa tuotteelleen Nato- ja EU-hyväksyntöjä, jotka toimisivat tuotteelle tietynlaisena laatuleimana. NQX:n etuna perinteisiin fyysisiin palomuurituotteisiin on se, ettei se ole sidottu tiettyyn laitteeseen, vaan se voidaan asentaa puhtaasti digitaalisessa muodossa. Asiakkaan kannalta kokonaisratkaisussa on kuitenkin mukana myös fyysinen laite. SSH käyttää näihin muiden toimittajien valmistamia fyysisiä laitteita.

NQX on alun perin kehitetty tarpeesta saada suomalaisille turvallisuusviranomaisille suomalainen ratkaisu. Tuote on

kehitetty Kyberleijona-yhtiön (SSH omistaa 65 %:n enemmistön) kautta ja myynti tapahtuu käsityksemme mukaan edelleen pääasiassa tätä kautta.

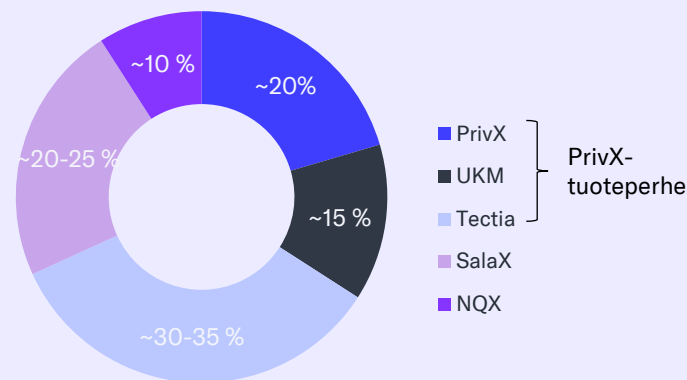
SSH tiedotti vuoden 2020 lopulla merkittävästä raamisopimuksesta (20 MEUR) tuotteelle, mutta tästä tilauksesta syntynyt kauppa on kuitenkin jäänyt yhtiön alkuperäisiä odotuksia pienemmäksi. Nykyään yhtiö pyrkii kasvattamaan tuotteensa myyntiä myös muilla toimialoilla, kuten puolustuksessa, teollisuudessa (OT) ja datakeskuksissa.

SalaX

SalaX on ihmisten väliseen viestintään tarkoitettu tietoturallinen ratkaisu. SalaX pitää sisällään sekä tietoturallisen videopuheluratkaisun, allekirjoitusratkaisun, sähköpostin sekä tuoreimpana myös pikaviestinratkaisun. SalaX on siten joukko erilaisia kanavia luottamuksellisten tiedostojen ja informaation jakoon ihmisten välillä.

SalaX ohjautuu alun perin osana Deltagon-yrityskauppaa tulleeeseen teknologiaan. Alun perin Deltagon kehitti sähköisen viestinnän ja asioinnin tietoturvaratkaisuja useille eri toimialoille finanssialasta julkishallintoon pääosin Suomessa. Deltagonin tuotekehitys oli jäänyt vähäiseksi sen ollessa valtion omistuksessa. Kaupan jälkeen SSH lisäsi panostuksiaan tuotteeseen, mutta vanhan sähköpostiratkaisun aktiivinen kehitys on lopetettu (tuote ylläpitovaiheessa). Yhtiön viime aikoina kehittämä pikaviestinratkaisu kilpailee mm. Slackin kanssa (tietoturallisempi vaihtoehto). Yhtiö on myös hiljattain julkaissut videokokous- ja konferenssilajennuksen Microsoft Outlookiin, jonka pohjalla on SalaX-teknologia. Yhtiö näkee SalaX:ssa merkittävää potentiaalia, mutta suurempaa kaupallista läpimurtoa ei ole vielä tullut ja menestyksen arviointi on vaikeaa.

Arvio liikevaihdon jakaumasta tuotteittain



Esimerkki verkkokytkimestä, jossa SSH:n NQX-teknologia sisällä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

SSH:n ostaessa Deltagonin vuoden 2021 alussa sen vuoden 2020 liikevaihto oli 4,7 MEUR. Yhtiöllä oli takana vahva kasvuhistoria, mutta käsityksemme mukaan kasvu on hidastunut yrityskaupan jälkeen. Liikevoittoa yhtiö teki vuonna 2020 2,5 MEUR, ja liiketoiminnan kannattavuus on käsityksemme mukaan edelleen erittäin vahvalla tasolla. Joka tapauksessa Deltagon eli käytännössä nykyään SalaX-tuoteperhe muodostaa suhteellisen merkittävän osan SSH:n liiketoiminnasta ja on etenkin tuloksellisesti yhtiölle erittäin tärkeä.

Tuotekehitys

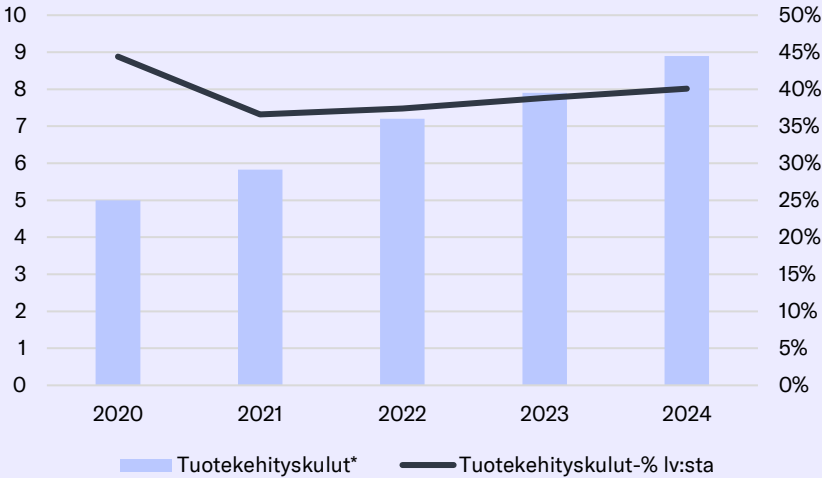
Nopeasti kehittyvillä kyberturvamarkkinoilla teknologisesti kilpailukyvyistä tulee huolehtia aktiivisesti tehtävillä tuotekehityspanostuksilla. Tuotteiden kehittäminen etenkin puolustussektorin tarpeisiin on tällä hetkellä tärkeässä roolissa, ja myös tuoreella kumppanilla Leonardolla on tiettyjä vaatimuksia tuotekehityksen osalta jatkossa. Tuotteista panostukset kohdistuvat Zero Trust Suiten tuotteisiin eli PrivX, NQX ja SalaX. Suurin fokus on kuitenkin käsityksemme mukaan PrivX:ssä, jonka kilpailukykyä yhtiö pyrkii parantamaan kilpailluilla PAM-markkinoilla.

SSH on tuotekehityksessään hyvin asiakaslähtöinen, eli merkittävä osa tuotekehityksestä pohjautuu asiakkaiden tarpeisiin. Q2'25:n lopussa tutkimus- ja tuotekehityksessä työskenteli 67 henkilöä. Pelkät tuloslaskelmaan kirjatut tuotekehityskulut olivat vuonna 2024 40 % SSH:n liikevaihdosta, mikä on merkittävä osuus. Tämän lisäksi yhtiö aktivoi osan tuotekehityskuluista taseeseensa, joskin aktivoitujen tuotekehityskulujen määrä on laskenut selvästi historiallisilta tasoilta.

Omistusrakenne muuttui Leonardon sijoituksen myötä

SSH tiedotti heinäkuussa 2025 ryhtyvänsä strategiseen yhteistyöhön italialaisen ilmailu-, puolustus- ja turvallisuusalan toimija Leonardon kanssa. Samalla tiedotettiin Leonardon 20 MEUR:n sijoituksesta SSH:hon, joka lopulta toteutettiin lokakuussa Suomen työ- ja elinkeinoministeriön vahvistuksen jälkeen. Tämän myötä Leonardosta tuli myös SSH:n suurin osakkeenomistaja 24,6 %:n osuudella. Entuudestaan suurimman omistajan, Accendo Capitalin, omistusosuus laski 20,9 %:iin. SSH:n perustajan, Tatu Ylösen, omistus yhtiössä on annin jälkeen noin 12,9 %. Tatu Ylösen omistusosuus laski selvästi vuonna 2020 hänen myydessään osan omistuksestaan Accendo Capitalille. Leonardon osakeanti pitää myös sisällään ensitarjous- ja etuosto-oikeussopimuksen Accendo Capitalin ja Tatu Ylösen kanssa, mikäli nämä harkitsevat SSH:n osakkeiden myyntiä. Käsitlemme Leonardo-kumppanuutta tarkemmin strategia-kappaleessa.

Tuotekehityskulut ja osuus lv:sta



*Vain tuloslaskelmaan kirjatut kulut, ei huomioitu taseeseen aktivoituja tuotekehityskuluja

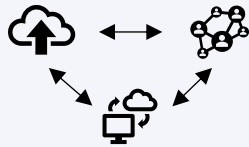
SSH:n 10 suurinta omistajaa Leonardon sijoituksen jälkeen

Suurimmat omistajat (10/25)	Osuus osakkeista
Leonardo S.p.A	24,55 %
Accendo Capital	20,87 %
Tatu Ylönen	12,87 %
Timo Syrjälä	3,67 %
Juha Mikkosen kuolinpesä	3,14 %
Ilmarinen	1,92 %
Eva Syrjänen	1,41 %
Varma	1,39 %
Elo	1,27 %
Teemu Tunkelo	1,09 %

SSH:n tuotetarjooma tiivistetysti

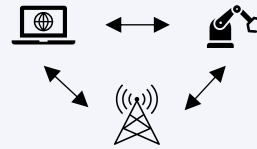
SSH Zero Trust Suite

Modulaarinen ohjelmistoportfolio, jonka ytimessä turvallisen kommunikaation ja tiedonsiirron mahdollistaminen ihmisten, verkkojen ja järjestelmien välillä



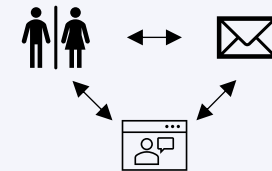
NQX (verkot)

- Salaustuote turvallista verkkojen välistä tiedonsiirtoa varten
- Kvanttiturvallinen
- Asiakkaina etenkin suuria julkisen sektorin toimijoita
- Lanseerattu vuonna 2020, jolloin myös solmittiin merkittävä raamisopimus



PrivX (järjestelmät)

- Ilman salasanoja ja avaimia toimiva pääsynhallintaratkaisu
- Tuoteportfolion runko ja liikevaihdollisesti suurin tuotealue (ml. Tectia ja UKM, jotka sisällytetty nykyään PrivX-tuoteperheeseen)
- Lanseerattu vuonna 2017



SalaX (ihmiset)

- Luottamuksellisen, arkaluonteisen ja liiketoimintakriittisen tiedon välitykseen ihmisten välillä
- Joukko tietoturvallisia viestintäratkaisuja (pikaviestin, videopuhelu ja sähköposti)
- Tullut osaksi SSH:ta Deltagon-yrityksoston (2021) kautta, mutta pikaviestin kehitetty tämän jälkeen

Kvanttiturvallinen salaus (post-quantum cryptography, PQC)

Pilvi sekä on-premise kyvykkyys

Sijoitusprofiili

Ikkuisen lupauksen kasvunäkymä kirkastunut

SSH on ollut pitkään kasvulupaus, joka ei ole realisoitunut odotetusti, kun teknologiavetoisen yhtiön ongelmana on ollut etenkin tuotteiden kaupallistaminen ja myynti. Yhtiö on historiassa ajoittain päässyt hyvälle kasvu-uralle, mutta parempia jaksoja ovat seuranneet heikommat jaksot. Nämä ovat jättäneet yhtiön taloudelliseen asemaan jälkensä, ja etenkin vuosien 2015-2017 suurista tappioista esimerkkinä toimii edelleen taseessa oleva kallis hybridilaina. Koronapandemian jälkeen yhtiö on pysynyt hyvin kasvun polulla ja onnistunut myös kasvattamaan jatkuvan liikevaihdon osuutta liikevaihdosta merkittävästi, mikä tuo vakautta yhtiön kehitykseen jatkossa.

Haastavasta historiasta huolimatta SSH:n näkymä on tällä hetkellä mielestämme paras pitkään aikaan. Tässä avainasemassa on strateginen yhteistyö Leonardon kanssa ja yhtiön tekemä 20 MEUR:n sijoitus SSH:hon. Sijoitus parantaa taseasemaa merkittävästi ja mahdollistaa kasvupanostusten selvän kasvattamisen. Lisäksi yhteistyö luo yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia Leonardon ollessa erittäin suuri globaali toimija ilmailu-, puolustus- ja turvallisuusalalla. Automaattisesti tämä kasvu ei tule realisoitumaan, vaan kumppanuus tulee vaatimaan SSH:lta työtä ja pitkäjänteisyyttä hidasliikkeisellä toimialalla. Paljon on myös Leonardon käsissä ja siinä miten se onnistuu myymään SSH:n tuotteita osana sen tarjoomaa. Yhteistyö vaikuttaa kuitenkin lähteneen lupaavasti käyntiin.

Potentiaali ja arvoajurit

Yhteistyöhanke Leonardon kanssa ja miten se realisoituu yhtiön kasvuun on mielestämme tällä hetkellä SSH:n sijoitustarinan kannalta suurin mahdollisuus. Potentiaali SSH:n kaltaiselle vielä pienelle toimijalle on valtava, mutta menestys ei tule automaattisesti. Paljon on kiinni siitä, miten

Leonardo onnistuu rakentamaan ja myymään sen Zero Trust –kokonaisratkaisua, johon SSH:n tuotteet on tarkoitus integroida. Yhtiön kunnianhimo on korkealla, ja yhtiön edustajat ovat kommentoineet odottavansa SSH:n Zero Trust Suitesta tulevan ”Naton standardi”. Myös SSH:n tulee onnistua tuotteidensa tuotekehityksessä ja muutenkin kehittää kumppanuutta pitkäjänteisesti ja aktiivisesti.

Siirtymä pistemäisistä tuoteratkaisuista

kokonaisratkaisujen toimittajaksi. Historiassa yksi yhtiön kasvun pullonkauloista on ollut se, että yhtiö myy asiakkaille yksittäisiä pistemäisiä tuotteita. Tällöin, huolimatta suurista globaaleista asiakkaista, asiakaskohtainen laskutus on jäänyt matalahkoksi. Siten koko SSH Zero Trust Suiten – tuoteportfolion ristiinmyynti asiakkuuksien sisällä avaisi selviä kasvumahdollisuuksia.

SSH toimii kasvavilla markkinoilla.

SSH:n kohdemarkkinoiden odotetaan kasvavan reipasta tahtia tulevina vuosina, minkä luonnollisesti pitäisi tuoda myötätuulta myös SSH:n kasvuille. Isossa kuvassa SSH on kuitenkin pieni yhtiö suurilla markkinoilla, joten markkinan kokoa ja kasvua tärkeämpää on SSH:n oma tekeminen ja markkinaosuuksien haaliminen.

Liikevaihto on pääasiassa jatkuvaa, mikä tuo vakautta liiketoimintaan selvästi historiaa enemmän, kun aiemmin taloudelliseen kehitykseen ovat vaikuttaneet merkittävästi lisenssien tuloutusten ajoitukset. Jatkuviin tuottoihin perustuva korkean bruttomarginaalin ohjelmistoliiketoiminta mahdollistaa korkean kannattavuuden, kunhan yhtiö saa kasvatettua kokoluokkaansa selvästi.

Keskeiset riskit

Historia. SSH:n historialliset näytöt kannattavasta kasvusta ovat varsin vaisuja, kun suurempi kasvu on jäänyt

realisoitumatta ja tuloksellisesti heikot jaksot ovat jättäneet jälkensä yhtiön taloudelliseen asemaan. Historiallisesti vaisu kehitys voi syystä herättää epäilyjä yhtiön tuotteiden kilpailukyvyyn tai myyntistrategian osalta. Näistä ainakin jälkimmäisen osalta yhtiöllä on ollut haasteita ja tehokkaiden myyntikanavien löytäminen on ollut yhtiölle vaikeaa. Nykyään yhtiö on lisännyt tälle osa-alueelle panostuksia, ja myös Leonardo-yhteistyö on tuonut uusia tuulia kumppanuustrategian osalta. Sijoitustarinan kannalta Leonardo-kumppanuuden latistuminen olisi merkittävä pettymys.

