

F-SECURE

26.3.2025 07.30 EET



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



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Kasvupotentiaalia ja kassavirtaa huokealla hintalapulla

Toistamme F-Securen osta-suosituksen ja 2,3 euron tavoitehinnan. Lookout Life -yritysosto (6/2023) ja sen jälkeen lisätyt kasvuinvestoinnit ovat olleet F-Securelle merkittävä muutos vakaasta osinkoyhtiöstä kohti kasvuyhtiötä. Tehtyjen panostusten ansiosta yhtiölle on rakentunut entistä parempi Total-tietoturvapaketti kuluttajille sekä täysin uusi sulautetun tietoturvan liiketoiminta. Tämän myötä myös strategiassa fokus on siirtynyt yhä vahvemmin suuriin Tier1-kumppaneihin, joiden palvelemiseksi tarvittavien kyvykkyyksien rakentaminen rasittaa vielä tänä vuonna kannattavuutta. Tier1-kumppanien ylösajossa sekä Total-laajennuksissa on kuitenkin jatkuvasti menty eteenpäin, ja merkkejä piristyvistä kasvusta pitäisi alkaa näkyä H2'25:lla. Osakkeen arvostukseen (2025e oik. P/E 10x) ei ole tällä hetkellä hinnoiteltu minkäänlaisia kasvuodotuksia, joten riskit alaspäin ovat mielestämme rajattuja. Samalla kasvun piristyessä lähivuosien tuotto-odotus olisi houkutteleva kiihtyvän tulokasvun, arvostuskertoimien nousun ja kohtalaisen osinkotuoton kautta. Siten riski/tuotto-suhde on mielestämme tällä hetkellä hyvin kohdillaan.

Kuluttajatietoturvaan keskittynyt ohjelmistoyhtiö

F-Securen kuluttajille suunnattuun Total-tietoturvapakettiin kuuluu tuotteita, jotka liittyvät mm. päätelaitteiden suojaukseen, huijauksilta suojautumiseen, yksityisyyden suojaukseen sekä salasanojen ja digitaalisen identiteetin hallintaan. Tuotteita myydään ensisijaisesti noin 200 kumppania (pääosin operaattoreita) kattavan verkoston kautta, mikä on yksi yhtiön keskeisiä vahvuuksia. Kumppanikanava vastasi viime vuonna 81 % F-Securen liikevaihdosta (146 MEUR). Uusi merkittävä tuotealue on sulautetun tietoturvan (Embedded Security) -ratkaisut, joissa yhtiön tietoturvaratkaisut on sisällytetty suoraan osaksi kumppanin sovelluksia, palveluja tai reitittimiä ohjelmistokehityspakettien (SDK) tai ohjelmistorajapintojen (API) kautta. Sulautetun tietoturvan ratkaisulla yhtiö pyrkii kasvamaan erityisesti suurissa Tier1-operaattoreissa.

Kasvuvauhtia halutaan kiihdyttää lähivuosina selvästi

Kasvun osalta F-Secure tavoittelee korkeaa yksinnumeroista liikevaihdon kasvua, jonka lisäksi yhtiö näkee merkittävää lisäpotentiaalia kasvuun suurista Tier1-sopimuksista. Vuoden 2025 yhtiö on viestinyt olevan vielä liiketoiminnan ylösajovuosi, ja tälle vuodelle ohjeistetaan ”keskitason yksinnumeroista kasvua”. Yleisesti yhtiöllä on lupaavia kasvuajureita (uusien sekä nykyisten Tier1-kumppanuuksien ylösajo ja Totalin kasvava käyttöönotto), mutta samalla näistä syntyvä kasvu on hautautunut viime aikoina tiettyjen eurooppalaisten operaattorikumppanien laskevan liikevaihdon alle. Tavoitteiden toteutumista päästäänkin tarkastelemaan kunnolla vasta vuonna 2026, eikä yhtiöllä ole vielä näyttöjä vahvasta kasvusta. F-Secure tavoittelee oikaistun EBITA-marginaalin (2025e: 34,3 %) lähestyvän 40 % liikevaihdon noustessa 200 MEUR:oon, mitä pidämme skaalautuva kulurakenne huomioiden realistisena. Ennustemme ovat kasvun (2025-2028e 4-5 %) osalta selvästi yhtiön tavoitteita varovaisempia, jonka vuoksi myös EBITA-ennusteet (2028e 36,7 %) ovat matalampia.

Matala arvostus korjaantuu tulokasvulla

F-Securen PPA-poistoilla ja kertaerillä oikaistu P/E-luku on vuoden 2024 toteutuneella tuloksella 10,6x ja oikaistu EV/EBITA-kerroin noin 8,5x. Vuoden 2025 vakaalla EBITA-ennusteella kertoimet ovat suunnilleen samalla tasolla, mutta rahoituskulujen laskun myötä P/E-kerroin laskee 9,9x tasolle. Mielestämme kertoimet ovat absoluuttisesti matalia ja näemme niissä selvää nousuvaraa F-Securen tulokasvun piristyessä. Tänä vuonna tulos näyttää kuitenkin pysyttelevän vielä paikoillaan, jonka valossa matalat kertoimet ovat sinänsä perusteltuja. Yhtiöllä onkin näytön paikka osoittaa Tier1-strategian toimivuus ja saada tehdyillä panostuksilla aikaan tulosriveille skaalautuvaa kasvua tulevana vuosina. Kasvun piristyessä vuosina 2026-2027 arvostus (EV/EBIT 8,7x-7,7x ja P/E 9x-8x) näyttäisi jo hyvin matalalta.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

2,30 EUR

(aik. 2,30 EUR)

Osakekurssi:

1,72

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	146,3	152,4	160,1	168,4
kasvu-%	12,2 %	4,2 %	5,1 %	5,1 %
EBIT oik.	47,7	46,6	48,9	52,3
EBIT-% oik.	32,6 %	30,6 %	30,5 %	31,0 %
Nettotulos	21,1	24,0	26,6	30,5
EPS (oik.)	0,16	0,17	0,19	0,21