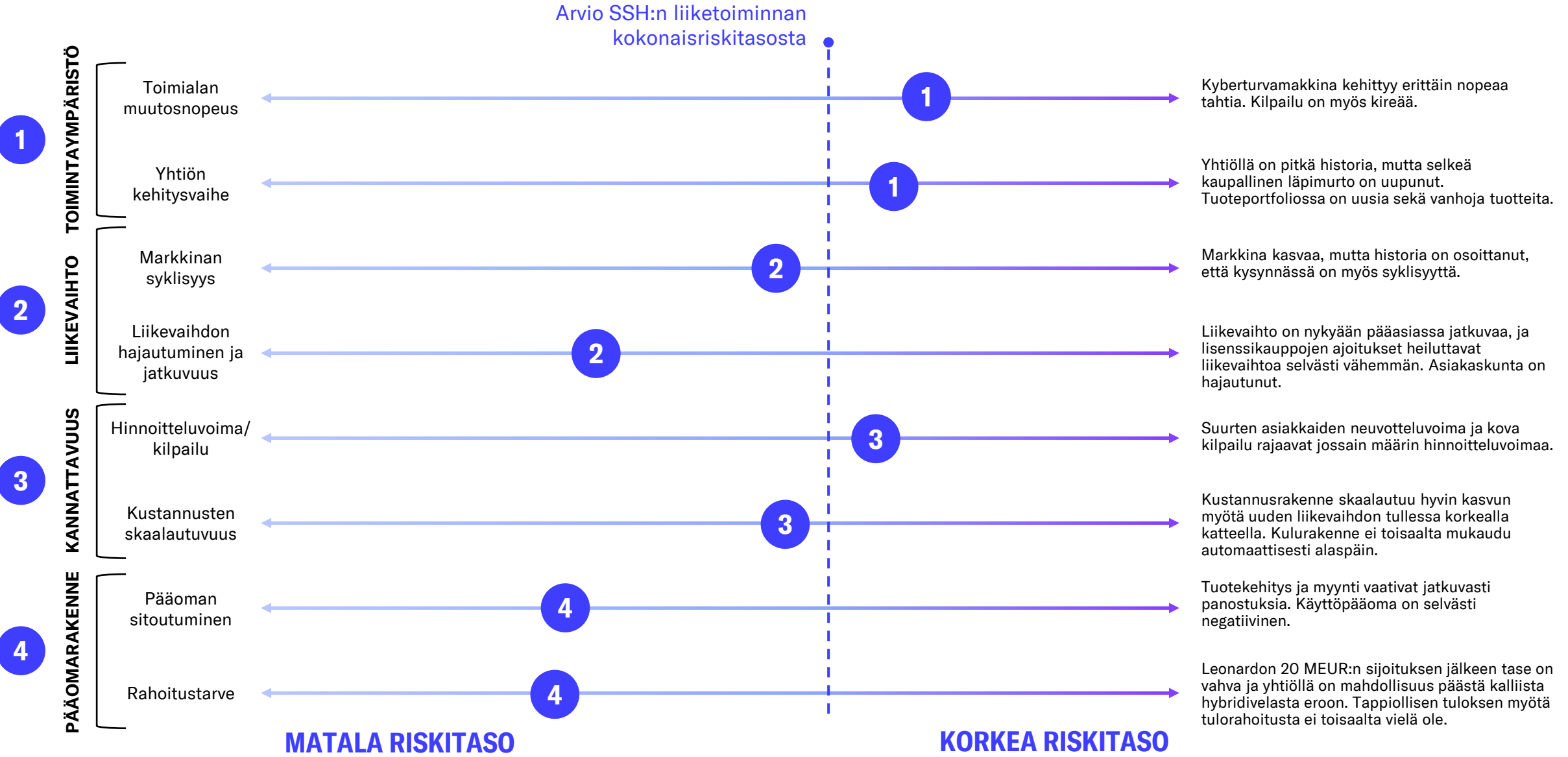
Yhtiön pieni koko ja tiukka kilpailu. SSH:n pienen koon myötä sen mahdollisuudet investoida tuotekehitykseen ovat suurempia kilpailijoita huomattavasti heikommat (huolimatta Leonardon sijoituksesta). Tämä tarkoittaa, että pysyäkseen teknologisesti suurempien toimijoiden kanssa samoilla linjoilla yhtiön pitää investoida selvästi suurempi osuus liikevaihdosta tuotekehitykseen tai vaihtoehtoisesti omata jokin teknologinen kilpailuetu. Yleisesti kilpailuasetelma globaaleilla kyberturvamarkkinoilla on tiukka, mikä rajaa hinnoitteluvoimaa.

Vanhon tuotteiden liikevaihdon lasku. Liikevaihdosta vielä suhteellisen merkittävä osa tulee vanhoista tuotteista. Erityisesti Tectiaa myytiin aikoinaan pääasiassa lisensseinä, ja nykyään vielä merkittävä osa ylläpitoliikevaihdosta liittyy tähän tuotteeseen. Tämä on arviomme mukaan pidemmällä aikavälillä laskeva liikevaihtoehto, kun uusmyynti painottuu erityisesti tilausmalliin.

Mahdolliset kyberhyökkäykset tai tietojen

väärinkäyttötapaukset voisivat olla yhtiölle kohtalokkaita, sillä turvallisuus on SSH:n tuotteiden arvolutapauksen ja maineen ytimessä.

Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Leonardo-yhteistyö parantaa kasvupotentiaalia merkittävästi

2

Vahvasti kasvavat markkinat

3

Skaalautuva liiketoimintamalli

4

Liiketoiminta aiempaa vakaampaa jatkuvan liikevaihdon kasvun myötä

5

Historiassa vaisut näytöt kannattavasta kasvusta

Potentiaali

- Kasvu Leonardo-yhteistyön kautta on mielestämme sijoitustarinan merkittävin mahdollisuus tällä hetkellä
- Korkea kannattavuuspotentiaali, kunhan liiketoiminnan kokoluokkaa saadaan kasvatettua merkittävästi
- Markkinan kysyntänäkymät ovat vahvat
- Kasvumahdollisuuksia tuoteportfolion ristiinmyynnin kautta
- Parantunut taseasema mahdollistaa panostukset myyntiin ja tuotekehitykseen

Riskit

- Kilpailu toimialalla on kovaa ja suuremmilla kilpailijoilla on suuremmat resurssit panostaa myyntiin ja tuotekehitykseen
- Liikevaihdon lasku vanhoissa tuotteissa
- Kasvuodotukset tällä hetkellä korostetusti yhden kumppanuuden (Leonardo) harteilla
- Osakkeeseen hinnoiteltu voimakasta skaalautuvaa kasvua

Toimiala ja kilpailu 1/3

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

Kyberturvayhtiöt ratkovat yhtä digitalisoituvan yhteiskunnan merkittävimmistä ongelmista. 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 sekä kyberturvateknologioiden ja -prosessien välillä.

Gartner on arvioinut globaalin kyberturvamarkkinan kooksu vuonna 2025 reilut 210 mrd. dollaria. Vuoteen 2028 mennessä markkinan odotetaan kasvavan noin 12 %:n vuosivauhtia, ja toimialan trendien valossa kaksinumeroisen kasvun jatkuminen näyttää realistiselta.

Markkinasegmentit

Kyberturvallisuuden markkinan kohderyhmät voidaan jakaa karkeasti pyramidimalliin kolmeen osaan (ks. seuraava sivu) hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden perusteella. Nämä korreloivat lähtökohtaisesti myös asiakasorganisaatioiden koon kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ja valtionhallinto ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Hierarkian yläpään organisaatioiden suojaukseen eivät riitä ratkaisut, jotka on kehitetty hierarkian alapäässä oleville suurille massoille.

Vastaavasti hierarkian ylätasolle kehitetyt ratkaisut ovat liian kalliita organisaatioille, joiden toiminta ei edellytä korkeaa suojaustasoa.

Kyberturvallisuusmarkkinan huippua edustaa valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Tämä on kyberturvayhtiöiden näkökulmasta niche-markkina, mutta se edustaa kaikkein 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 etenkin ne toimijat, joiden toiminta käsittää huoltovarmuuden kannalta kriittisiä toimintoja (kuten energia, pankit ja operaattorit). Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturvahkien lisääntyessä, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvaratkaisujen markkinaa. Kohdennetut hyökkäykset koskettavat tänä päivänä yhä enemmän myös keskisuuria yrityksiä, joiden rajalliset resurssit kuitenkin rajoittavat omien sisäisten tietoturvatimien rakentamista.

Kolmion alimpaan kerrokseen sisältyvät pienet ja keskisuuret yritykset sekä kuluttajat. Pienille yrityksille ja kuluttajille usein tärkeintä on suojautua massahyökkäyksiltä, mikä onnistuu tavallisilla ”hyllystä toimitettavilla” tietoturvatuotteilla, kuten päätelaitteiden suojaustuotteilla ja palomuuereilla.

SSH:n kannalta pyramidin jokainen taso on jossain määrin relevantti. Yhtiön asiakkaina on julkisia toimijoita ja puolustussektorin toimijoita, jotka kuuluvat pyramidin ylimpään segmenttiin. Leonardo-kumppanuuden myötä segmentin merkitys on kasvamaan päin. Tällä hetkellä relevantein taso on vielä nähdäksemme kuitenkin keskimäinen, sillä yhtiön asiakaskuntaan kuuluu suuria

yrityksiä, jotka turvautuvat yhtiön tuotteisiin mm. juuri kohdennettuja hyökkäyksiä vastaan. Asiakkaisiin kuuluu myös pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joten alin taso on myös jossain määrin relevantti. Kuluttajia yhtiö ei palvele, eivätkä aivan pienimmän päänsä yritykset eivät lähtökohtaisesti ole yhtiön kohderyhmää.

Kyberturvamarkkinan yleistason ajureita

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

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

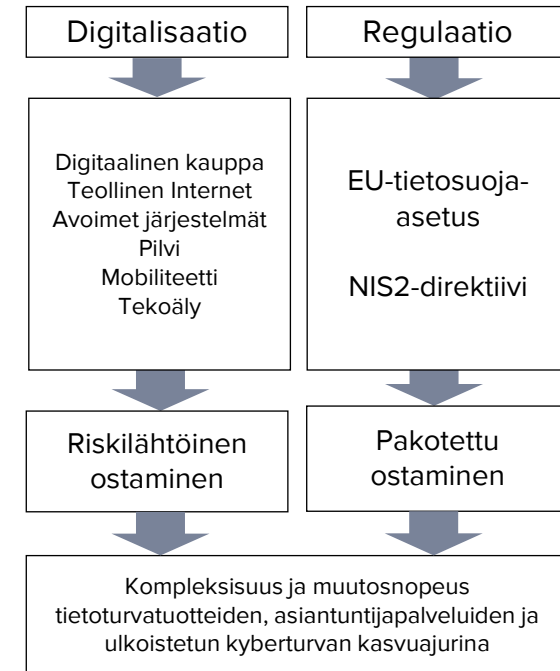
Yhtenä megatrendinä voidaan nostaa myös jatkuvasti kasvava ja monimuotoistuva laitekanta sekä erilaisten järjestelmien ja verkkopalveluiden kytkeytyminen toisiinsa. Digitalisaation eteneminen siis kasvattaa jatkuvasti potentiaalista hyökkäyspinta-alaa kyberrikollisille. Kyberrikolliset toimivat tänä päivänä myös jatkuvasti ammattimaisemmin, ja monia rikollisorganisaatioita johdetaan kuin yrityksiä.

Toimiala ja kilpailu

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala ja kilpailu 2/3

Tällä hetkellä tekoälyn nopea kehitys aiheuttaa myös muutoksia tietoturvamarkkinoihin ja osaltaan vahvistaa edellä läpikäytyjä trendejä. Tekoälyä hyödynnetään niin kyberrikollisten kuin tietoturvayhtiöiden toimesta.

SSH:lle relevantti pidempiaikainen trendi on myös kvanttietokoneiden kehittyminen. Vaikka toimiala on vielä alkuvaiheessa, myös kvanttiturvallisuuden osalta regulaatiovaatimukset ovat lisääntymään päin. SSH:n tuotteet ovat ominaisuuksiltaan käytännössä jo varautuneet kvanttiaikaan, ja siten yhtiö on nähdäksemme hyvissä asemissa tämä trendi huomioiden.

PAM-markkina yhtiölle tärkein

SSH toimii kyberturvamarkkinan sisällä omilla tuotteillaan useissa eri segmenteissä, joskin on myös hyvä huomioida, että markkinasegmentit osaltaan elävät uusien teknologioiden muuttaessa niiden määritelmiä. Joka tapauksessa koko kyberturvamarkkina ei ole SSH:lle relevantti kohdemarkkina.

PrivX-tuotteella SSH toimii laajennetun pääsynhallinnan (Privileged Access Management, PAM) markkinalla. Eri lähteistä riippuen PAM-markkinan arvioidaan olevan kokonaisuudessaan reilun 3 mrd. dollarin kokoinen ja sen odotetaan kasvavan noin 20 %:n vuotuista tahtia. PAM-markkinan kasvua ajaa etenkin vielä matala PAM-ratkaisujen penetraatio tietyillä toimialoilla (kuten operatiivisessa teknologiassa, OT). Myös tiettyjen toimialan vanhojen tuotteiden elinkaaret ovat parhaillaan tulossa päätökseen, minkä pitäisi tukea uuden sukupolven ratkaisujen kasvua. Toimiala on asteittain yhdistymässä laajemman IAM-markkinan (Identity and Access Management) kanssa, mikä kasvattaa kohdemarkkinaa. Joka tapauksessa SSH on markkinassa selvästi pienikokoinen haastaja.

Vaikka SSH:lle relevantti kohdemarkkina on huomattavasti koko kyberturvamarkkinaa pienempi, on se SSH:n kokoluokkaan nähden hyvin suuri, eikä markkinan koko muodosta yhtiön kasvuille esteitä. Luonnollisesti markkinan kasvun pitäisi tuoda myös yhtiön kehitykseen tiettyä tukea. Suurempi merkitys SSH:n kannalta on kuitenkin markkinaosuuden kehityksellä.

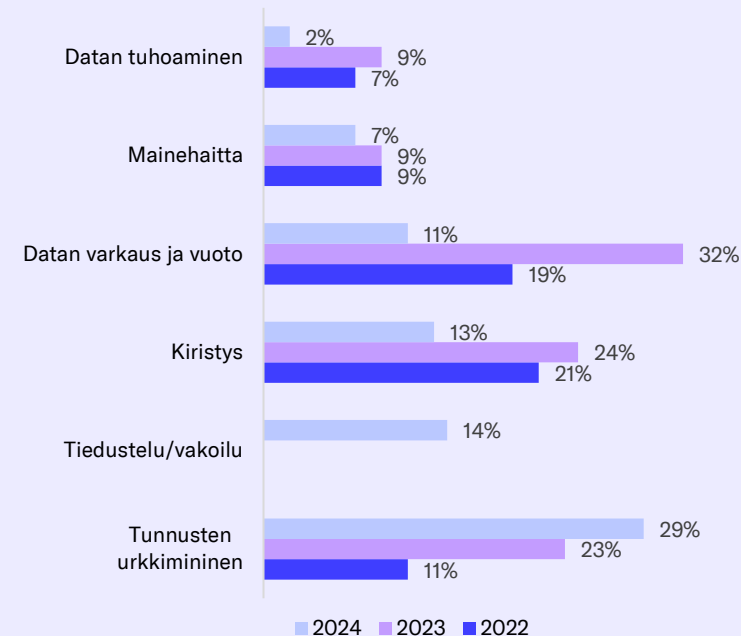
PAM-markkinan lisäksi SSH toimii SalaX-tuotteellaan viestintätietoturvamarkkinalla (markkinan koko lähteestä riippuen noin 5-10 miljardia USD) sekä NQX-tuotteella VPN/palomuuuri-markkinalla (markkinan koko lähteestä riippuen kymmeniä miljardeja USD). Markkinoiden odotetaan jatkavan kasvussa. Näiden alueiden pienen painon ja SSH:n niche-tarjoaman myötä kokonaismarkkinan kehitys ei ole erityisen ratkaisevassa roolissa SSH:lle.

Kilpailu

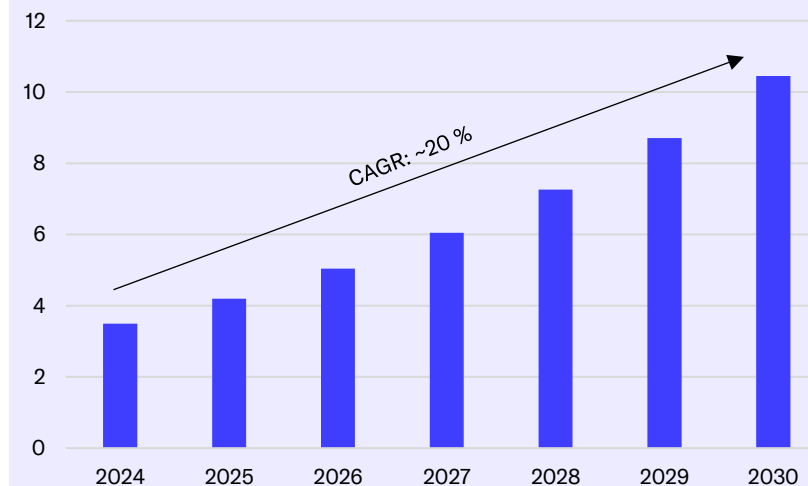
Markkinalla laaja joukko toimijoita

Pääsynhallintaratkaisujen markkina on luonteeltaan melko vakiintunut, kuten myös kilpailu sen sisällä. Markkinalla on useita pistemäisiä tuoteratkaisuja tarjoavia yhtiöitä (kuten SSH) sekä myös laajempia kokonaisratkaisuja tarjoavia yhtiöitä. SSH:n kilpailijoita PAM-markkinalla ovat muun muassa Cyberark, Delinea, BeyondTrust, WALLIX, Okta, Saviynt, Onedentity, Ping Identity sekä Segura. Näistä toimialalla suurin on ollut Cyberark noin 20 %:n markkinaosuudella, josta yhdysvaltalainen kyberturvayhtiö Palo Alto on parhaillaan tekemässä ostotarjousta Cyberarkista. Cyberarkin oston jälkeen joukosta vain WALLIX ja Okta ovat enää listattuja yhtiöitä. Merkittävä osa yksityisistä yhtiöistä on pääomasijoittajien tai venture capital -sijoittajien omistuksessa.

Kyberrikosten motiivit IBM:n selvityksessä



PAM-markkinan kasvuennusteet (mrd. USD)



Toimiala ja kilpailu 3/3

Markkinalla on nähty huomattava määrä yritysjärjestelyitä

Cyberarkin ostotarjous on osa laajempaa niin kyberturvamarkkinalla kuin PAM-markkinalla nähtyä konsolidaatio- ja yritysjärjestelyaaltoa.

Muun muassa BeyondTrust on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyiden kautta. PAM-markkinalla toiminut Bomgar osti yhtiön vuonna 2018, ja yhdistynyt kokonaisuus jatkoi BeyondTrust nimen käyttöä paremman bränditunnettuuden vuoksi. Tällä hetkellä BeyondTrust on kahden pääomasijoittajan, Francisco Partnersin ja Clearlake Capital Groupin, omistuksessa.

Delinea on syntynyt Centrifyn sekä Thycoticin fuusion kautta. Fuusion taustalla oli pääomasijoittaja TPG Capital, joka osti molemmat yhtiöt toisilta pääomasijoittajilta vuonna 2021. Vuonna 2022 TPG yhdisti yritykset ja yhdistynyt kokonaisuus vaihtoi nimensä Delineaksi.

Myös Ping Identity on nykymuodossaan syntynyt lukuisien yritysjärjestelyiden myötä. Pääomasijoittaja Vista Equity Partners vei yhtiön pörssiin vuonna 2019, ja vuonna 2022 pääomasijoittaja Thoma Bravo osti yhtiön yksityiseksi. Tämän jälkeen Thoma Bravo yhdisti ostamansa ForgeRockin yhtiöön vuonna 2023. Vuonna 2025 Ping Identity osti Procyon.ai:n, minkä myötä yhtiö laajeni selvemmin PAM-markkinalle.

Myös muut kilpailukentän toimijat ovat pääasiassa pääomasijoitusyhtiöiden omistuksessa. Siten näiden etsiessä irtaantumisia, voidaan toimialalla nähdä jatkossakin vielä suurempia liikkeitä yritysjärjestelyiden osalta.