P/E (oik.)	10,9	9,9	9,1	8,1
P/B	6,6	4,7	3,7	3,0
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,9 %	4,1 %	4,6 %
EV/EBIT (oik.)	10,0	9,6	8,7	7,7
EV/EBITDA	9,2	8,4	7,5	6,6
EV/Liikevaihto	3,3	2,9	2,7	2,4

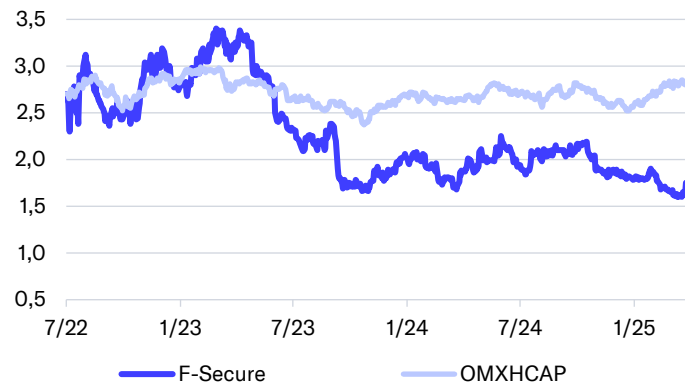
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

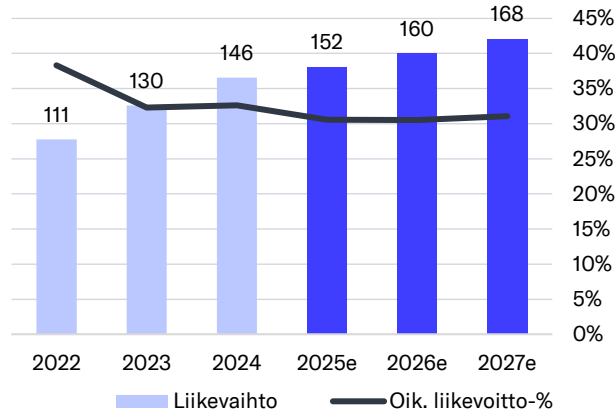
"F-Secure odottaa vuodelle 2025 keskitason yksinnumeroista liikevaihdon kasvua. Konsernin oikaistun EBITAn arvioidaan olevan samalla tasolla kuin vuonna 2024 (52,2 MEUR)."

Osakekurssi



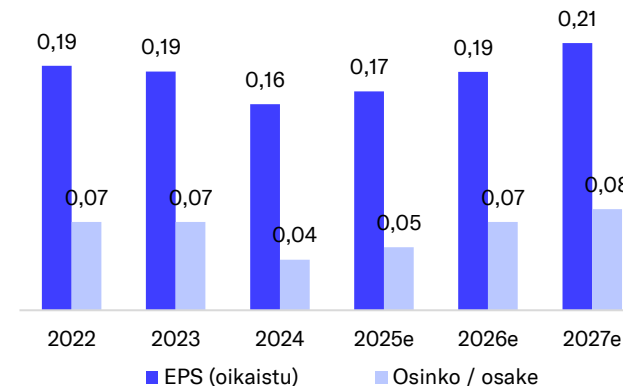
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Vakaa kasvu ja vahva kannattavuus ja kassavirta
- Kasvun kiihdyttäminen Tier1-kumppanien kautta
- Lookout Life -yhtisösten hyvä strateginen yhteensopivuus
- Suuri ja pitkällä aikavälillä vakaasti kasvava markkina
- Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta

Riskitekijät

- Epäonnistuminen Lookout Life -yhtisösten synergioiden realisoimisessa ja Tier1-kumppaneihin tehdyissä kasvuinvestoinneissa
- Heikon taloustilanteen ja kuluttajasentimentin vaikutukset kysyntään
- Kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl	174,7	174,7	174,7
Markkina-arvo	301	301	301
Yritysarvo (EV)	446	425	403
P/E (oik.)	9,9	9,1	8,1
P/E	12,5	11,3	9,9
P/B	4,7	3,7	3,0
P/S	2,0	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	2,9	2,7	2,4
EV/EBITDA	8,4	7,5	6,6
EV/EBIT (oik.)	9,6	8,7	7,7
Osinko/tulos (%)	36,4 %	46,0 %	45,8 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	4,1 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitusprofiili	14-16
Toimiala	17-20
Kilpailu	21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-30
Arvonmääritys	31-33
Taulukot	34-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

F-Secure

F-Secure on tietoturvatuotteita ja -palveluita tarjoava yhtiö, jonka ratkaisut auttavat kymmeniä miljoonia kuluttajia suojautumaan tietoturvauhkilta.

1988

Perustamisvuosi (F-Secure, nyk. WithSecure)

2022

Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi WithSecuresta

146 MEUR (+12 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024

+3,6 % 2019-2024

Liikevaihdon keskimääräinen orgaaninen kasvu

52,2 MEUR (35,7 % lv:sta)