Kilpailijoista suurimman, Oktan, liikevaihto oli vuonna 2024 noin 2,7 miljardia dollaria, mutta yhtiöllä on myös muuta tarjontaa kuin PAM-ratkaisuja. Cyberarkin liikevaihto oli vuonna 2024 noin 1 miljardia dollaria. Listatuista selvästi

pienin on WALLIX 34 MEUR:n liikevaihdolla.

Listaamattomista yhtiöistä Delinea ilmoitti ylittäneensä vuonna 2025 500 MUSD:n jatkuvan liikevaihdon (ARR) ja BeyondTrust ilmoitti ylittäneensä vuonna 2024 400 MUSD:n ARR:n. Saviynt on tiedottanut ylittäneensä 200 MUSD:n ARR:n vuonna 2024.

Kilpailutekijät ja SSH:n asema markkinoilla

SSH:n tarjooma on suunnattu usein turvallisuuskriittisille organisaatioille ja käyttäjinä toimivat harvat korkean profiilin käyttäjät, minkä myötä yhtiön tarjooma ja käyttäjäkunta on toimialalla varsin ”niche”. Niche-tarjoomasta huolimatta, kyberturvatuotteissa tuotteen laatu eli kuinka hyvin se torjuu mahdollisia kyberhyökkäyksiä on luonnollisesti tärkeimpiä kilpailutekijöitä markkinoilla. Myös tuotteen käytettävyyks on tärkeä tekijä. Suurilla asiakkailla saattaa olla samanaikaisesti useampi PAM-ratkaisu käytössä, minkä myötä parhaimpien ominaisuuksien tuote voi ajan kanssa lopulta voittaa asiakkuuden. Kilpailun ollessa kovaa luonnollisesti myös hinnalla on merkitystä.

SSH:n historia on hyvin teknologiakeskeinen, ja kasvun osalta pikemminkin myynti kuin tuotteen laatu on ollut kasvun pullonkaula. Yhtiö onkin usein historiassa korostanut tuotteidensa olevan teknologisessa mielessä erittäin kilpailukykyisiä. Tämä kilpailukyky tai -etu on kuitenkin arviomme mukaan saattanut ajan kanssa hiipua etenkin vanhoissa tuotteissa. Yhtiön merkittävimmät kasvuajurit (PrivX, NQX ja SalaX) ovat kuitenkin varsin moderneja ja käsityksemme mukaan hyvin kilpailukykyisiä. Mielestämme tästä osoituksena toimivat yhtiön asiakkaat, joihin kuuluu asiakkaita Fortune 500 –listalta ja suurista julkisista toimijoista. Myös Leonardon kiinnostus SSH:hon strategisena yhteistyökumppanina antaa mielestämme SSH:n tuotteille tietyn laatuleiman. Lisäksi KuppingerColen

arvio SSH:n PrivX-tuotteesta antaa sille tietyn laatuleiman.

Kokonaisuudessaan SSH positioituu markkinoilla selvästi pienen haastajan asemaan. Tästä selvä osoitus on, että yhtiön liikevaihto on alle prosentin koko arvioidusta PAM-markkinasta.

Jakeluverkosto on luonnollisesti myös yksi kilpailutekijä markkinoilla. Pieni koko ja historiassa rajalliset resurssit ovat rajoittaneet SSH:n kykyä panostaa tähän. Tämän myötä yhtiön tunnettuus on ollut maailmanlaajuisesti suhteellisen heikko. Tunnettuuden lisääminen vaatiikin panostuksia markkinointiin (fyysistä sekä digitaalista), asiakasprospektien tapaamista sekä kumppaniverkoston rakentamista. Leonardon tekemän osakeannin myötä tähän pitäisi avautua resursseja uudella tavalla. Leonardo-yhteistyön julkaisu voi myös itsessään tarjota yhtiölle uudenlaista näkyvyyttä. Siten pidämmekin yhteistyötä yhtiölle merkittävänä edistysaskeleena.

Toimialan konsolidaatiotrendi ja SSH:n tuotteiden kilpailukyky huomioiden, voisi SSH olla myös potentiaalinen ostokohde. Haasteena tälle on kuitenkin SSH:n rooli suomalaisella kyberturva-alalla ja Leonardon omistus. Arviomme mukaan Suomen valtiolliset tahot voisivat suhtautua mahdolliseen myyntiin nuivasti etenkin Deltagon-yritystoston pohjalta rakennetun Turvaviestin-tuotteen (SalaX) vuoksi. Arviomme mukaan tämä saattoi olla yksi syy, miksi Leonardo osti yhtiöstä vain vähemmistön. Pidemmällä aikavälillä Leonardon ostotarjous on kuitenkin mahdollinen, ja yhtiöllä onkin ensiosto-oikeus toiseksi suurimmilta omistajilta Accendo Capitalilta ja Tatu Ylöselä. Tässä tapauksessa arviomme mukaan NQX ja SalaX -liiketoiminnot pitäisi irrottaa kaupasta jollain tapaa. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä uskomme, että Leonardon fokus SSH:n suhteen on kuitenkin puhtaasti kumppanuudessa.

Toimialan kilpailijoita ja yrityskauppoja

PAM-markkinan kilpailukenttä (Gartner 10/2025)



Nelikentän lisäksi Gartnerin ”honorable mentions”: Broadcom, Devolutions, Fortinet, IBM, Microsoft, Okta, **SSH (PrivX)***, Sectone, Teleport & Xage Security

*SSH:n PrivX ei mukana nelikentässä pienen kokoluokkansa (liikevaihto) takia

Toimialan yrityskauppoja

Ajankohta	Ostaja	Kohde	Liikevaihto	EV
9/2025	Accenture	IAMConcepts		
8/2025	Ping Identity	Procyon		
7/2025	Palo Alto	CyberArk	1000 MUSD	25000 MUSD
2/2025	CyberArk	Zilla Security		175 USD
10/2024	CyberArk	Venafi		1560 MUSD
1/2024	Delinea (TPG)	Authomize		
2/2023	Accenture	Morphus		
10/2022	Thoma Bravo	ForgeRock		2300 MUSD
10/2022	Intercede	Authlogics		
9/2022	Volaris	Hitachi ID Systems		
3/2021	Centrify (TPG Capital)	Thycotic	~120 MUSD	1400 MUSD
1/2021	TPG Capital	Centrify	~120 MUSD	-
6/2020	Thycotic	Onion ID	-	-
5/2020	Cyberark	IDaptive	-	70 MUSD
5/2020	Venafi	Jetstack	-	-
6/2019	Wallix	Simarks Software	-	1,5 MUSD
6/2019	Wallix	Trustelem	0,24 MUSD	1,6 MUSD
5/2019	Proofpoint	Meta Networks	-	114 MUSD
2/2019	Symantec	Luminate	-	-
9/2018	Bomgar	BeyondTrust	-	-
7/2018	Bomgar	Avecto	~30 MUSD	-
7/2018	Okta	ScaleFT	-	-
7/2018	Thoma Bravo	Centrify	-	-
4/2018	Francisco Partners	Bomgar	-	-
3/2018	Cyberark	Vaultive	-	19 MUSD
2/2018	Bomgar	Lieberman Software	-	-
1/2018	One Identity	Balabit	~22 MUSD	-
5/2017	Cyberark	Conjur	-	42 MUSD
3/2016	Cyberark	Agata Solutions	-	3 MUSD
12/2015	Bomgar	Pitbull Software	-	-
10/2015	Cyberark	ViewFinity	-	30,5 MUSD
8/2015	Cyberark	Cybertinel	-	20,5 MUSD

SSH:n kilpailijoita tuotteittain



Vanhat tuotteet

PrivX Key Manager (aik. UKM)	Tectia	PrivX	NQX	SalaX
Venafi appviewX Delinea CYBERARK BeyondTrust	OpenSSH bitvise VANDYKE SOFTWARE	CYBERARK Delinea BeyondTrust wallix okta SAVIYNT ONE IDENTITY segura PingIdentity	INSTA secunet THALES FORCEPOINT	Turvaposti mimecast CISCO Secure Email Threat Defense proofpoint. Barracuda. SOPHOS

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia tähtää merkittävään ja kannattavaan kasvuun

SSH profiloituu kasvuyhtiöksi, ja sen strategiakin voidaan tiivistää kannattavan kasvun strategiaksi. Tarkkoja taloudellisia tavoitteita yhtiöllä ei ole, mutta yhtiö tähtää selvään kasvun kiihdyttämiseen ensi vuodesta alkaen erityisesti Leonardo kumppanuuden tukemana. Onkin selvää, että yhtiön tavoitteena on historiallista ja nykyistä selvästi vauhdikkaampi kasvu. SSH kirkasti strategiaansa viimeksi hiljattain (syksyllä 2025) ja järjesti pääomamarkkinapäivän. Uudessa strategiassa luonnollisesti kasvu Leonardo-kumppanuuden kautta korostuu aiempaan strategiaan nähden.

Strategiset fokusalueet

SSH:n tarjooma on suunnattu usein turvallisuuskriittisille organisaatioille ja käyttäjinä toimivat harvat korkean profiilin käyttäjät, minkä myötä yhtiön tarjooma ja käyttäjäkunta on toimialalla varsin ”niche”. SSH:n strategian merkittäviä kasvuteemoja ovat Zero Trust (ZT) ja kvanttiturvallisuus (Quantum Safety, QS). Tuoreessa pääomamarkkinapäivässä korostui myös tekoäly (AI) ja se, kuinka sitä hyödynnetään sekä yhtiön tuotteissa että yhtiön sisäisissä prosesseissa.

Zero Trust -periaate perustuu ajatukseen ”älä koskaan luota, aina varmista”. Perinteinen malli tietoturvassa perustui siihen, että kun käyttäjä tai laite on päässyt organisaation sisäverkon ”palomuurin” läpi, siihen luotettiin automaattisesti. Zero Trust –periaatteen mukaisesti mikään käyttäjä tai laite (verkon sisällä tai ulkopuolella) ei ole oletusarvoisesti luotettava, ja jokainen pääsypyntö organisaation resursseihin tarkistetaan ja vahvistetaan riippumatta siitä, mistä se tulee. SSH:n PrivX Zero Trust Suite nojaa tähän periaatteeseen, ja siten Zero Trust –periaatteen yleistymisen onkin yksi SSH:n strategisista kasvuajureista. Tämä näkyy muun muassa myös Leonardo-

yhteistyön kautta yhtiön pyrkiessä olemaan johtavassa asemassa Euroopan ”Zero Trust -vallankumouksessa”.

Vaikka kvanttitietokoneet eivät ole vielä valtavirtaa, on kvanttiturvallisuus jo merkittävä trendi ja kysyntä kvanttiturvallisia tietoturvaratkaisuja kohtaan on kasvamaan päin. Kvanttitietokoneiden laskentatehon ollessa eri tasolla normaalien tietokoneiden kanssa, on niiden kyky myös tehdä esimerkiksi tietomurtoja normaaleihin tietokoneisiin nähden eri tasolla. Siten ennen kuin kvanttitietokoneiden käyttö yleistyy on erityisesti esimerkiksi puolustusalan organisaatioiden kiinnostus kvanttiturvallisuutta kohtaan kasvanut. Tähän trendiin SSH on asemoitunut hyvin sen kvanttiturvallisilla ratkaisuillaan.

Kasvutoimialat

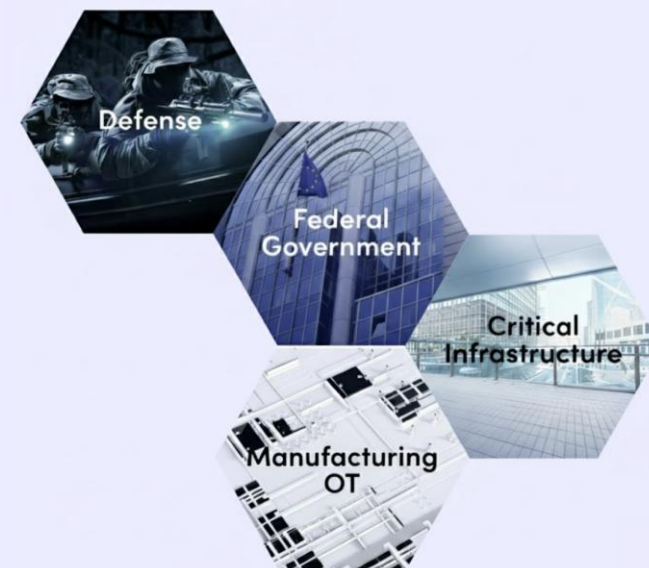
Toimialoja, mistä SSH hakee kasvua erityisesti ovat puolustus, kriittinen infrastruktuuri ja teollisuus (OT, Operational Technology).

Puolustusala on luonnollisesti Euroopassa kovassa nosteessa maiden kasvattaessa puolustusinvestointejaan merkittävästi Ukrainan sodan puhkeamisen seurauksena. Kasvaneiden budjettien heijastevaikutukset ovat laajat ja heijastuvat myös kyberturvallisuuteen. SSH on pyrkinyt kehittämään tarjoomaansa vastaamaan puolustussektorin tarpeita jo vuosien ajan, ja yhtiö onkin pyrkinyt profiloitumaan viime aikoina selvemmin ”Defensive cybersecurity” -yhtiönä. SSH:n asemaa Euroopan puolustussektorilla on viime vuosina parantanut myös Suomen Nato-jäsenyys. Yhtiö onkin hakemassa sen NQX 3.1 –tuotteelleen NATO-restricted sertifiointia. NATO-sertifioinnit eivät kuitenkaan pelkästään riitä, sillä suurin osa valtioista valvoo puolustussektorinsa toimittajia lisäksi kansallisella tasolla. Osittain näistä syistä puolustussektori on erittäin hidasliikkeinen.

SSH:lle perinteisesti tärkeitä toimialoja



SSH:n strategia kasvutoimialoja



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Toinen merkittävä kasvutoimiala on kriittinen infrastruktuuri (mm. energia, julkinen liikenne ja satamat), missä vaatimukset kyberturvallisuuden osalta ovat viime vuosina myös kasvaneet merkittävästi.

Operatiivinen teknologia (OT) eli käytännössä teollisuus on myös SSH:lle strateginen kasvualue. Teolliset prosessit ovat usein herkkiä häiriöille, ja siten katkokset tuotannossa voivat tulla kalliiksi, mikä tekee niistä esimerkiksi houkuttelevan kiristyskohteen kyberrikollisille. Siksi teollisuus on yksi hyökätymisistä toimialoista, minkä lisäksi se on yksi heikoimmin suojatuista (paljon vanhan sukupolven ratkaisuja).

Yhdysvallat tarkoitus saada takaisin kasvuun

Maantieteellisesti SSH:n kasvu on syntynyt viime vuosina etenkin Eurooppa, Lähi-itä ja Afrikka (EMEA) sekä Aasia ja Tyynenmeren (APAC) -alueilta. Jatkossa arvioimme EMEA – alueen olevan tärkein kasvuaajuri yhtiölle Leonardo-yhteistyön kautta, vaikka Leonardolla on toimintaa globaalisti.

Pohjois- ja Etelä-Amerikka kasvoi vuosina 2020-2023 hyvää tahtia, mutta vuonna 2024 kasvu alueella käytännössä pysähtyi ja vuonna 2025 liikevaihto on supistunut hieman. Kasvun hiipumisen taustalla on vaisun myynnin kehityksen lisäksi Yhdysvaltojen julkishallinnon säästöohjelmat (mm. DOGE), mikä on muokannut ostokäyttäytymistä. Täällä myös vanhan tuotteen Tectian osuus on suuri, joka hiukan rajaa kasvunäkymää. Kasvua on hidastanut myös dollarin heikentyminen, mihin yhtiöllä ei ole luonnollisesti vaikutusmahdollisuuksia. Yhdysvallat on joka tapauksessa yhtiölle erittäin tärkeä markkina sen suuren kokoluokan ja kasvunäkymän vuoksi. Siten kasvun hiipuminen täällä ei ole

yhtiön kannalta optimaalista ja yhtiö ryhtyikin viime vuonna tekemään merkittäviä muutoksia organisaatioonsa lisäämällä muun muassa resursseja myyntiin ja markkinointiin. Yksi merkittävä askel tällä polulla on myös SSH:n PrivX-tuotteen vuonna 2025 saama FIPS 140-3 turvasertifiointi, jonka noudattaminen on usein esitetty vaatimus ja USA:n liittovaltiolla. Vielä lisätystä kasvupanostuksista ei ole näkynyt tuloksia, mutta parhaimmillaankin henkilöstöresurssien lisäämisen heijastuminen kasvuun tapahtuu viiveellä.

Kumppanuus Leonardon kanssa mittava kasvumahdollisuus

SSH tiedotti heinäkuussa 2025 ryhtyvänsä strategiseen yhteistyöhön italialaisen ilmailu-, puolustus-, ja turvallisuusalan toimijan Leonardon kanssa. Samalla tiedotettiin, että Leonardo tekee 20 MEUR:n sijoituksen SSH:hon. Suomen työ- ja elinkeinoministeriöltä tuli tälle sijoitukselle lokakuussa, jonka jälkeen varsinainen sijoitus saatiin tehtyä. Tämän myötä Leonardosta tuli myös SSH:n suurin osakkeenomistaja 24,6 %:n osuudella. Sijoituksen myötä Leonardo tulee myös ottamaan yhden hallituspaikan, mihin Leonardo on nimittänyt Cyber & Security Solutions -segmenttinsä strategiajohtajan Francesco Di Sandron.

Strategisen yhteistyöhankkeen myötä Leonardo saa maailmanlaajuisen yksinoikeuden (pl. Pohjoismaat) tarjota ratkaisuja, joissa SSH:n PrivX- ja NQX-ratkaisut sisällytettäisiin osaksi Leonardon Zero Trust -projektia ja turvallisuuspalvelutarjontaa. Yksinoikeus kattaa puolustussektorin ja julkishallinnon (ml. Nato, EU:n toimitelimet, virastot ja laitokset, poliisi- & tiedusteluviranomaiset sekä kriittinen infrastruktuuri).

Sopimusteknisesti Leonardo on SSH:n tuotteiden jälleenmyyjä. Ensimmäinen ”yhteinen” kauppa Leonardon kanssa on jo solmittu ja myyntiputkessa on SSH:n mukaan merkittävästi lisää potentiaalisia kauppia.