Oik. EBITA 2024

530

Henkilöstö 2024 lopussa

-2012

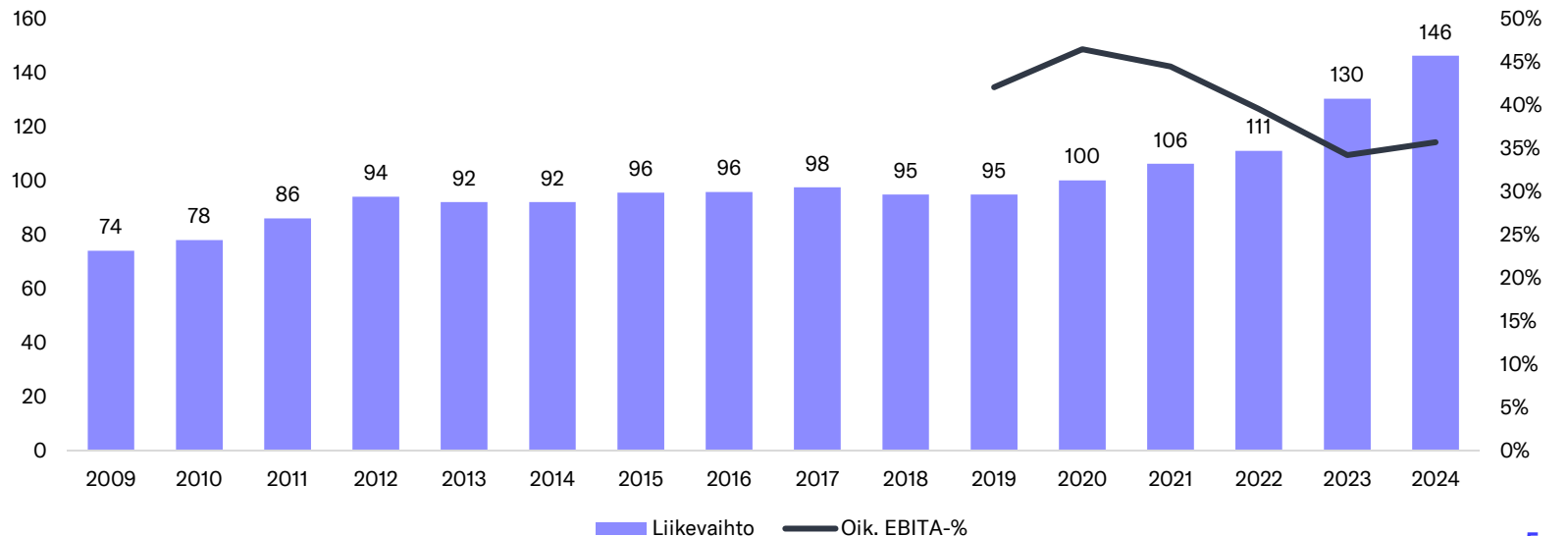
- Vahvaa liikevaihdon kasvua operaattorikanavan kasvun kautta
- Päätelaitteiden suojaukseen tarkoitetun SAFEn lanseeraus 2012
- Kanavakumppanien integraatioalustan lanseeraus 2012

2012-2021

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

2022-

- Jakautuminen WithSecuresta ja toiminnan jatkaminen itsenäisenä pörssiyrityksenä
- Kasvuharppaus erityisesti Pohjois-Amerikassa Lookout Life -yritysostolla 6/2023. Yrityskaupan jälkeen kasvua haetaan erityisesti suurista Tier1-operaattorikumppaneista
- Huijausturvan (Scam Protection) lanseeraus (2024)
- Haastavassa markkinassa orgaaninen kasvu jäänyt yhtiön tavoitteista. Tavoitteena yhä merkittävä kasvun kiihdyttäminen vuodesta 2026 alkaen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Kuluttajien tietoturvaan keskittynyt ohjelmistoyhtiö

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

Vuonna 2024 F-Securen liikevaihto oli 146,3 MEUR ja oikaistu EBITA 52,2 MEUR (35,7 % lv:sta). Liikevaihto on pääasiassa tilauspohjaista ja tilausten uusimisasteet ovat historiallisesti olleet hyvällä tasolla. Maantieteellisesti F-Securen painopiste on pääosin Euroopassa, mutta Lookout Life -yritystoston jälkeen Pohjois-Amerikan osuus liikevaihdosta kasvoi reilusti (2024: 31 %). Yhtiö työllisti 530 henkilöä vuoden 2024 lopussa.

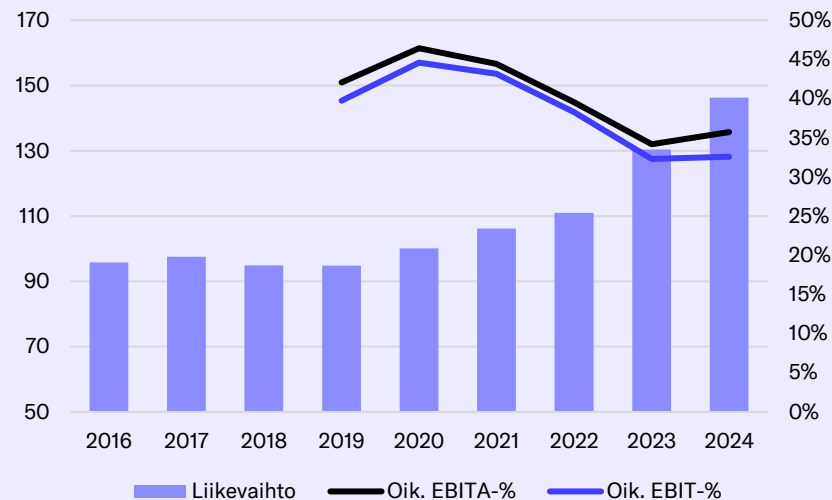
F-Secure jakautui itsenäiseksi uudeksi pörssiyhtiöksi WithSecuresta 30.6.2022, mutta kuluttajatietoturvan liiketoiminnalla on taustallaan pitkä historia. F-Securen juuret ovat syvällä antivirusohjelmistojen liiketoiminnassa, missä yhtiö on toiminut perustamisestaan (1988) lähtien ja käytännössä niin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

kansainvälisissä tietoturvatesteissä.