Leonardon kannalta yhteistyö on osa sen strategiaa luoda johtava eurooppalainen Zero Trust -osaamiskeskittymä ja -tarjooma. Yhtiö on päättänyt lähteä kehittämään tarjoomaansa vahvasti yritysostovetoisella strategialla ja osana tätä hanketta yhtiö on tehnyt SSH:n lisäksi myös jo muita järjestelyjä kasvattaakseen tarjoomaansa. Yhtiö on mm. rahoittanut ruotsalaista CanaryBitiä, ostanut koko ruotsalaisen Axiomaticin osakekannan sekä solminut strategisen kumppanuuden tanskalaisen Arbitin kanssa. Siten Leonardo ei nojaa kyberturvatarjoomansa kehittämisessä vain ja ainoastaan SSH:hon. Esimerkiksi Zero Trust -tarjoomassa Axiomatics tulee olemaan SSH:n lisäksi olennaisessa roolissa. Yhtiöiden tarjoomassa ei pitäisi kuitenkaan olla merkittävästi päällekkäisyyksiä, ja lukuisat muut sijoitukset/kumppanuudet osaltaan korostavat Leonardon olevan tosissaan kehittämässä tarjoomaansa. Uskommekin Leonardon olevan sitoutunut SSH-kumppanuuteen ja integroivan yhtiön tuotteet tuoteportfolioonsa. Integraatiotyö on jo käynnistynyt ja on käsityksemme mukaan hyvässä vauhdissa.

Perinteisen jälleenmyynnin lisäksi SSH on mukana muassa mukana seuraavan sukupolven hävittäjä -projektissa, jonka yhteyksien salaamisessa SSH on mukana alusta asti. Integraatio on kuitenkin vuosien projekti. Joka tapauksessa Leonardon kunnianhimo kumppanuuden osalta vaikuttaa olevan korkealla, ja yhtiön edustajat ovat kommentoineet odottavansa SSH:n Zero Trust Suitesta tulevan ”Naton standardi”.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Kumppanuus Leonardon kaltaisen globaalin puolustusalan jättiläisen (2024: konsernin liikevaihto 17,8 mrd. €) kanssa on SSH:lle erittäin suuri mahdollisuus. SSH:n yhteistyön kannalta relevanttimman Cyber & Security Solutions –segmentin liikevaihto vuonna 2024 oli 648 MEUR, mikä on Leonardon kokonaisuuden kannalta pienehkö osa-alue, mutta selvässä kasvussa. Segmentin kokoluokka on kuitenkin hyvä huomioida hahmoteltaessa Leonardo-yhteistyön potentiaalia SSH:n kautta. Toisaalta on myös hyvä huomioida, ettei yhteistyö koske pelkästään Cyber & Security Solutions -segmenttiä, sillä SSH:n tarjooma on käsityksemme mukaan tarkoitus jossain määrin integroida osaksi myös muiden segmenttien tarjoomaa (esimerkiksi osaksi hävittäjien yhteyksien salaamista), mutta tämä ei ole tapahtumassa aivan lähitulevaisuudessa.

Myyntipotentiaali on joka tapauksessa suuri, mutta potentiaalin realisoituminen vaatii molemmilta osapuolilta sitoutunutta ja pitkäjänteistä työtä kumppanuuden eteen. Emme odota kumppanuuden tarkoittavan myyntihanojen automaattista avautumista lyhyellä aikavälillä, sillä joka tapauksessa myyntisyklit puolustussektorilla ovat pitkiä ja tuotteiden integraatiossa menee myös oma aikansa. Haasteena kasvun kannalta voi olla se, että Leonardo on historiassa erikoistunut palveluratkaisujen myyntiin ja siten ohjelmistotuotteiden myynti on sille jossain määrin uusi alue. SSH pyrkii kuitenkin aktiivisesti kouluttamaan Leonardon henkilöstöä omien tuotteidensa käyttöön.

Leonardo-yhteistyö on osa SSH:n laajempaa kumppanistrategiaa, jossa yhtiö pyrkii integroimaan teknologiaansa myös osaksi suurempien kumppanien tietoturvaratkaisuja. Näin yhtiö teki historiassa mm. Sun Microsystemsin kanssa, minkä myötä strategia on tuttu. Myös

jälleenmyyjäkumppanien solmiminen on yhtiölle kriittistä, sillä pienenä globaalina ohjelmistoyhtiönä SSH:n resurssit panostaa omiin suoramyyntikyvykkyyksiin ovat rajalliset. Yhtiö on onnistunut viime aikoina saamaan uusia kumppanuuksia, mutta on kommentoinut tavoittelevansa vielä nykyistä rivakampaa tahtia.

Taloudelliset tavoitteet

SSH ei ole julkaissut varsinaisia numeerisia taloudellisia tavoitteita. Yhtiö on kuitenkin viestinyt tavoittelevansa selvästi nykyistä yksinumeroista kasvuvauhtiaan nopeampaa kasvua. Vuoden 2025 pääomamarkkinapäivänä yhtiö kertoi tavoittelevansa kasvun kiihtymistä vuonna 2026 ja eteenpäin. Kasvuvauhti tulee kuitenkin vaihtelemaan jonkin verran tilausmyynnin ja lisenssimyynnin jakauman perusteella.

Kannattavuuden osalta yhtiö odottaa käyttökätteen ja liiketoiminnan rahavirran olevan positiivinen vuonna 2026 (sama ohjeistus myös vuodelle 2025) ja paranevan vuonna 2027. Mielestämme tämä on looginen tavoite, sillä selvän parannuksen saavuttaminen vuonna 2026 vuoteen 2025 verrattuna voisi olla haastavaa yhtiön lisätessä etupainotteisia kasvupanostuksia osakeannin myötä vahvistuneen taseaseman turvin. Siten yhtiö on lyhyellä aikavälillä nähdäksemme valmis uhraamaan kannattavuuttaan saavuttaakseen kasvua. Arviomme mukaan SSH tavoittelee pidemmällä aikavälillä kasvun myötä skaalautuvaa kannattavuutta. Vielä tappiollisen tuloksen ja kasvuinvestointien myötä odotamme yhtiön osinkohanojen pysyvän tulevinä vuosina perustellusti kiinni.

Leonardon tuote-/palvelualueita



Leonardon kriittisen infrastruktuurin markkinasegmenttejä

Raideliikenne			Energia- infrastruktuuri
Älykkäät kaupungit			Vetytehtaat
Julkinen liikenne			Tuulipuistot
Tieinfrastruktuuri			Öljy- ja kaasutehtaat
Satamat & logistiikka			Merenalainen infrastruktuuri
Lentokentät			Ydinvoima
Suuret yritykset			Pankit

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/2

Kasvu- ja tuloskehitys ollut vaihtelevaa

SSH:n liikevaihdon kasvu on ollut historiassa aaltoilevaa, ja keskimääräisen kasvuvauhdin tarkastelu riippuu hyvin paljon tarkastelupisteistä. Pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna vuosien 2010-2024 keskimääräinen liikevaihdon kasvu on ollut 6,4 %. Tälle ajanjaksolle sijoittui yksi merkittävä yrityskauppa (Deltagon vuonna 2021), joka tukee lukua, ja orgaaninen kasvu on siten ollut hieman maltillisempaa. Vuoden 2020 ”pohjan” jälkeen SSH:n liikevaihto on kasvanut vuosina 2021-2024 peräti 18,5 % vuodessa, missä Deltagon-yrityskauppa tuo merkittävän tuen kasvulle. Vuosien 2021-2024 (ja tähän asti vuoden 2025) kasvun kannalta erityisen arvokasta on ollut se, että kasvu on tullut pääasiassa tilausmyynnistä, joka on jatkuva ja vakaa liikevaihtoerä. Tämä yhdistettynä vain aavistuksen supistuneisiin ylläpitotuottoihin on näkynyt siinä, että nykyään liikevaihdosta selvästi suurin osa muodostuu toistuvista liikevaihtoeristä.

Tuloksellisesti SSH:n kehitys edelliseltä 15 vuodelta on ollut vaisua. Liiketulos on yltänyt positiiviseksi käytännössä vain yksittäisinä vuosina (2012-2014 & 2018). Tuloksellisesti erityisen heikko jakso oli 2015-2016, kun yhtiö lähti lisäämään kasvupanostuksia ilman että nämä tuottivat merkittäviä tuloksia. Vuosien 2015-2017 välillä yhtiö joutui uusimaan sen hybridivelkansa aiempaa suurempana sekä keräämään varoja kahdella osakeannilla, mikä johti osakekannan diluutioon.

Vuodesta 2019 alkaen SSH:n tulos on ollut liikevoittotasolla tappiollinen. Käyttökattetasolla tulos on ollut pääasiassa voitollinen (pl. vuosi 2020), mutta käyttökateen osalta on hyvä huomata, että yhtiö aktivoi osan tuotekehityskuluistaan ja näiden kulut näkyvät siten vasta poistoissa. Aktivoitujen tuotekehityskulujen aktivointeja on kuitenkin viime aikoina vähennetty ja yhtiö tekee myös edelleen Deltagon-yrityskauppaan liittyviä PPA-poistoja, minkä vuoksi raportoitu

liikevoitto antaa myös turhan karun kuvan kassavirrallisesta tuloksesta.

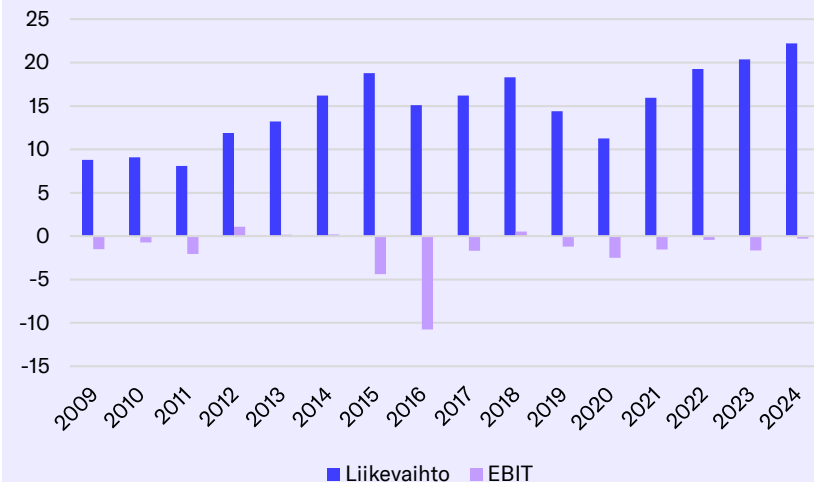
SSH:n tuloksen osalta on lisäksi hyvä huomioida, että yhtiöllä on taseessaan hybridivelkaa, jonka korot eivät näy nettotuloksessa vaan vähennetään vasta osakekohtaisessa tuloksessa. Hybridivelkaa oli Q2'25:n lopussa 12,0 MEUR ja sen korko on 11,5 % (alun perin 7,5 %). SSH on jättänyt maksamatta vuosien 2023-2024 korot ja siten korosta kertyy tällä hetkellä normaalin koron lisäksi viivästyskorkoa. Arviomme mukaan yhtiö tulee pyrkimään pääsemään eroon ainakin osasta hybridivelasta parantuneen taseaseman myötä. Takaisinlunastamisen lisäksi velan konvertoiminen osakkeiksi on myös yksi vaihtoehto.

Kulurakenne

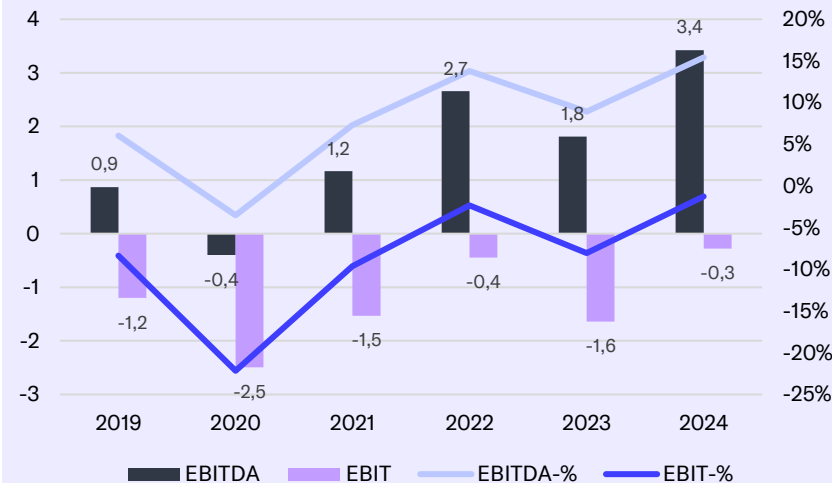
SSH:n kulurakenne on tyypillinen pienelle ohjelmistoyhtiölle. Ohjelmistojen myyntiin liittyvät suorat muuttuvat kulut ovat erittäin pienet. Vain NQX:n fyysisiin tuotteisiin ja SalaX:n myyntiin liittyy käytännössä pieniä myyntiin liittyviä muuttuvia kustannuksia. PrivX myydään käytännössä 100 %:n bruttokatteella. Kulurakenne onkin siten lähes täysin kiinteä.

Myynti-, markkinointi- ja asiakastukikulut ovat vastanneet viimeisen viiden vuoden aikana noin 41-60 % liikevaihdosta. Hajontaa on siten ollut paljon, mutta suhteellinen osuus on supistunut liikevaihdon kasvun myötä (2021 alkaen), ja kuluerä on siten skaalautunut varsin hyvin absoluuttisten kulujen kasvaessa liikevaihtoa selvästi hitaammin. Näemme kuluerässä pidemmällä aikavälillä jonkinasteista skaalautumispotentiaalia, mutta myynnin ja tuotteiden kaupallistamisen oltua yhtiölle historiassa kovemman kasvun pullonkaula, pidämme perusteltuna, että myyntiin tehdään panostuksia lyhyellä aikavälillä ja kuluerän suhteellinen osuus pysyy korkeana, kunhan tämä tuottaa myös tuloksia myynnin kautta.

Liikevaihto ja liikevoitto



Liikevoitto ja käyttökate



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/2

Tuotekehityskulut ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana 37-44 %:n välillä (2024: 41 %). Taso on korkea, mutta tässä tulee myös huomioida SSH:n pieni koko. Kyberturvamarkkina on nopeasti kehittyvä markkina, ja tuotekehityksen osalta ei ole varaa jäädä paikoilleen. Myös tuotekehitykseen tehdään lyhyellä aikavälillä panostuksia, mutta pidemmällä aikavälillä kuluerässä pitäisi olla skaalautumisvaraa kasvun realisoituessa.

Hallinnon kulut ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana 21-26 % liikevaihdosta (2024: 21 %). Taso on mielestämme suhteellisen korkea, ja näemmekin tässä erässä selvää skaalautumispotentiaalia, mikäli kasvu realisoituu.

Kassavirtaprofiili on hyvä, kunhan kannattavuus kohenee

Kannattavuuden ollessa kunnossa SSH:n liiketoiminnan kassavirtaprofiili on hyvä. SSH:n käyttöpääoma on voimakkaan negatiivinen, sillä yhtiö saa usein maksut ohjelmistomyyntistään etukäteen ennen palveluiden toimittamista (näkyvä taseessa saaduissa ennakoissa). Sitä kautta yhtiön liikevaihdon kasvaessa käyttöpääomaa vapautuu tukien liiketoiminnan rahavirtaa (päinvastoin liikevaihdon laskiessa). Vapaan rahavirran osalta on hyvä muistaa, että yhtiö aktivoi osan tuotekehityskuluistaan taseeseen, mikä näkyy investointien rahavirrassa. Poistot ovat kuitenkin näitä investointeja suurempia Deltagon yrityskaupan PPA-poistojen sekä laskeneiden aktivointien vuoksi. Myös kassavirran osalta on myös hyvä huomata, että hybridivelan korot näkyvät vasta rahoituksen rahavirrassa, ja tämä onkin painanut yhtiön kassavirtaa merkittävästi.

Taseasema paranee merkittävästi Leonardon sijoituksella

SSH:n historiallisesti tappiollinen tulos on heijastunut myös yhtiön taseaseman kehitykseen. Vuonna 2012 yhtiö laski liikkeelle 4 MEUR:n hybridilainan, joka korvattiin vuonna

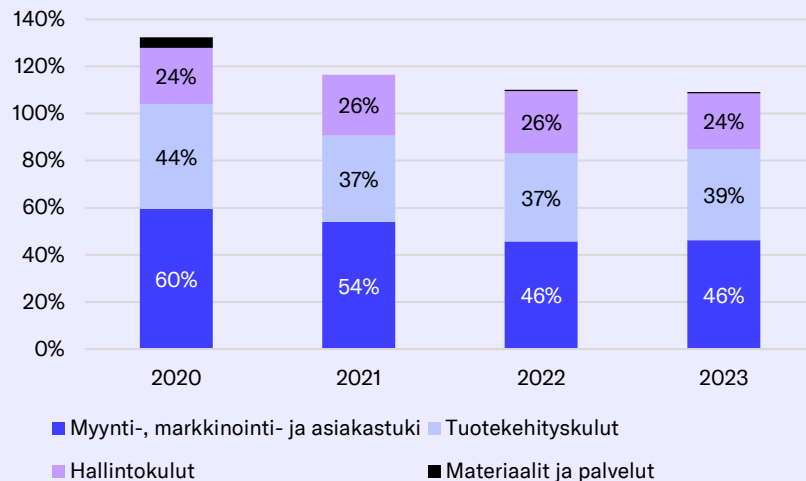
2015 suuremmalla 12 MEUR:n hybridilainalla. Kyseinen hybridilaina on yhtiön taseessa edelleen. Vuosina 2016-2017 yhtiö keräsi yhteensä 15 MEUR pääomia suunnatuilla osakeanneilla paikatakseen tasetta voimakkaasti tappiollisten vuosien jälkeen. Antien jälkeen taseasema oli kohtalainen, mutta vuosien tappiollinen tulos asteittain ajoi yhtiön taseaseman ja likviditeettitilanteen heikoksi. Q3'25 lopussa yhtiöllä oli likvidejä varoja taseessa enää 1,6 MEUR. Tase- ja likviditeettitilanne ajautui siten haastavaksi huomioiden, että yhtiöllä on maksamattomia hybridilainan korkoja yli 3 MEUR:n edestä.

Taseasemaan tuli kuitenkin merkittävä muutos hyvään aikaan Leonardon Q4'25:lle ajoittuneen 20 MEUR:n sijoituksen myötä. Osakeannin myötä yhtiöllä on edellytykset maksaa erääntyneet hybridilainan korot sekä osa itse hybridilainasta pois. Voi myös olla, että yhtiö uudelleenrahoittaa lainan muulla velalla tai yrittää sopia sen konvertoinnista osakkeiksi. Hybridilainan korkea hintalappu (11,5 % korko) huomioiden lainalle olisi mielestämme hyvä keksiä jokin parempi ratkaisu. Joka tapauksessa Leonardon sijoituksen varoja tullaan käyttämään sekä taseaseman vahvistamiseen että kasvupanostusten lisäämiseen.

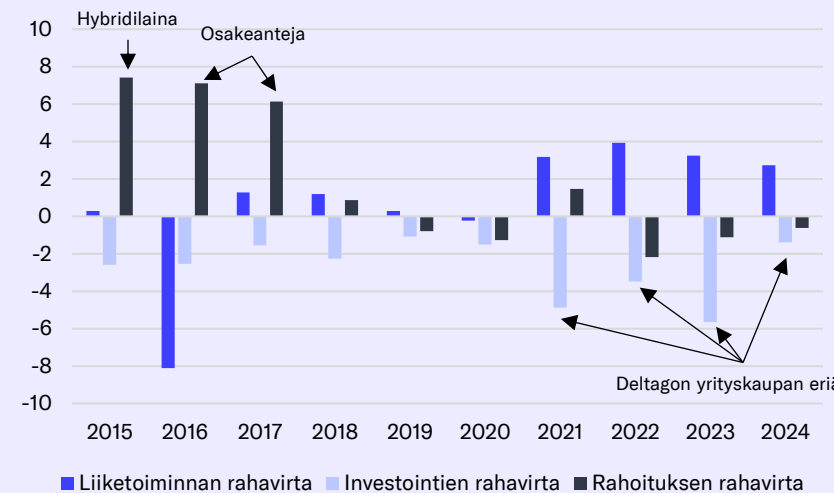
Q2'25:n lopussa (Q3'25 ei julkaistu tasetta) SSH:n taseen varat koostuivat pääasiassa liikearvosta ja muista aineettomista hyödykkeistä (17,8 MEUR). Seuraavaksi suurin erä oli saamiset (3,6 MEUR). Likvidejä varoja yhtiöllä oli 2,0 MEUR (Q3:lla 1,6 MEUR).

Vastattavaa-puolella omaa pääomaa SSH:n taseessa oli 7,8 MEUR, joka olisi negatiivinen ilman hybridivelkaa. Oma pääoma kasvaa selvästi Leonardon osakeannin myötä. Merkittävä erä veloissa on saadut ennakot (10,9 MEUR). Ostovelkoja yhtiöllä oli taseessa 3,5 MEUR. Vuokrasopimusvelkoja yhtiöllä oli 1,3 MEUR.

Kulurakenteen kehitys

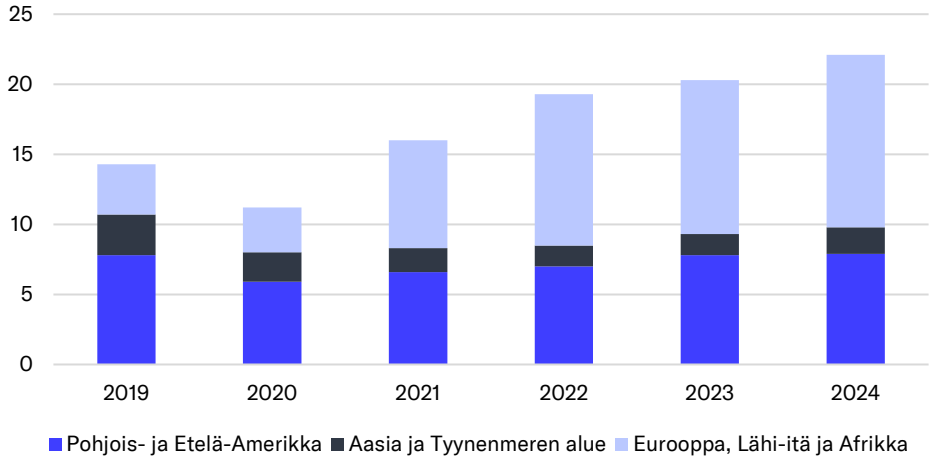


Historiallinen rahavirtojen kehitys

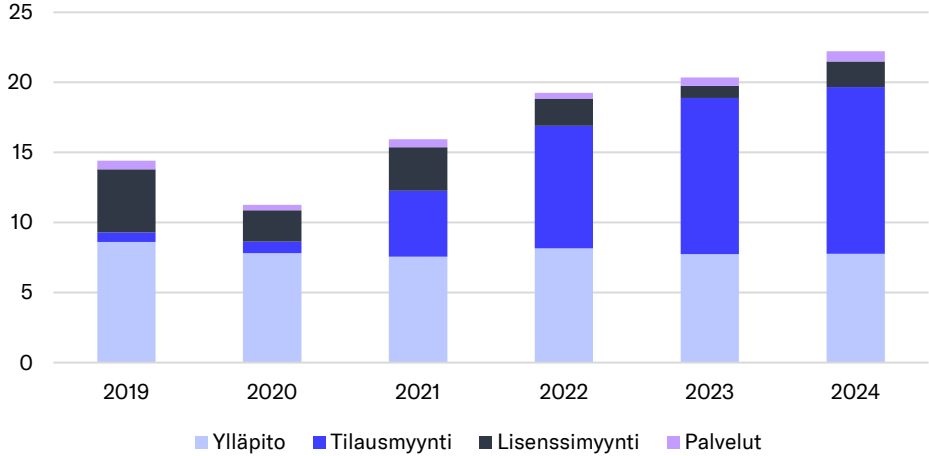


Taloudellinen tilanne

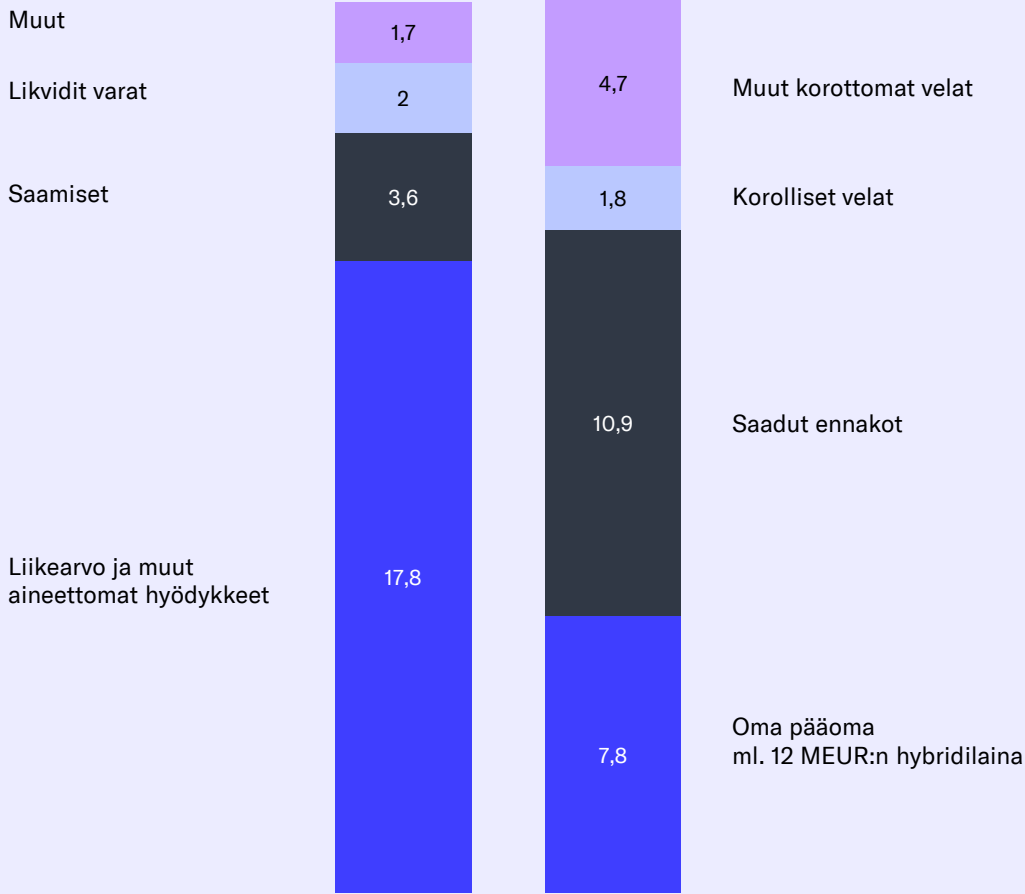
Liikevaihdon kehitys alueittain



Liikevaihtoerien kehitys



Tase Q2'25



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perusteet

SSH raportoi liikevaihtonsa neljän eri erän osalta, joiden pohjalta mallinamme yhtiön liikevaihdon kehitystä:

- Tilausmyynti
- Lisenssimyynti
- Ylläpitomyynti
- Palvelumyynti

Näistä tilausmyynti ja ylläpitomyynti luokitellaan jatkuvaksi liikevaihdoksi ja ovat sen mukaisesti hyvin vakaita liikevaihtoeria. Jatkuvan liikevaihdon osuus kokonaisliikevaihdosta on kasvanut selvästi viime vuosien aikana, mikä on tuonut liikevaihtoon selvästi lisää ennustettavuutta. Jatkuvista liikevaihtoeristä tilausmyynti on käytännössä SSH:n kasvuajuri yhtiön myydessä tuotteitaan nykyään pääasiassa tilausmalliin perustuen. Ylläpitoliikevaihto liittyy vanhojen lisenssimallilla ostettujen tuotteiden ylläpitoon, ja tämä liikevaihto on ollut viime vuosina asteittaisessa maltillisessa laskussa.

Lisenssilikevaihto voi vaihdella merkittävästi neljännesten välillä lisenssimyyntien ajoitusten mukaisesti, mikä tuo aina kvartaalikohtaisen liikevaihdon ennustamiseen tiettyä epävarmuutta. Lisenssimyynti painottuu usein vuoden loppuun Q4:lle, minkä myötä Q4:n luvuissa onkin useimmiten eniten jännitettävää. Myös palvelumyyntin suhteelliset muutokset ovat suuria, mutta erän ollessa pieni on vaikutus konsernilukuihin kohtuullisen pieni. Myös palvelumyynti ajoittuu selvästi eniten loppuvuoteen Q4:lle, käyttöönottojen ajoituksessa enimmäkseen tänne.

Lyhyellä aikavälillä tukea liikevaihtoennusteille antavat luonnollisesti yhtiön ohjeistus, kommentit myyntinäkömien osalta sekä yhtiön tiedottamat kaupat. Pidemmällä

aikavälillä kasvuennusteisiin vaikuttavat muun muassa markkinan kasvuennusteet, yhtiön kilpailukyky markkinalla sekä luonnollisesti onnistuminen kasvustrategian toteuttamisessa, missä hyvien kumppanuuksien solmiminen on kriittisessä roolissa.

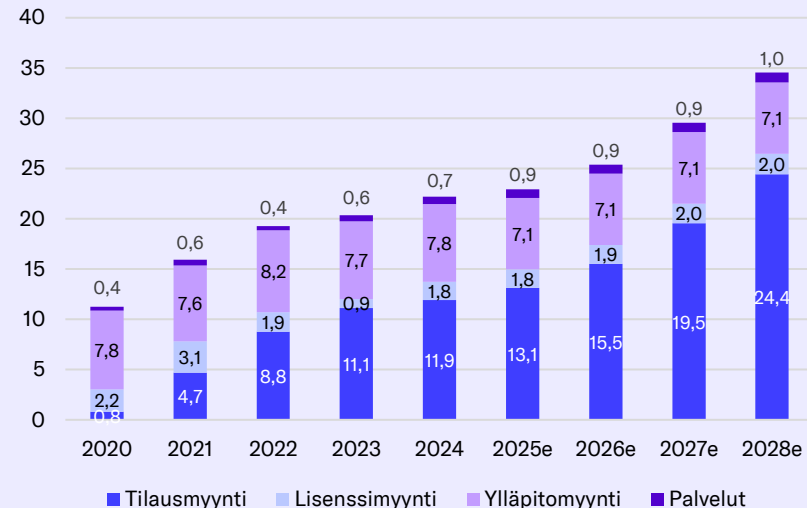
Tuore Leonardo-yhteistyö on nähdäksemme lisännyt lopputulemien hajontaa kasvun osalta selvästi. Potentiaali selvälle kasvun kiihtymiselle kumppanuuden myötä on mielestämme parantunut selvästi. SSH ei kuitenkaan nojaa tulevaisuuden kasvun osalta vain ja ainoastaan Leonardon varaan, sillä yhtiö ei halua olla täysin riippuvainen yhdestä kumppanista. Siten yhtiö panostaa edelleen olemassa olevaan kumppaniverkostoon ja etsii myös uusia kumppanuuksia.

SSH:n kulurakenne on käytännössä lähes täysin kiinteä, ja odotamme, että myytyjä tuotteita vastaavat kulut –erä on jatkossakin hyvin pieni. Tähän vaikuttaa se, missä määrin yhtiö onnistuu kasvattamaan SalaX- ja NQX-tuoteperheitä, kuluerän liittyessä pääosin näihin tuotteisiin. Kiinteän kulurakenteen vuoksi sen kehitys onkin lyhyellä aikavälillä suhteellisen hyvin ennustettavissa, ja tulostaso riippuu siten pitkälti liikevaihtokehityksestä. SSH:n kannattavuus skaalautuu lyhyellä aikavälillä hyvin liikevaihdon muutosten myötä. Luonnollisesti kasvu vaatii aina panostuksia, ja etenkin osakeannin jälkeen yhtiö tulee lisäämään panostuksia tuotekehitykseen sekä myyntiin ja markkinointiin, minkä myötä odotamme, että kiinteissä kuluissa tullaan näkemään selvää kasvua ensi vuonna.

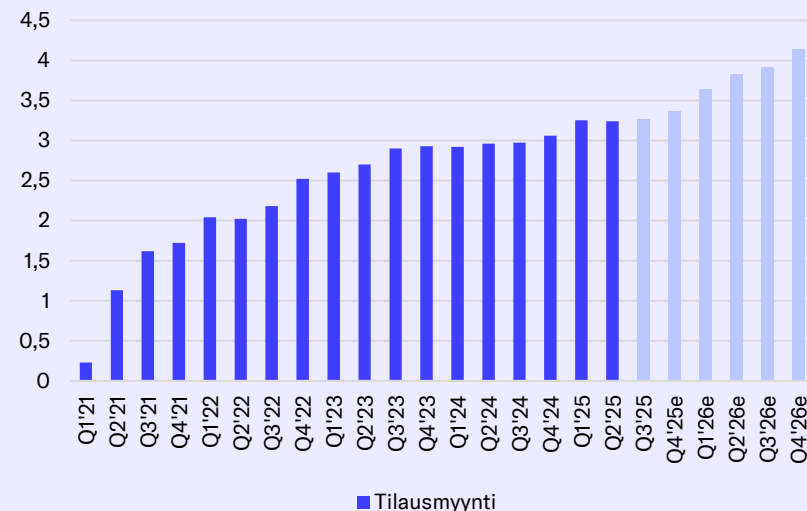
Vuoden 2025 ennusteet

Vuosi 2025 on jo pitkällä ja jäljellä on enää yksi neljännes. Q4 on toisaalta yhtiölle liikevaihdollisesti ja tuloksellisesti tärkein neljännes, joka vaikuttaa aina merkittävästi myös koko vuoden lukuihin.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Tilausmyynnin kehitys ja ennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/3

SSH on ohjeistanut vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan ja käyttökateen sekä liiketoiminnan rahavirran olevan positiiviset. Ensimmäisen yhdeksän kuukauden liikevaihto on kasvanut 5,8 % edellisvuoteen nähden, joten yhtiö on hyvässä tahdissa ohjeistukseensa nähden. Käyttökate yhtiö on kerryttänyt 1,4 MEUR, ja siten ohjeistus on myös tuloksen osalta mielestämme helposti saavutettavissa. Liiketoiminnan rahavirta on ollut vielä pakkasella, mutta rahavirta on tyypillisesti vahvin Q4:llä ja odotamme yhtiön yltävän ohjeistukseensa.

Odotamme SSH:n liikevaihdon kasvavan 4 % 23,0 MEUR:oon vuonna 2025. Q4:n osalta tämä tarkoittaisi negatiivista -1 %:n kasvua 6,7 MEUR:oon vahvalta vertailukaudelta, mitä tukivat suurehkot lisenssikaupat. Kasvu ei siten ennusteissamme kiihdy vielä merkittävästi tänä vuonna huolimatta Leonardo-yhteistyöstä. Yhtiö on kommentoinut tähän asti vasta yhdestä kaupasta Leonardon kautta, joskin myyntiputkessa pitäisi olla runsaasti lisää kauppvoja kypsymässä. Joka tapauksessa kyberturvaohjelmistoissa myyntisykli voi ventyä usein pitkiksi (noin 4-18kk), ja tämä korostuu etenkin nyt puolustussektorin asiakkaissa. Toisaalta maailman geopolittinen tilanne huomioiden, kyseisessä asiakassegmentissä voi olla tiettyä kiireen tuntua. Lisäksi se, että yhtiön uudet kaupat tulevat nykyään pääasiassa tilausmyynnillä, tarkoittaa sitä, etteivät uudet kaupat näy heti voimakkaasti kertaluonteisena liikevaihtoeränä. Tilausmyynti on kuitenkin loppuvuonna alkanut kehittyä nousujohteisesti. Tilausmyynnin odotamme kasvavan vuonna 2025 yhteensä 10 % 13,1 MEUR:oon. Q4:llä absoluuttisen tilausmyynnin taso saa nähdäksemme hyvää piristystä yhtiön Q3:lla [tiedottamista lukuisista](#) kaupoista. Vastatuulta kasvulle tulee etenkin ylläpitoliikevaihdon

laskusta (ennuste -9 %, 7,1 MEUR), jonka trendi on ollut jo jonkin aikaa supistuva uusmyynnin painottuessa tilausmyyntiin. Pienemmissä erissä, lisenssimyynnissä (+2 %) ja palveluissa (+21 %), odotamme kasvua.