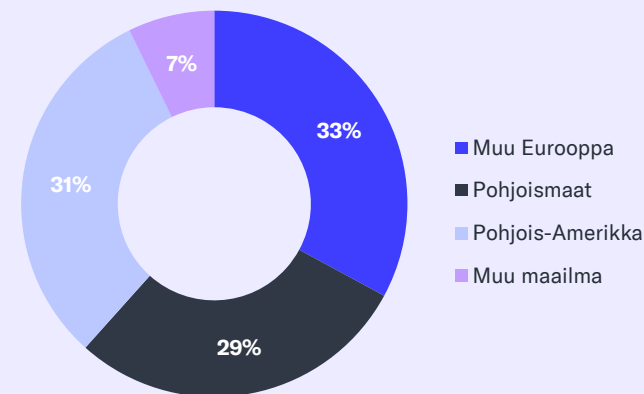
F-Secure (nyk. WithSecure) aloitti 2010-luvun puolivälissä muuntautumisen antivirusyhtiöstä monipuoliseksi kyberturvallisuustuotteiden ja -palveluiden tarjoajaksi, jonka kasvupanostukset kohdistuvat erityisesti yritystietoturvaan. Liikevaihdon kehitykseltään vakaa kuluttajatietoturva jäi tällöin yhtiön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

Isossa kuvassa kuluttajatietoturvan markkinat ovat kypsässä vaiheessa ja kasvu on vakaata. Markkina pitää kuitenkin sisällään osa-alueita, joissa on nähtävissä nopeaakin kasvua, kuten identiteettivarkauksilta ja erilaisilta huijauksilta suojautumiseen tarkoitetuissa tuotteissa. Myös kumppaneiden (esim. teleoperaattorit) kautta loppukäyttäjille myytävä tietoturva on kokonaismarkkinaa nopeammin kasvava osa-alue, joka on myös F-Securen keskeinen myyntikanava. Koronapandemian ja sitä kautta lisääntyneiden etätöiden myötä kuluttajat ovat myös aiempaa valmiimpia maksamaan tietoturvasta, mikä näkyi myös F-Securen kiihtyneessä kasvussa (2019-2022 CAGR 5 %). Vuosina 2023-2024 orgaaninen kasvu kuitenkin jäähdyi inflaation ja korkojen nousun kurittaessa kuluttajien ostovoimaa. Pidemmällä aikavälillä digitalisaation eteneminen ja kuluttajien tietoturvaan liittyvien huolien kasvu toimivat markkinan kasvuajureina.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Tuotekehitys ja teknologia

F-Securen liiketoiminnan ytimessä ovat sen teknologiaosaaminen ja palkintoja voittaneet tietoturvatuotteet. Yhtiön teknologisen osaamisen voi jakaa kyberturvaosaamiseen sekä kanavakumppanitoimintoihin, jossa yhtiön kumppaneille rakentama alusta on avainroolissa. Vuonna 2024 tuotekehitysmenot vastasivat noin 20 % F-Securen liikevaihdosta.

F-Securen ydintuoteportfolio on melko kypsässä vaiheessa, joskin itsenäisenä toimijana yhtiö on selvästi lisännyt panostuksiaan tuotekehitykseen. Investointeja tehdään erityisesti uusille tuotealueille, kuten sulautettuun tietoturvaan (Embedded Security) sekä huijauksilta suojautumiseen (Scam Protection). Viime vuosina iso työ on ollut myös kaikki F-Securen tuotteet yhdistävän multimoduuli-Totalin kehittäminen. Lookout-yritysoston jälkeen yhtiö teki myös isoja panostuksia yhtiöiden teknologiseen integraation sekä tuoteportfolioiden yhtenäistämiseen, jotka saatiin vuoden 2024 aikana valmiiksi. WithSecuresta jakautumisen jälkeen myös itsenäisten teknologia- ja tietoturvakyvykkyyksien rakentaminen on luonnollisesti kasvattanut investointeja tuotekehitykseen viime vuosina.

F-Securen kattavan kumppanikanavan vuoksi yhtiölle on vuosien saatossa kertynyt merkittävää osaamista erityisesti operaattorien liiketoimintaprosesseista, kuten toiminnan tukijärjestelmistä (OSS/BSS). Tämän myötä yhtiö on rakentanut teknologisen alustan kanavakumppaneilleen, jonka kautta kumppanit voivat tarjota F-Securen tuotteita asiakkailleen skaalautuvasti ja tehokkaasti. Embedded

Security -ratkaisulla yhtiö pyrkii kasvamaan erityisesti suurten Tier1-operaattorien parissa. Suurten operaattoreiden palveleminen vaatii myös yleisellä tasolla kyvykkyyksien kehittämistä vastaamaan näiden vaatimuksia ja asiakasvolyymeja. Tällä alueella F-Secure on lisännyt viime vuosina selvästi panostuksiaan.

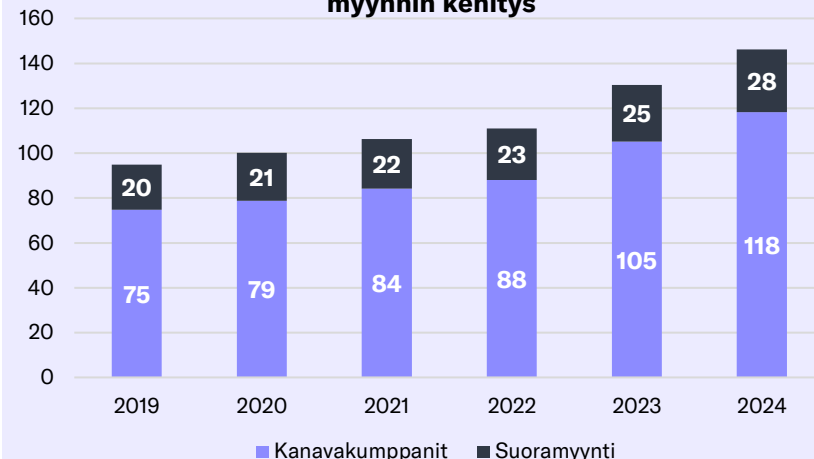
Myynti-, markkinointi- ja jakelukanavat

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

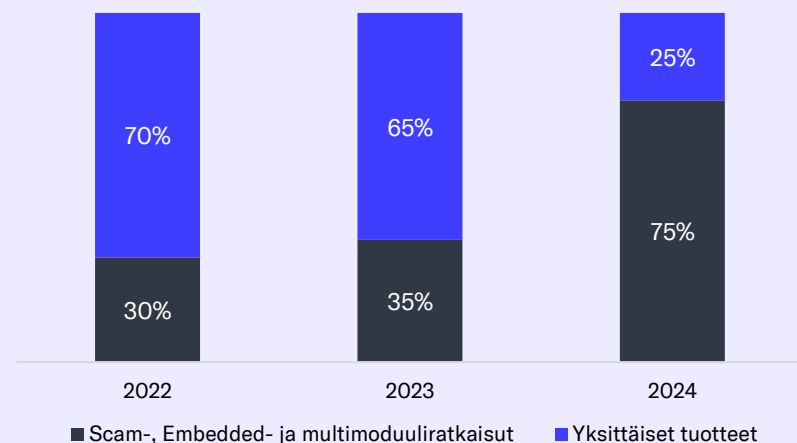
F-Secure lähti rakentamaan myyntikanavaa operaattoreiden kautta jo 2000-luvun alussa ja tänä päivänä sen verkosto on laajin muihin tietoturvayhtiöihin verrattuna. Jakelukumppanit koostuvat pääosin operaattoreista (noin 150), mutta viime vuosina F-Secure on laajentanut kanavaa myös vakuutusyhtiöihin ja pankkeihin. Vuonna 2024 F-Securen liikevaihdosta 81 % tuli kumppanikanavan kautta.

Osa F-Securen kumppaneista on yhtiön liikevaihdon kannalta erittäin merkittäviä ja arvioimme suurimman 5 kumppanin vastaavan yli 30 % liikevaihdosta. Pelkästään suurin asiakas (AT&T) toi F-Securelle liikevaihtoa viime vuonna 17,1 MEUR, mikä vastaa 11,7 % liikevaihdosta. Tämä asiakkuus siirtyi F-Securelle Lookout Life -yritysoston kautta.

Suoramyyntin ja kanavakumppaniverkoston myynnin kehitys



Tuotekehitysinvestointien jakauman kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Kumppanikanava

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

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

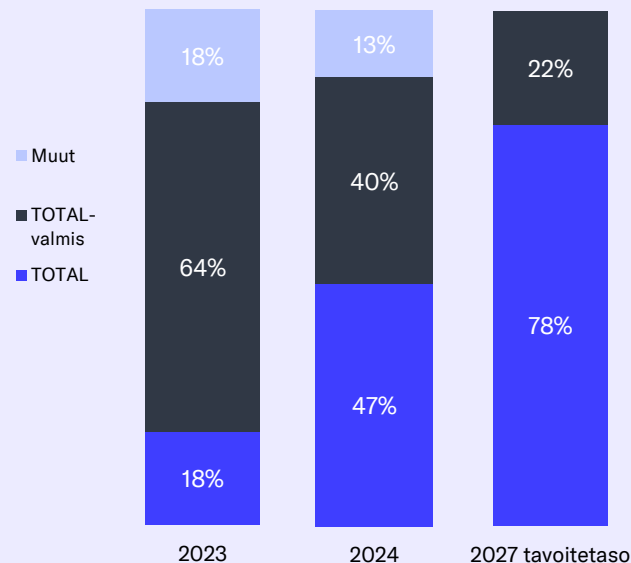
Operaattorit ovat F-Securen luonnollisia kumppaneita tietoturvapalveluiden liittyessä vahvasti laajakaista- ja mobiiliyhteyksiin. Forresterin tutkimuksen mukaan noin 57 % kuluttajista on halukkaita ostamaan tietoturvaratkaisuja mobiililiittymänsä kylkeen. Myös operaattoreille yhteistyö F-Securen kanssa on hedelmällistä. Tarjoamalla tietoturvapaketteja puhelin- ja laajakaistaliittymien yhteydessä operaattorit ovat kannattavan lisämyynnin (asiakaskohtainen liikevaihto, ARPU nousee) lisäksi pystyneet parantamaan asiakaspysyvyyttä ja -tyytyväisyyttä. Mielestämme F-Securen tuotteiden menestys tässä kanavassa perustuukin juuri siihen, että se ratkoo operaattoreille kahta niiden liiketoiminnan ydinongelmaa (keskihinta ja asiakasvaihuvuus). Vakuutusyhtiöt, pankit ja vähittäiskaupat painivat osaltaan samojen haasteiden kanssa, jonka vuoksi F-Secure on alkanut laajentamaan kumppaniverkostoaan myös näille toimialoille.

Kumppanien menestyksen tukeminen liiketoiminnan keskiössä

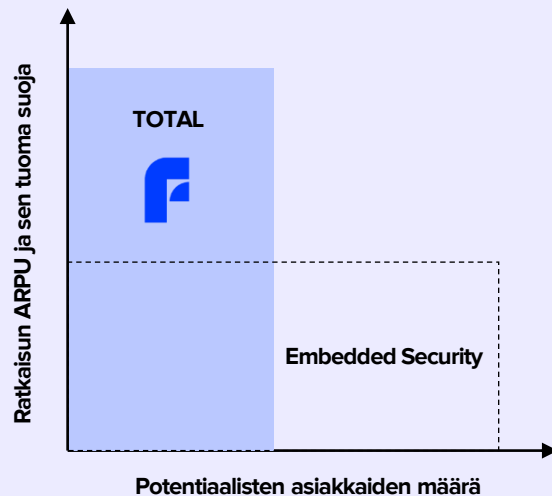
F-Secure tarjoaa monipuolisen integraatioalustan kanavakumppaneilleen. Kumppanit ovat tyypillisesti isoja organisaatioita ja alustan kautta F-Secure tarjoaa helpon ja skaalautuvan tavan myydä tietoturvaohjelmistoja loppuasiakkaille. Alustan kautta kumppanit voivat tarjota tuotteita joko F-Securen tai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