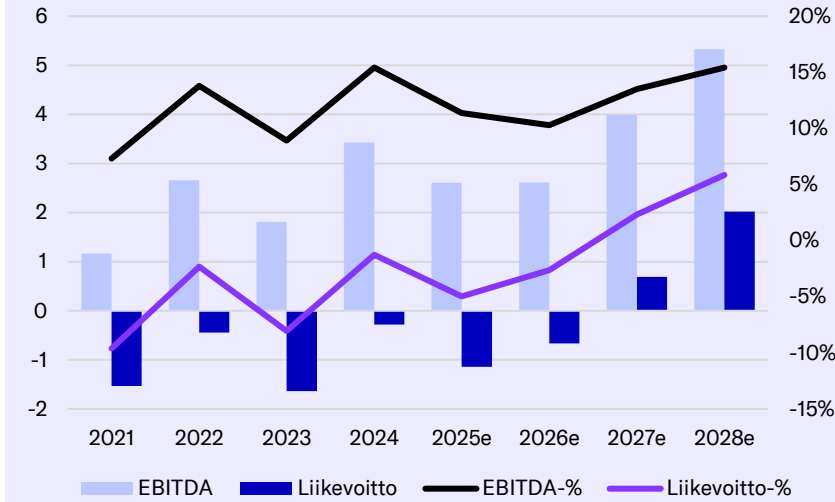
Odotamme SSH:n käyttökateen päätyvän vuonna 2025 2,6 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi hieman alle vertailukauden tasoista tulosta (2024: 3,4 MEUR). Siten kulut kasvavat ennusteissamme hieman nopeammin kuin ennustamamme liikevaihto. Käyttökate-ennusteemme tarkoittaisi noin 11 %:n käyttökatemarginaalia. Käyttökate vastaa kohtuullisen hyvin SSH:n liiketoiminnan tuottamaa rahavirtaa, mutta yhtiön aktivoimassa tuotekehityskulujaan ja hybridivelan korkojen myötä vapaa rahavirta jää tästä selvästi matalammaksi ja ennusteillamme tänä vuonna selvästi negatiiviseksi. Odotamme SSH:n liikevoiton päätyvän tänä vuonna -1,1 MEUR:oon (2024: -0,3 MEUR). Koko vuoden liikevoittoa rasittaa Q1:lle ajoittunut SalaX-tuoteperheeseen liittyvä -0,4 MEUR:n aktivoitujen tuotekehitysmenojen alaskirjaus, mikä osaltaan pienentää poistokuormaa jatkossa.

Vuoden 2026 ennusteet

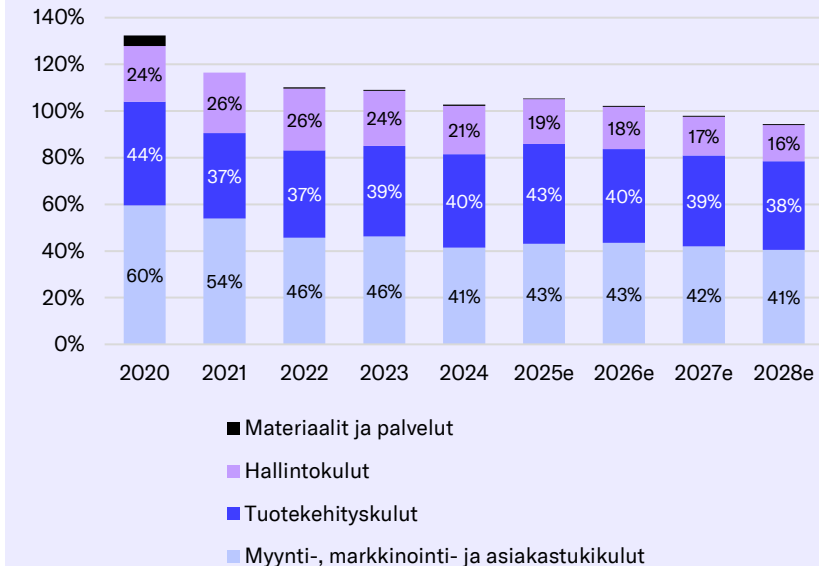
Vuosi 2026 tulee olemaan SSH:n sijoitustarinassa mielenkiintoinen vuosi, sillä tällöin Leonardo-yhteistyöstä pitäisi alkaa kotiutua kauppvoja ja näkyä myös selviä tuloksia kiihtyvän kasvun muodossa. Siihen, minkä kokoisia ja milloin kauppvoja solmitaan, liittyy luonnollisesti vielä merkittävää epävarmuutta.

Odotamme vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan noin 10 % 25,4 MEUR:oon. Tilausmyynnin odotamme kasvavan 18 % 15,5 MEUR:oon ja kasvun kiihtyvän asteittain vuoden edetessä yhtiön alkaessa kotiuttaa kauppvoja etenkin Leonardo-yhteistyön turvin.

Tulosennusteet (MEUR)



Kulurakenteen ennusteet % lv:sta



Ennusteet 3/3

Kokonaiskasvua hidastaa ennusteissamme ylläpitoliikevaihto, joka on vielä merkittävän kokoinen liikevaihtoerä. Odotamme sen liikevaihdon tasaantuvan ja pysyvän vuoden 2025 tasolla. Lisenssi- ja palveluliikevaihdossa odotamme pientä yksinumeroista kasvua vuoteen 2025 nähden.

Odotamme SSH:n käyttökatteen päätyvän 2,5 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi noin vuoden 2025 ennusteemme tasolla olevaa tulostasoa. Kasvusta huolimatta emme siten odota kannattavuuden vielä skaalautuvan, minkä taustalla ovat ennustamamme lisätyt kasvupanostuksen, joita yhtiö on kommentoinut lisäävänsä selvästi etupainotteisesti. Lisätyt panostukset näkyvätkin alkuun kulurakenteessa ja kasvussa vasta myöhemmin. Tämä vaikutus korostuu etenkin tilausmyynissä, jossa toteutuneet kaupat eivät realisoitu heti liikevaihdossa. Liikevoiton odotamme päätyvän -0,7 MEUR:oon.

Vuosien 2027-2028 ennusteet

Vuonna 2027 odotamme kokonaiskasvun kiihtyvän 16 %:iin ja liikevaihdon päätyvän 29,5 MEUR:oon. Ennustamme tilausmyynnin kasvuvauhdin kiihtyvän 26 %:iin. Siten kokonaiskasvua hidastavat ennusteissamme edelleen muut liikevaihtoerät (erityisesti ylläpitomyynti, jonka odotamme pysyvän vakaana). Vuonna 2027 odotamme SSH:n tuloksen lähtevän skaalautumaan selvemmin kasvun myötä. Kiinteä kulumassa kasvaa edelleen, mutta hieman liikevaihdon kasvua hitaammin, kun suurimmat etupainotteiset kasvuinvestoinnit ovat takanapäin. Odotamme käyttökatteen paranevan 3,8 MEUR:oon (13,1 % liikevaihdosta). Liikevoitto nousee ennusteissamme vuonna 2027 positiiviseksi 0,7 MEUR:oon.

Vuonna 2028 odotamme liikevaihdon kasvavan 17 % ja

käyttökatteen paranevan 5,2 MEUR:oon. Liikevoiton odotamme paranevan 2,0 MEUR:oon.

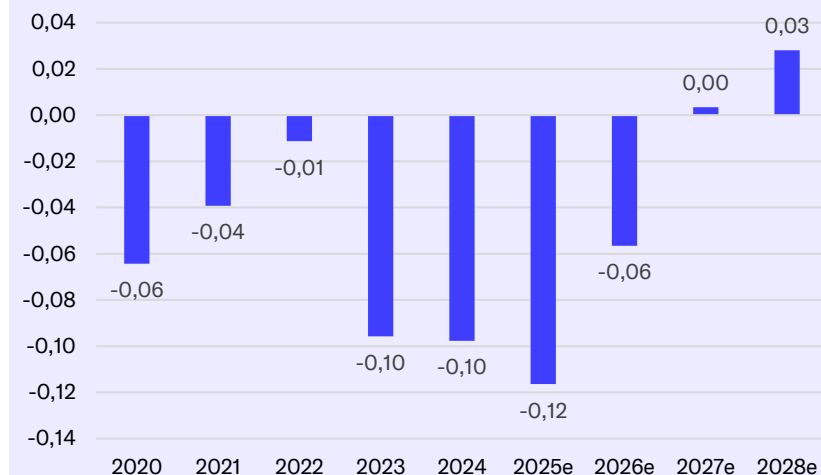
Hybridivelan kohtalo tulee vaikuttamaan EPS-ennusteisiin

Osakekohtaisen tuloksen odotamme saavuttavan noin nollatason vuonna 2027. Tämä edellyttää hybridivelan poismaksua, ja nykyiset ennusteemme odottavat yhtiön maksavan hybridilainansa pois vuonna 2026 Leonardon annista saamalla kassavaroilla. Lopulta tämän tilalle voidaan kuitenkin ottaa uutta velkaa, tai laina voidaan osittain konvertoida osakkeiksi. Mikäli hybridivelka jää taseeseen, sen korot (ja maksamattomien korkojen viivästyskorot) rasittavat osakekohtaista tulosta edelleen, ja tulostasoon vaaditaan vielä selvempi tasoloikka, jotta yhtiö yltäisi positiiviseen osakekohtaiseen tulokseen. Päätöksillä hybridilainan suhteen on siten vaikutusta lähivuosien osakekohtaiseen tulokseen.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2029-2033 odotamme SSH:n liikevaihdon kasvavan kaksinumeroista vauhtia (10-14 %) ja kannattavuuden skaalautuvan kasvun myötä. Ennusteissamme liikevoittomarginaali skaalautuu vuoden 2029 reilusta 8 %:sta vuoteen 2034 mennessä 20 %:iin, mikä on myös terminaaliodotuksemme. Nykyinen skenaario ennusteissa on siten varsin vahva SSH:n historiaan peilaten, ja yhtiöstä kuoriutuisi laadukas kannattavan kasvun yhtiö. Strategian onnistuessa erinomaisen hyvin SSH:lla on edellytyksiä ennusteitamme vahvempaankin kasvu- ja kannattavuuskehitykseen. SSH:n erittäin korkeiden bruttomarginaalien myötä yhtiön kannattavuuspotentiaali on hyvin korkea yhtiön kasvaessa suuremmaksi. Tämän ennustamiseksi tarvitaan kuitenkin vielä näyttöjä (etenkin Leonardo-yhteistyön osalta).

EPS ennusteet



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	20,3	5,0	5,11	5,3	6,8	22,2	5,4	5,41	5,5	6,7	23,0	25,4	29,5	34,5
Tilausmyynti	11,1	2,9	3,0	3,0	3,0	11,9	3,3	3,2	3,4	3,4	13,2	15,5	19,5	24,4
Lisenssimyynti	0,9	0,1	0,2	0,1	1,4	1,8	0,3	0,1	0,2	1,2	1,9	1,9	1,9	2,0
Ylläpitomyynti	7,8	1,9	1,9	1,9	2,1	7,8	1,8	1,8	1,7	1,8	7,1	7,1	7,1	7,1
Palvelumyynti	0,6	0,1	0,1	0,2	0,3	0,7	0,1	0,2	0,2	0,4	0,9	0,9	0,9	1,0
Käyttökate	1,8	0,3	0,5	0,9	1,8	3,4	0,2	0,4	0,8	1,2	2,6	2,5	3,8	5,2
Poistot ja arvonalennukset	-3,4	-1,0	-1,0	-0,8	-0,9	-3,7	-1,3	-0,8	-0,8	-0,8	-3,7	-3,2	-3,2	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,6	-0,7	-0,5	0,1	0,8	-0,3	-1,1	-0,4	0,0	0,4	-1,1	-0,7	0,7	2,0
Liikevoitto	-1,6	-0,7	-0,5	0,1	0,8	-0,3	-1,1	-0,4	0,0	0,4	-1,1	-0,7	0,7	2,0
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	-2,1	-0,8	-0,7	0,0	0,9	-0,6	-1,2	-0,6	0,0	0,2	-1,7	-1,2	0,2	1,5
Verot	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,5	-0,8	-0,8	-0,1	0,6	-1,1	-1,4	-0,7	0,0	0,1	-1,9	-1,2	0,2	1,5
EPS (oikaistu)	-0,10	-0,03	-0,05	-0,02	0,00	-0,10	-0,11	-0,03	-0,02	-0,01	-0,12	-0,06	0,00	0,03
EPS (raportoitu)	-0,10	-0,03	-0,05	-0,02	0,00	-0,10	-0,11	-0,03	-0,02	-0,01	-0,12	-0,06	0,00	0,03

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	5,4 %	4,8 %	4,1 %	1,6 %	24,2 %	9,0 %	8,0 %	5,8 %	4,0 %	-0,8 %	3,9 %	10,4 %	16,0 %	17,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	268,7 %	2,9 %	-33,1 %	-50,0 %	-324,5 %	-83,0 %	52,6 %	-14,0 %	-67,7 %	-55,9 %	291,2 %	-38,8 %	-203,1 %	193,8 %
Käyttökate-%	8,7 %	5,7 %	10,5 %	16,4 %	26,0 %	15,5 %	3,7 %	7,7 %	15,2 %	17,4 %	11,4 %	9,8 %	13,1 %	15,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-8,1 %	-14,0 %	-9,4 %	1,2 %	12,4 %	-1,3 %	-19,8 %	-7,6 %	0,4 %	5,5 %	-4,7 %	-2,6 %	2,3 %	5,9 %
Nettotulos-%	-12,3 %	-15,2 %	-15,2 %	-2,4 %	8,7 %	-4,9 %	-25,5 %	-12,0 %	-0,5 %	2,0 %	-8,4 %	-4,6 %	0,6 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	22,6	21,0	19,3	18,5	17,8
Liikearvo	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Aineettomat hyödykkeet	12,5	10,9	9,2	8,4	7,7
Käyttöomaisuus	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,7	9,1	24,5	12,5	16,2
Vaihto-omaisuus	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Muut lyhytaikaiset varat	2,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Myyntisaamiset	4,2	5,4	5,8	6,3	7,4
Likvidit varat	2,2	2,9	18,0	5,3	7,9
Taseen loppusumma	31,4	30,1	43,9	31,0	34,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	9,5	9,0	22,2	7,6	7,8
Osakepääoma	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kertyneet voittovarot	-34,2	-34,9	-41,2	-44,3	-44,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	12,0	12,0	11,5	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	24,1	24,0	44,0	44,0	44,0
Vähemmistöosuus	6,5	6,7	6,7	6,7	6,7
Pitkäaikaiset velat	5,1	4,9	4,8	4,8	4,8
Laskennalliset verovelat	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,7	1,1	1,0	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Lyhytaikaiset velat	16,7	16,2	16,9	18,6	21,4
Korolliset velat	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,7	15,4	16,1	17,8	20,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	31,4	30,1	43,9	31,0	34,0

Arvostus 1/4

SSH:n pörssitaival on ollut sen sijoittajille kivikkoinen

SSH listautui vuonna 2000 korkealla valuaatiolla, minkä jälkeen osake romahti IT-kuplan puhjettua. Tämän jälkeen kehitys on ollut vaihtelevaa. Vaikka osakkeessa on ajoittain nähty selviä nousujaksoja sijoittajien innostuessa kasvutarinasta, fundamentit eivät ole historiallisesti tukeneet näitä kurssinousuja. Taloudelliset heikot jaksot (erityisesti 2015-2016) ovat myös osakeantien myötä johtaneet osakekannan diluutioon.

Tänä vuonna SSH:n osake on ollut voimakkaassa nousussa (YTD: 213 %), mikä on ollut seurausta heinäkuun alussa tiedotetusta Leonardo-yhteistyöstä. Osake käytännössä tuplasi heti tiedotteen jälkeen, mutta tämänkin jälkeen osake jatkoi nousutrendissä yhtiön ympärillä olevan suotuisan uutisvirran vuoksi. Kurssinousu uutiseen oli perusteltua, sillä yhtiön kasvunäkymät saivat uuden merkittävän piristysruiskeen, minkä lisäksi taseasema vahvistui ja rahoitusriskit laskivat osakeannin myötä. Yhtiö otti odotuksia kasvun kulmakertoimen ja ajoittumisen osalta hieman alas lokakuussa pidetyillä pääomamarkkinapäivillä ja syksyn mittaan osakekurssi onkin tullut huipuistaan alas jo noin 35 %. Silti tänä vuonna käytännössä kolminkertaistuneen kurssin myötä osakkeeseen ladatut kasvuodotukset ovat mielestämme edelleen hyvin vaativia. SSH:n kokoluokan täytyisi nähdäksemme selvästi yli kaksinkertaistua keskipitkällä aikavälillä, ja kannattavuuden skaalautua samalla voimakkaasti, jotta nykyarvostus olisi perusteltu.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

SSH:n historialliset näytöt kannattavasta kasvusta ovat vaisut. Kasvua on onnistuttu ajoittain saamaan, mutta tulosta yhtiön edelleen pienessä kokoluokassa ei ole vielä

onnistuttu tekemään. Tämä korostaa mielestämme sitä, kuinka vaikeaa pienen yhtiön on rajatuilla resursseilla kilpailla globaaleilla kyberturvamarkkinoilla. Kyberturva-ala on myös yleisesti hyvin kilpailtu, mikä jossain määrin rajaa yhtiöiden hinnoitteluvoimaa. Pienelle ohjelmistoyhtiölle onnistunut kumppanistrategia on kasvun kannalta hyvin kriittinen ja siksi tuore Leonardo-yhteistyö onkin yhtiölle hyvin tärkeä.

Kasvu on SSH:n sijoitustarinan tässä vaiheessa kriittisin arvoajuri. Nykyisessä kokoluokassa yhtiön on vielä vaikea tehdä merkittävää tulosta, sillä kilpailu kansainvälisillä kyberturvamarkkinoilla vaatii taakseen esimerkiksi tietyn kokoluokan tuotekehityspanostuksia sekä myyntitiimin. Uusi liikevaihto on SSH:n tapauksessa hyvin arvokasta, sillä se on nykyään pääasiassa jatkuvaa ja erittäin korkeakatteista, mikä mahdollistaa tulostason asteittaisen nousun.

Leonardo-yhteistyö on parantanut yhtiön kasvupotentiaalia selvästi. Kumppanuus on myös hyvin arvokas referenssi ja toimii osoituksena yhtiön tuotteiden laadusta. Toisaalta kumppanuuden vuoksi nousseen osakekurssin myötä kasvuodotukset ovat sijoittajien mielestä korostetusti kyseisen kumppanuuden ja puolustussektorin vahvan vedon harteilla.