F-Secure tarjoaa myös muita myyntiä tukevia palveluita kumppaneille. Näitä ovat esimerkiksi laskutuksen ja asiakashallinnan integrointi, parhaiden käytäntöjen jakaminen tuotteiden lanseeraamisesta eri markkinoille, myynnin tehostaminen asiakkaan elinkaariarvon maksimoimiseksi ja datapohjaisten palveluiden tarjoaminen päätöksenteon tueksi. Toimintamallillaan F-Secure on onnistunut saavuttamaan korkean kumppanien pysyvyyden ja tyytyväisyysasteen (2024 NPS: 63 vs. 2023: 56). Onnistumisen kannalta on kriittistä, että F-Securen tuotteiden myynti on palveluntarjoajille hyvää liiketoimintaa ja kumppanien menestyksen tukeminen onkin keskiössä F-Securen liiketoimintamallissa. Yhtiö on tehnyt alustansa pohjalta yli 500 toimitusta ja projektia operaattorikumppaneilleen.

Havainnollistus F-Securen kumppanikanavan liikevaihdon* jakaumasta ja tavoitetilasta:



Embedded Security –ratkaisulla tavoitellaan suurempaa kohdemarkkinaa



Lähde: Inderes- F-Secure, *ei sisällä sulautettua tietoturvaa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Suoramyyntikanava

F-Securen tuotteita myydään suoraan verkossa toimivien sovelluskauppojen (App Store, Google Play) sekä oman verkkokaupan kautta. Vähittäiskaupassa myydään myös edelleen jonkin verran fyysisiä ”paketteja”, joissa tulee mukana ohjelmiston lisenssi ja asennusohjeet. Kilpailu markkinalla on erittäin kovaa, asiakashankinta vaatii merkittäviä markkinointipanostuksia ja erilaiset ilmaistuotteet ja freemium-mallit tekevät kuluttajamarkkinasta haastavan tavoittaa suoramyynnin kautta. Vuonna 2024 liikevaihdosta 19 % tuli suoramyyntikanavien kautta.

Suoramyynnissä kuluttajat maksavat tilauksen tyypillisesti etukäteen. Tilaukset voivat olla voimassa määrätyn ajan (1-2v) ja ne voivat myös uusiutua automaattisesti tilausjakson jälkeen. Lisäksi tuotteita myydään jatkuvana

kuukausitilauksena. Tuotteita tarjotaan myös ilmaiseksi kokeilujaksoiksi, jonka jälkeen kuluttaja pyritään saamaan maksulliseksi tilaajaksi.

Suoramyynti on F-Securelle itsessään kannattavaa liiketoimintaa, jonka lisäksi se tuottaa yhtiölle tietotaitoa ja tietoa parhaista käytännöistä, joita voidaan hyödyntää kanavakumppaniverkoston tukemiseksi. Suoramyynnin kautta yhtiö voi myös viedä uusia tuotteitaan ”koemarkkinoille” ja kokeilla erilaisia markkinointikampanjoita ja tunnistaa optimaalisia hintapisteitä. Markkinatilanteen heikennyttyä vuonna 2023 F-Secure alkoi vähentää selvästi suoramyynnin markkinointipanostuksia. Maksettua käyttäjähankintaa ei siis tällä hetkellä käytännössä tehdä ja liiketoimintaa optimoidaan kannattavuus edellä.

Tuotteet paketoitu F-Secure Total -kokonaisratkaisuun

F-Securen kaikki tuotteet yhdistävä F-Secure Total on yhtiön ensisijaisesti kuluttajille ja kumppaneille tarjoama tietoturvapaketti. F-Secure myy kuitenkin edelleen tähän kuuluvia tuotteita myös erikseen. Yhtiön keskeiset tuotteet ovat: 1) päätelaitteiden suojaustuote F-Secure Internet Security, 2) virtuaalinen erillisverkko F-Secure VPN, 3) identiteetin ja henkilötietojen suojaukseen tarkoitettu F-Secure ID Protection. Total-paketti vahvistui vuoden 2024 uudella huijausturvaratkaisuilla (Scam Protection). Total-paketti on yhtiölle keskeinen kasvuajuri, sillä kokonaisratkaisun avulla asiakaskohtainen liikevaihto (ARPU) on noin 1,2-2,0x yksittäistä tuotetta korkeampi.

F-Securen liiketoimintamalli eri myyntikanavissa

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

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

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

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

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

Embedded Security

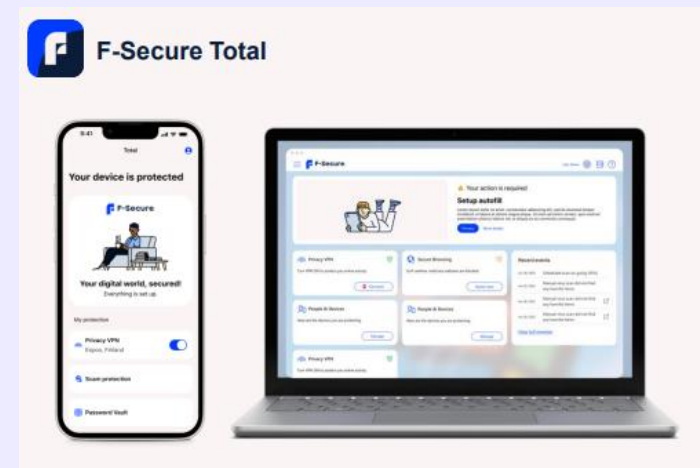
Uusi merkittävä tuotealue F-Securelle on sulautetun tietoturvan (Embedded Security) -ratkaisut, joissa yhtiön

tietoturvaratkaisut on sisällytetty suoraan osaksi kumppanin sovelluksia, palveluja tai reitittimiä ohjelmistokehityspakettien (SDK) tai ohjelmistorajapintojen (API) kautta. Sulautetun tietoturvan ratkaisulla yhtiö pyrkii kasvamaan erityisesti suurissa Tier1-operaattoreissa.