SSH:lla on taseessa edelleen hybridivelkaa. Uskomme, että vahvistuneen taseaseman myötä yhtiö pyrkii joko rahoittamaan velan uudelleen halvemmalla rahoituksella tai konvertoimaan sen osakkeiksi, millä on omat vaikutuksensa rahoituskuluihin tai osakekannan diluutioon. Osakkeen noussut arvostus mahdollistaisi hybridin hoitamisen nähdäksemme omistajien kannalta hyvillä ehdoilla (velan konvertointi osakkeiksi).

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,25	3,25	3,25
Osakemäärä, milj. kpl	54,3	54,3	54,3
Markkina-arvo	176	176	176
Yritysarvo (EV)	179	180	177
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100
P/E	neg.	neg.	>100
P/Kassavirta	8,5	>100	56,6
P/B	44,4	>100	>100
P/S	7,7	6,9	6,0
EV/Liikevaihto	7,8	7,1	6,0
EV/EBITDA	68,1	72,1	46,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/4

Arvonmääritysmenetelmät

SSH:n edelleen tappiollisen tuloksen vuoksi sen arvostusta ei voi tarkastella nykyisen tuloskunnon perusteella (positiivinen käyttökate, mutta alimmat rivit ja kassavirta pakkasella). Siten arvonmääritys ja arvostuksen tarkastelu pohjautuukin pääasiassa DCF-malliin ja sen erilaisiin skenaarioihin, verrokkeihin sekä liikevaihtopohjaisiin arvostuskertoimiin.

Liikevaihtopohjaiset kertoimet korkealla tasolla

SSH:n vuoden 2025 EV/S-kerroin (yritysarvon suhde liikevaihtoon) on 7,8x. Arvostuskerroin on hyvin korkea huomioiden yhtiön tämänhetkinen (vuoden 2025) kasvuvauhti ja vielä tappiollinen tulos. Siten arvostus hinnoittelee sisäänsä erittäin voimakasta skaalautuvaa kasvua tulevina vuosina. Vuosien 2026-2027 kertoimet ovat 7x-6x, mitkä ovat edelleen korkeita. Luonnollisesti kerroin on hyvin riippuvainen ennustetusta kasvuvauhdista, mutta nykyisillä ennusteillamme kertoimet eivät ole perusteltuja. Ennusteillamme vuosikymmenen lopussa vuonna 2029 kerroin on 4x. Kerroin on korkeahko edelleen huolimatta siitä, että ennusteissamme yhtiö on kasvanut tuohon mennessä merkittävästi ja tekee jo selvästi positiivista kannattavuutta. Korkeat EV/S-kertoimet viestivätkin siitä, että osake hinnoittelee sisäänsä ennusteitamme selvästi voimakkaampaa kannattavaa kasvua.

Tuntuva preemio verrokkeihin nähden

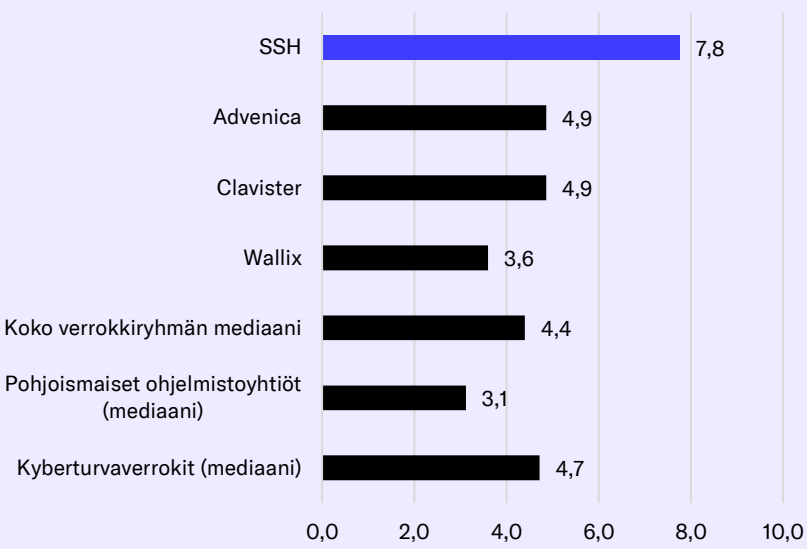
SSH:lle pystyy luomaan kohtuullisen hyvän verrokkiryhmän, vaikka identtisen profiilin yhtiöitä onkin vaikeampi löytää. Verrokkiryhmämme koostuu käytännössä kahdesta ryhmästä: globaaleista suurista kyberturvayhtiöistä ja

pohjoismaisista pienistä ohjelmistoyhtiöistä (mukana muutama myös kyberturvayhtiö). Kyberturvayhtiöt ovat luonnollisesti toimialan vuoksi sopivampi ryhmä, mutta tähän kuuluvat ovat pääsääntöisesti huomattavasti SSH:n kokoluokkaa suurempia ja selvästi kannattavampia yhtiöitä. Toinen ryhmä, pohjoismaalaiset ohjelmistoyhtiöt, vastaavat liiketoiminnallisesti paremmin SSH:ta. Tämä on siksi mielestämme jossain määrin parempi verrokkiryhmä SSH:lle, vaikka toimiala ei olekaan täysin sama.

Koko verrokkiryhmän vuoden 2025 EV/S-kertoimen mediaani on 4,4x ja vuoden 2026 kerroin on 3,8x. Matalia kertoimet eivät ole, mutta näihin nähden SSH:n kertoimet ovat silti merkittävällä preemiolla (~75-85 %). Ero on suuri huomioiden, että verrokkiryhmän mediaaniyhtiö on myös jo hyvin kannattava (mediaani EBIT-% noin 16 %). Myös tarkastelemalla ennustamaamme SSH:n kasvun ja kannattavuuden yhdistelmää (Rule of 40) näemme, että osaketta hinnoitellaan selvällä preemiolla.

Kyberturvayhtiöitä hinnoitellaan korkeammilla kertoimilla, näiden vuoden 2025 mediaani EV/S-kertoimen ollessa 4,7x, kun taas pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden kerroin on 3,1x. Tämä korostaa suuren kokoluokan ja toki vahvan kannattavuuden vaikutusta hyväksyttävään arvostuskertoimeen. Joka tapauksessa, molempiin verrokkiryhmiin nähden SSH:n osaketta hinnoitellaan merkittävällä preemiolla. Tämä viestii mielestämme ennen kaikkea sijoittajien odotuksista Leonardo-yhteistyön tuomasta voimakkaasta kasvusta puolustussektorilla, sillä vielä vuoden alussa SSH:n osaketta hinnoiteltiin alennuksella suhteessa verrokkiryhmään.

Verrokkiryhmän EV/S 2025e



Arvostus 3/4

Verrokkiryhmässä on mukana myös muutama Ruotsiin listattu pienempi kyberturvayhtiö (Clavister, Advenica & Yubico). Erityisesti Clavister ja Advenica ovat tuotealueidensa ja kokoluokkansa puolesta SSH:lle varsin läheisiä verrokkeja. Molempien yhtiöiden viime vuosien kasvu on ollut SSH:ta nopeampaa. Clavisteria hinnoitellaan 5x EV/S-kertoimella ja Advenicaa 3x –kertoimella. Näihin nähden SSH:ta hinnoitellaan siten selvällä preemiolla.

Toinen yksittäinen hyvä verrokki on mielestämme ranskalainen Wallix, joka on yhtiölle kilpailija ja kokoluokaltaan vielä kohtuullisen pieni. Yhtiötä hinnoitellaan 3,6x EV/S-kertoimella, eli selvällä alennuksella SSH:hon nähden.

DCF-skenaariot

Lähestymme DCF-mallinnusta kolmen skenaarion kautta. SSH:n hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavat merkittävästi sen tuleva kasvuvauhti ja miten kannattavuus skaalautuu kasvun mukana, joihin luonnollisesti liittyy huomattavaa epävarmuutta. Myös tuottovaatimuksella on merkittävä vaikutus osakkeen arvostukseen.

Perusskenaario vastaa nykyisiä ennusteitamme, jossa liikevaihto nousee vuoteen 2034 mennessä 63 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali 20 %:iin. Perusskenaarion osoittama osakekohtainen arvo on 2,0 euroa 10,7 %:n tuottovaatimuksella, missä on merkittävä laskuvara osakkeen nykyiseen arvostukseen. Siten osake hinnoitteleekin nykyennusteitamme selvästi voimakkaampaa skaalautuvaa kasvua.

Optimistisessa skenaariossa liikevaihto kasvaisi vuoteen 2034 mennessä 94 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali yltäisi

25 %:iin. Skenaario vaatisi nähdäksemme taakseen erittäin vahvaa myyntiä Leonardo-kumppanuuden kautta ja että SSH:n tuotteilla olisi merkittävä rooli Leonardon Cyber & Security -segmentin kasvussa (2024 liikevaihto 648 MEUR). Osakekohtaiseksi arvoksi tässä skenaariossa tulisi 3,3 euroa 10,7 %:n tuottovaatimuksella. Siten osakkeeseen on tällä hetkellä hinnoiteltu nähdäksemme pitkälti optimistisen skenaarion mukainen kehitys.

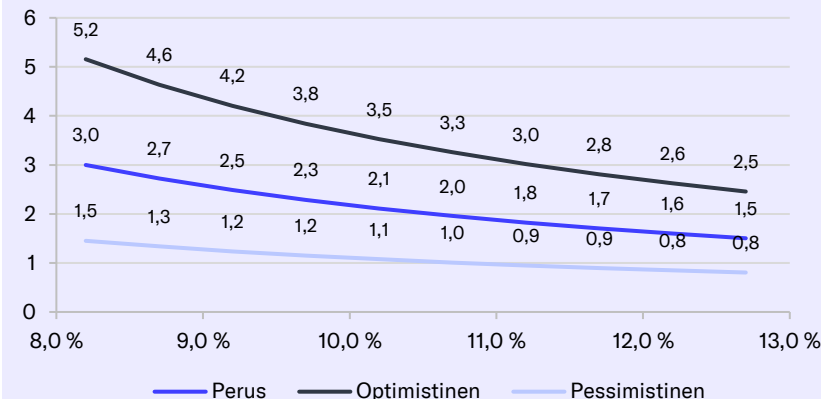
Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto kasvaa vuoteen 2034 mennessä 42 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali yltää 13 %:iin. Yhtiö kasvaa siten tässäkin skenaariossa kymmenen vuoden aikana uuteen kokoluokkaan ja liiketoiminta kääntyy selvästi kannattavaksi. Tämän skenaarion osoittama osakekohtainen arvo on 1,0 euroa osakkeelta 10,7 %:n tuottovaatimuksella osoittaen merkittävää laskuvaraa osakkeelle.

Tuotto-odotus eri skenaarioissa

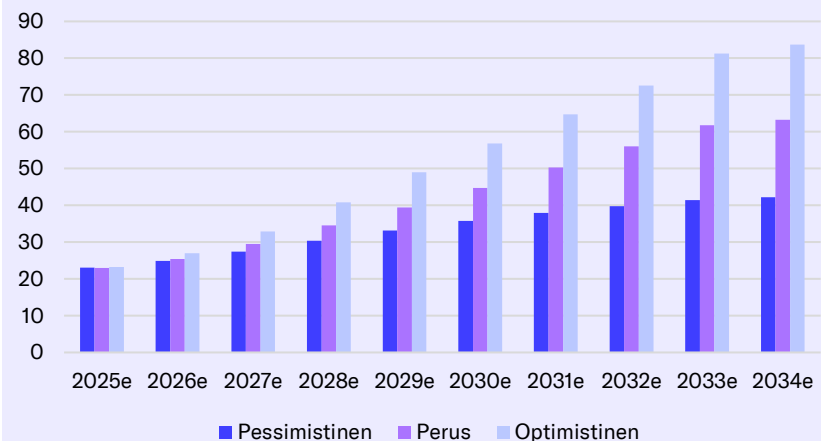
Arvostusta ja osakkeen tuotto-odotusta voi myös tarkastella erilaisten keskipitkän aikavälin skenaarioiden kautta. Olemme rakentaneet kolme eri skenaariota kuluvaan vuosikymmenen loppuun eli vuoden 2029 loppuun.

Perusskenariomme pohjautuu nykyisiin ennusteisiimme. Tulospohjaisesti yhtiön arvostusta ei ole vielä järkevää tarkastella tuolloin, sillä ennustamallamme 8 %:n liikevoittomarginaalilla osakkeen EV/EBIT-kerroin olisi vielä vuonna 2029 erittäin korkea 48x. Tämä osaltaan viestii osakkeeseen hinnoitellusta skaalautuvasta kasvusta. Perusskenariossamme olemme asettaneet vuoden 2029 EV/S-kertoimeksi 4x, minkä myötä osakkeen potentiaali olisi pitkälti nykytasolla ja vuotuinen tuotto-odotus olisikin noin 0 %.

DCF-arvo per osake eri skenaarioissa (WACC-%)



Liikevaihto eri skenaarioissa



Arvostus 4/4

Optimistisessa skenaariossa liikevaihto kasvaa keskimäärin 21 % vuodessa, ja tässä skenaariossa olemme asettaneet vuoden 2029 EV/S-kertoimeksi 6x. Vuotuiseksi tuotto-odotukseksi muotoutuisi tässä skenaariossa noin 13 %. Tässä skenaariossa vuotuinen tuotto ylittäisi siis hieman tuottovaatimuksen. Skenaariossa on kuitenkin hyvä huomioida, että periodin lopun kerroin (EV/S 6x) edellyttää vahvaa kannattavan kasvun näkymää myös periodin lopulla.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto kasvaa keskimäärin lähes 10 % vuodessa. Tämäkään ei ole mikään katastrofiskenaario, sillä keskimääräinen kasvu olisi kuitenkin käytännössä vahvempaa mihin yhtiö on historiassa keskimäärin kyennyt. Joka tapauksessa Leonardo-yhteistyön osalta tämä tarkoittaisi mielestämme jonkinasteista epäonnistumista tai ainakin potentiaalia sen osalta olisi jätetty pöydälle. Tässä skenaariossa olemme asettaneet EV/S-kertoimeksi 2,5x. Potentiaali nykykurssiin olisi -50 % ja vuotuinen tuotto-odotus olisi siten tuntuvasti pakkasella -20 %:ssa.

Emme näe yhtiötä ostokohteena ainakaan lyhyellä aikavälillä

SSH:ta on pidetty pitkään sijoittajien parissa potentiaalisena yritysostokohteena. Leonardon sijoitus yhtiöön on osaltaan lisännyt jälleen tätä keskustelua joidenkin sijoittajien spekuloidessa, että Leonardo voisi ostaa koko yhtiön. Sijoituksen yhteydessä Leonardolle annettu osakkeiden etuosto-oikeus osaltaan varmasti lisää spekulatioita tämän osalta. Etuosto-oikeus joka tapauksessa aiheuttaa sen, että myynti muulle kuin Leonardolle on täysin Leonardon käsissä. Leonardon mittakaavassa SSH on suhteellisen pieni sijoitus ja arvioimme strategisen kumppanuuden olevan sille tärkeämpi kuin voittojen tekeminen osakkeiden

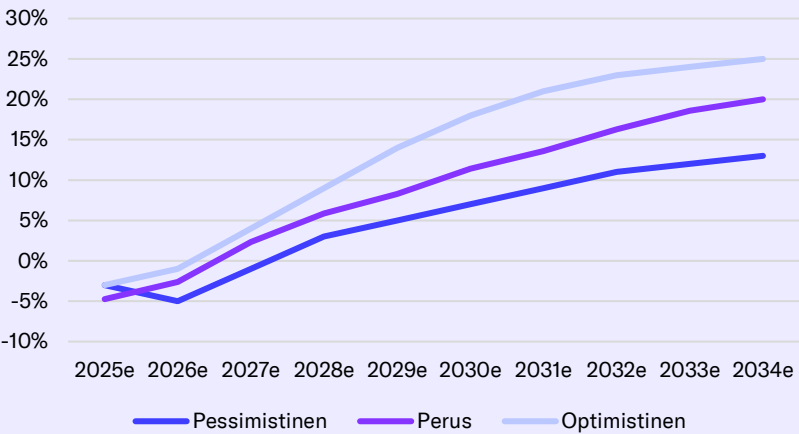
arvonnousun kautta (finanssisijoitus), ja sitä kautta emme odota Leonardon haluavan myydä omistustaan ainakaan lähitulevaisuudessa.

Pitkällä tähtäimellä pidämme mahdollisena, että Leonardo voisi olla kiinnostunut ostamaan koko yrityksen itselleen. Haasteeksi tässä voisi muodostua SSH:n rooli suomalaisella kyberturva-alalla. Arviomme mukaan Suomen valtiolliset tahot voisivat suhtautua mahdolliseen myyntiin nuivasti etenkin Kyberleijonat-yhteisyrityksen tuotteiden osalta (NQX sekä Deltagon-yritysoston pohjalta rakennettu Turvaviestin). Siten mikäli Leonardo haluaisi jonain päivä ostaa koko yhtiön itselleen, tulisi kyseiset tuotteet todennäköisesti irrottaa kokonaisuudesta jollain tapaa. Joka tapauksessa uskomme, että ainakin lyhyellä aikavälillä Leonardo haluaa rakentaa yhteistä kumppanuutta rauhassa emmekä näe, että yhtiö olisi ainakaan vielä ostamassa koko yhtiötä itselleen.

Yhteenveto arvostuksesta ja sijoitusnäkemys

Mielestämme kaikilla tarkastelukeinoilla SSH:n arvostus näyttää kuluvaan vuoden voimakkaan kurssinousun jälkeen kalliilta ja osake hinnoittelee sisäänsä erittäin voimakasta skaalautuvaa kasvua etenkin Leonardo-kumppanuuden turvin ilman, että tästä on vielä saatu varsinaisia näyttöjä. Sijoittaja joutuu nykarvostuksella kantamaan mielestämme liikaa riskiä voimakkaan kasvun realisoitumisen ja arvostuskertoimien kestävyys suhteen. Jotta sijoittaja saisi nykytasoilta vielä hyviä tuottoja pitää yhtiön liiketoiminnan kehittyä huomattavasti perusskenaarion ennusteitamme vahvemmin ja kokoluokan käytännössä moninkertaistua keskipitkällä aikavälillä. Kaiken kaikkiaan nykyisellä arvostustasolla tuotto-riskisuhde on mielestämme heikko.