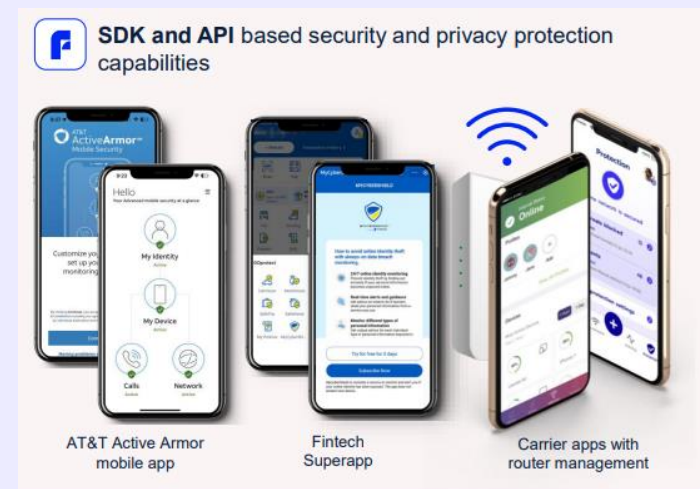
Lookout Life -yritysosto vahvisti F-Securen osaamista sulautetun tietoturvan puolella, ja oston jälkeen yhtiö onkin lisännyt investointejaan voimakkaasti tälle alueelle. Lookoutin myötä F-Secure sai ensimmäiset Tier1-luokan operaattorit asiakkakseen, ja yhtiöllä on jo asiakkaana 6/10 maailman suurinta operaattoria. Monet näistä ovat liikevaihdoltaan vielä melko pieniä, mutta yksittäisessä asiakkuudessa potentiaalia voi olla jopa yli 10 MEUR:n liikevaihtoon vuodessa. F-Securelle tuloutuu liikevaihtoa jo kehitysprojektin aikana sekä vuosittaisesta ylläpidosta, mutta suurin potentiaali on sovelluksen julkaisun jälkeen. F-Securen liikevaihto on sidottu sovelluksen käyttäjämääriin eli siihen, miten nopeasti operaattorikumppani saa vyörytettyä uuden sovelluksen asiakkailleen. Tämä ottaa tyypillisesti aikaa ja F-Secure on arvioinut täyteen potentiaalin pääsyn vievän noin 3-5 vuotta sovelluksen julkaisusta.

Sulautetussa tietoturvassa potentiaalia keskipitkällä aikavälillä tarjoaa myös reitittimissä tapahtuva standardointi teknologiapuolella. Tämä reitittimien ”Android-hetki” tekee uusien sovelluksien integroimisen reitittimiin huomattavasti nykyistä helpommaksi. Tämä avaa mahdollisuuksia F-Securen pitkään kehittämälle Sense-tuotteelle, jonka idea on juuri ollut integroida tietoturvakyvykkyudet suoraan operaattorien reitittimiin, jolla pystytään tarjoamaan perusturva kodin verkossa oleville älylaitteille.

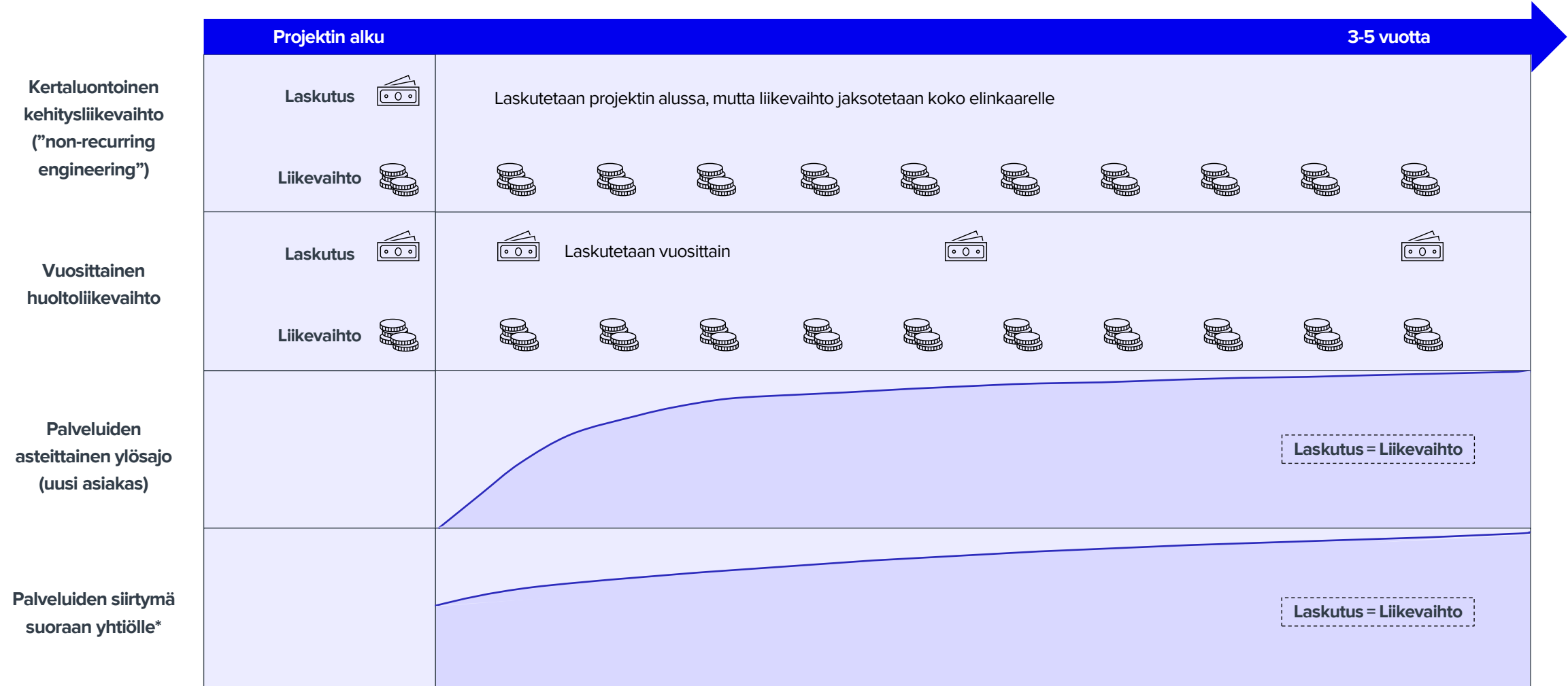
Kokonaisvaltainen tietoturvapaketti kuluttajille