Liikevoitto-% eri skenaarioissa



Skenaariot vuoteen 2029	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	33,1	39,4	49,0
Kasvu (CAGR 25-29)	9,6 %	14,5 %	20,9 %
x hinnoittelukerroin (EV/S)	2,5x	4x	6x
Yritysarvo 2029e (MEUR)	82,8	157,7	293,9
Nettokassa 2029e (MEUR)	5	15,9	40
Osakekannan arvo (MEUR)	87,8	173,6	333,9
Per osake (EUR)	1,6	3,2	6,1
Potentiaali	-50 %	-2 %	89 %
Vuotuinen tuotto-odotus	-20 %	0 %	13 %

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	P/E		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Liikevaihdon kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2026e
Wallix	149	148	736,7	26,3	57,9	17,7	3,6	2,9	20 %	23 %		11 %	34 %
Okta	12059	10319	28,4	23,4	19,9	15,0	4,6	4,1	16 %	11 %	22 %	26 %	37 %
Gen Digital	14230	21186	12,0	10,5	10,5	9,4	6,2	4,9	3 %	26 %	59 %	51 %	77 %
Trend Micro	6189	5018	31,5	24,6	11,1	10,5	3,3	3,2	1 %	4 %			
Rapid7	792	1213	6,8	7,0	8,7	8,2	1,6	1,6	2 %	2 %	16 %	16 %	18 %
Fortinet	50983	49133	29,3	26,9	22,9	20,7	8,4	7,5	15 %	11 %	35 %	34 %	45 %
Palo Alto	110835	108301	55,9	47,4	43,6	36,7	13,6	11,8	15 %	15 %	28 %	30 %	45 %
Check Point Software	17626	16348	16,6	17,7	16,3	15,6	6,9	6,5	7 %	6 %	41 %	40 %	46 %
Qualys	4460	4096	20,6	19,5	15,4	14,7	7,1	6,6	10 %	8 %	44 %	43 %	51 %
NCC Group	525	554	27,9	23,7	10,8	10,3	1,6	1,6	-6 %	2 %	10 %	9 %	11 %
Tenable Holdings	2704	2681	17,1	14,9	13,1	11,8	3,1	2,9	11 %	8 %	22 %	23 %	31 %
SailPoint Inc	9011	8770		87,0	76,6	53,8	11,8	9,6		24 %	15 %	14 %	38 %
Cloudflare Inc	56761	56079	203,5	154,7	134,5	98,6	30,1	23,6	29 %	28 %	13 %	14 %	42 %
Varonis Systems	3213	2991	239,3	93,3	917,3	87,0	5,6	4,8	11 %	16 %	-1 %	4 %	20 %
Zscaler	38117	36489	86,5	74,7	61,9	48,8	15,8	12,8	24 %	23 %	21 %	22 %	45 %
Secunet Security Networks AG	1154	1151	35,1	30,6	17,3	15,4	2,7	2,4	6 %	10 %	11 %	11 %	21 %
Clavister	90	104		64,4	24,8	15,6	4,9	4,1	25 %	18 %	1 %	9 %	27 %
Advenica	57	50	142,0	71,0	91,5	54,9	3,1	2,8	8 %	10 %	3 %	5 %	15 %
Yubico	703	627	42,2	23,4	23,5	15,1	3,1	2,6	-7 %	15 %	12 %	17 %	32 %
Enea AB	130	151	23,5	11,8	6,2	5,7	1,9	1,8	-3 %	4 %	13 %	14 %	18 %
Admicom	208	198	22,1	19,2	16,8	14,0	5,3	4,8	6 %	7 %	31 %	33 %	40 %
Formpipe Software	135	133	171,3	61,6	38,5	36,2	4,6	5,4	-39 %	-15 %	5 %	11 %	
F-Secure	310	458	11,1	10,8	8,9	8,4	3,1	2,9	0 %	1 %	29 %	29 %	30 %
Qt Group	788	890	21,8	17,8	17,4	12,8	4,2	3,4	2 %	18 %	22 %	23 %	41 %
LeadDesk	46	55	28,1	23,0	8,8	7,1	1,4	1,3	25 %	4 %	7 %	8 %	12 %
Lime Technologies	377	390	36,4	28,6	18,7	15,7	5,8	5,1	8 %	14 %	20 %	23 %	37 %
Safeture	17	15			20,7	15,1	2,9	2,6		12 %		3 %	15 %
Teneo AB	25	47				171,4	5,6	3,6	12 %	54 %	-42 %	-11 %	43 %
Sinch	2031	2552	77,3	33,1	8,1	7,6	1,0	1,0	-4 %	2 %	3 %	6 %	8 %
Bimobject	65	48					2,6		21 %				
Addnode Group	1228	1402	35,9	23,4	15,3	12,8	2,7	2,5	-28 %	9 %	10 %	12 %	21 %
Pexip Holding	499	458	28,8	24,8	17,3	15,1	4,4	4,1	11 %	8 %	21 %	22 %	30 %
Smartcraft	319	309	35,6	28,1	18,1	15,2	6,5	5,9	9 %	10 %	23 %	26 %	36 %
SSH (Inderes)	176	179	-27,9	-57,5	68,1	72,1	7,8	7,1	4 %	10 %	-5 %	-3 %	8 %
Keskiarvo			79,4	37,4	57,2	28,0	5,7	5,0	7 %	12 %	17 %	19 %	32 %
Mediaani			30,4	24,7	17,4	15,1	4,4	3,8	8 %	10 %	16 %	16 %	33 %
Erutus-% vrt. mediaani			-192 %	-333 %	292 %	378 %	76 %	85 %					

Lähde: Refinitiv / Inderes

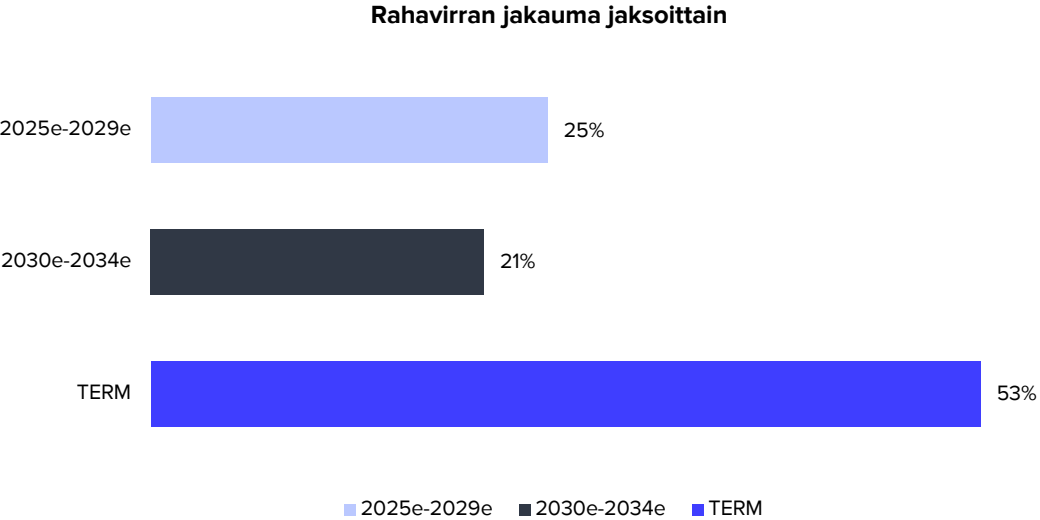
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	3,9 %	10,4 %	16,0 %	17,2 %	14,1 %	13,4 %	12,5 %	11,4 %	10,2 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	-1,3 %	-4,7 %	-2,6 %	2,3 %	5,9 %	8,3 %	11,4 %	13,6 %	16,3 %	18,6 %	20,0 %	20,0 %
Liikevoitto	-0,3	-1,1	-0,7	0,7	2,0	3,3	5,1	6,8	9,1	11,5	12,7	
+ Kokonaispoistot	3,7	3,7	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	2,9	2,8	2,9	3,0	
- Maksetut verot	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,1	0,3	1,0	1,8	2,2	2,1	2,3	2,4	2,5	2,5	0,7	
Operatiivinen kassavirta	3,1	2,8	3,5	5,6	7,4	8,7	10,8	12,2	14,4	16,9	16,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,1	-2,1	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0	-3,1	-3,1	-3,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,5	0,7	1,2	3,1	4,8	6,0	8,0	9,2	11,3	13,8	13,3	
+/- Muut	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,5	20,7	1,2	3,1	4,8	6,0	8,0	9,2	11,3	13,8	13,3	166
Diskontattu vapaa kassavirta		20,5	1,1	2,5	3,5	3,9	4,7	4,9	5,5	6,0	5,3	66,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		124	104	102	99,9	96,4	92,5	87,7	82,8	77,3	71,3	66,0
Velaton arvo DCF		124										
- Korolliset velat		-13,9										
+ Rahavarat		2,9										
-Vähemmistöosuus		-6,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		106										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,0										

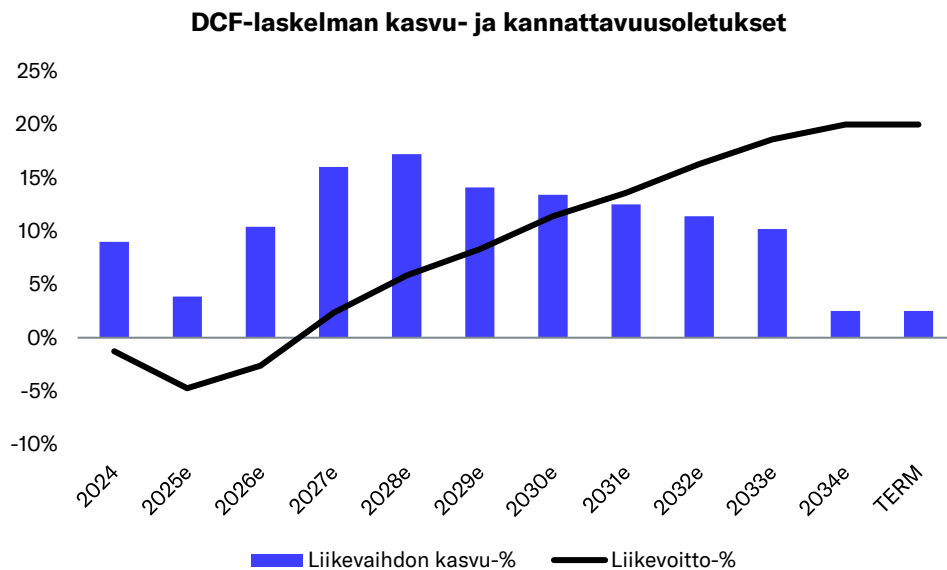
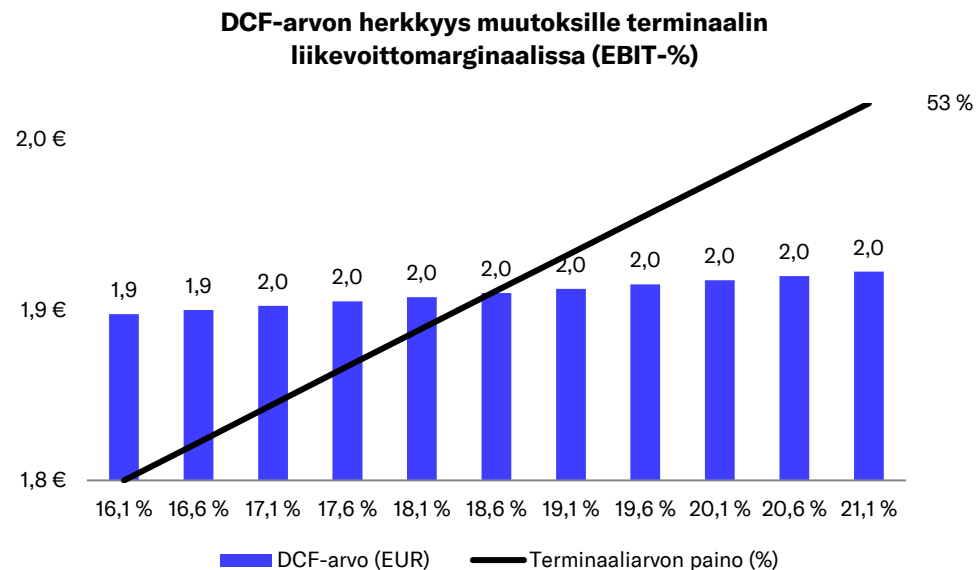
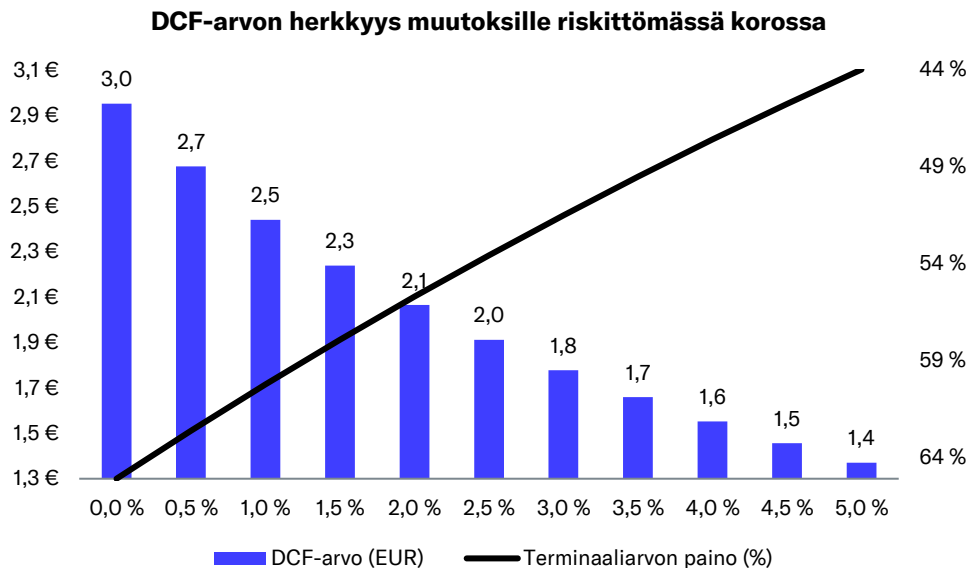
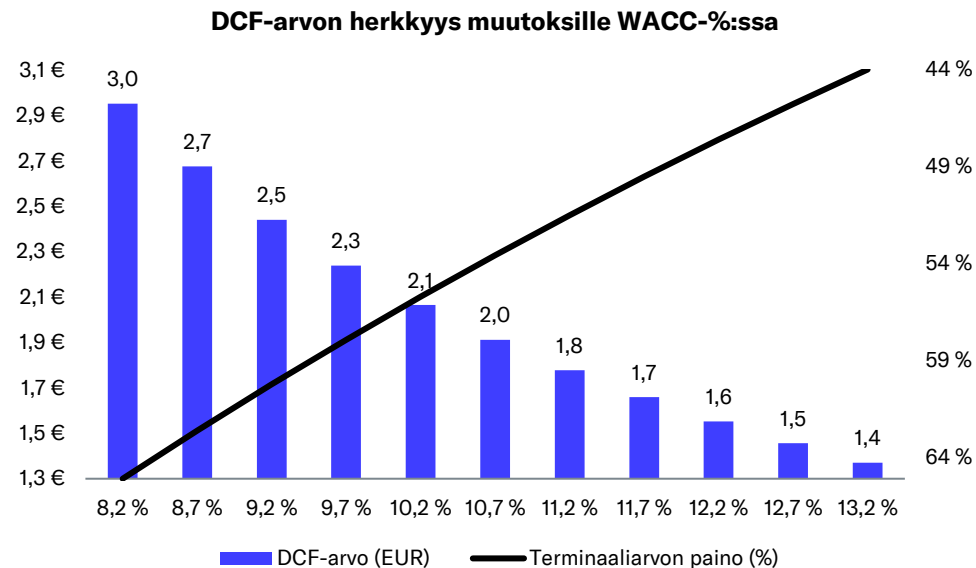
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	19,3	20,3	22,2	23,0	25,4
Käyttökate	-0,4	1,8	3,4	2,6	2,5
Liikevoitto	-0,4	-1,6	-0,3	-1,1	-0,7
Voitto ennen veroja	-0,4	-2,1	-0,6	-1,7	-1,2
Nettovoitto	-0,4	-2,5	-1,1	-1,9	-1,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	38,1	31,4	30,1	43,9	31,0
Oma pääoma	11,1	9,5	9,0	22,2	7,6
Liikearvo	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Nettovelat	-4,3	-0,5	-1,1	-16,2	-3,5

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	-0,4	1,8	3,4	2,6	2,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,6	1,1	0,1	0,3	1,0
Operatiivinen kassavirta	-1,2	2,7	3,1	2,8	3,5
Investoinnit	-0,1	-3,3	-2,1	-2,1	-2,3
Vapaa kassavirta	-2,3	-3,9	0,5	20,7	1,2

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	5,4	3,5	2,7	7,8	7,1
EV/EBITDA	neg.	40,6	17,5	68,1	72,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	neg.	neg.	neg.	44,4	>100
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0,01	-0,10	-0,10	-0,12	-0,06
EPS (oikaistu)	-0,01	-0,10	-0,10	-0,12	-0,06
Operat. Kassavirta / osake	-0,03	0,07	0,07	0,05	0,07
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,06	-0,10	0,01	0,38	0,02
Omapääoma / osake	0,13	0,08	0,06	0,28	0,02
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	21 %	5 %	9 %	4 %	10 %
Käyttökatteen kasvu-%	-71 %	-497 %	95 %	-24 %	-5 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-71 %	269 %	-83 %	291 %	-39 %
EPS oik. kasvu-%	-71 %	750 %	2 %	19 %	-51 %
Käyttökate-%	-2,3 %	8,7 %	15,5 %	11,4 %	9,8 %
Oik. Liikevoitto-%	-2,3 %	-8,1 %	-1,3 %	-4,7 %	-2,6 %
Liikevoitto-%	-2,3 %	-8,1 %	-1,3 %	-4,7 %	-2,6 %
ROE-%	-8,0 %	-60,9 %	-40,2 %	-21,7 %	-14,3 %
ROI-%	-3,5 %	-13,8 %	-2,5 %	-6,3 %	-4,0 %
Omavaraisuusaste	29,1 %	30,4 %	30,0 %	50,6 %	24,7 %
Nettovelkaantumisaste	-39,2 %	-4,9 %	-11,6 %	-72,8 %	-45,9 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan 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
25.11.2025	Myy	2,00 €	3,25 €



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.**