Sulautettu tietoturva (Embedded Security)



Liikevaihtoerät kumppaniliiketoiminnassa



Lähde: F-Secure, Inderes *Kumppani ottaa F-Securen tietoturvakyvykkydet käyttöön jo valmiin asiakaskunnan omaavassa sovelluksessa tai F-Secure syrjäyttää kilpailijan tuotteen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

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

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

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

Strategisesti hyvin yhteensopivasta kohteesta maksettiin kova hinta

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

lisäksi yleinen markkinatilanne heikkeni pian yritysoston jälkeen. Haasteet ovat kuitenkin jo takanapäin ja Lookoutin teknologinen integraatio saatiin vuoden 2024 aikana valmiiksi. Myyntisynergioiden osalta alustavia lupaavia merkkejä ovat jo voitettut uudet suuret operaattoriasiakkaat, joiden tulisi alkaa näkyä asteittain enemmän liikevaihdossa tämän vuoden aikana.

Yritysoston jälkeen F-Securen kiinteää kulumassaa on kasvatettu selvästi, kun investointeja kasvualueille on lisätty. Siten vanhan Lookoutin tulos ei ole siirtynyt täysimääräisesti F-Securen lukuihin, eikä integraation jälkeen sen erottelemisessä olisi enää järkeäkään. Tämä kuitenkin hankaloittaa järjestelyn tarkastelua omistaja-arvon luonnin kautta. F-Secure maksoi Lookout Lifestä kovan hinnan (EV 223 MUSD, EV/EBITA 15,7x) ja erinomaisen strategisen yhteensopivuuden lisäksi järjestelyn mielekkyyttä perusteltiin synergioiden kautta, joilla kaupan arvostus olisi EV/EBITA-kertoimella 9x. F-Securen osakkeen kehitys on ollut yritysoston jälkeen heikkoa, mikä osaltaan kertoo siitä, ettei korkea kauppahinta ja alkuperäisistä odotuksista jäänyt tulokasvu ole miellyttänyt osakemarkkinoita. Vielä on kuitenkin liian aikaista tehdä lopullisia johtopäätöksiä, ja strategian onnistuneella toteutuksella F-Securella on Lookoutin avulla edellytykset huomattavasti vahvempaan tulokasvuun kuin aiemmin.

F-Securen tavoittelemat synergiat Lookout Life -järjestelystä

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

F-Securen liiketoimintamallin yhteenveto



Sijoitusprofiili

Strategian edetessä yhtiöstä kuoriutuusi vakaa tulokasvaja vahvalla kassavirtaprofiililla

F-Securella on selkeä tahtotila kiihdyttää kasvuaan, mihin kumppanikanavassa Tier1-operaattoreiden kasvattaminen sekä Total-laajennukset antavat hyvät lähtökohdat. Lookout-yritysosto ja sen jälkeen lisätyt investoinnit kasvualuille ovat tähän mennessä näkyneet lähinnä kannattavuuden heikentymisessä, mutta perusta pitkän aikavälin kestäväälle tulokasvulle alkaa olla nyt rakennettu. Tavoitteiden toteutuessa osakkeessa olisi merkittävää potentiaalia, mutta yhtiöllä on vielä paljon todistettava niihin päästäkseen, sillä näytöt kiihtyvistä kasvusta vielä puuttuvat. Lyhyellä tähtäimellä kehitys ei tule myöskään olemaan tavoitteiden mukaista ja vuosi 2025 on vielä Tier1-kumppaneita palvelevan liiketoiminnan ylösajovuosi, kun samalla tiettyjen vanhojen asiakkuuksien heikentyminen jarruttaa kehitystä.

Yritystoston myötä F-Securen taseen velkaantuneisuus nousi selvästi ja lähivuosina yhtiö joutuukin allokoimaan edelleen kassavirtojaan velkakuorman sulatteluun. Vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta tämän pitäisi hoitua hyvin ja samalla yhtiö pystyy myös maksamaan osinkoa. Tällä hetkellä yhtiö kuitenkin perustellusti painottaa velan takaisinmaksua osingon sijaan.

Vahvuudet ja ajurit

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

Kasvun kiihdyttäminen Tier1-kumppanien kautta on merkittävä mahdollisuus F-Securelle. Ensimmäiset asiakkaat (mm. Softbank ja AT&T) ovat vuoden 2025 alussa aloittaneet uusien tuotteidensa lanseerauksen markkinoille, ja näiden sekä muiden uusien kumppanien

ylösajon pitäisi alkaa näkyä kasvussa lähivuosina.

Asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen on ollut kasvun kannalta yksi keskeinen tekijä viime vuosina ja tulee olemaan jatkossakin. Tässä keskeistä on F-Secure Totalin myynnin kasvu ja Total-laajennusten eteneminen kumppanien parissa. Uudet tuotteet (esim. Scam Protection) tukevat Total-laajennusten etenemistä.

Sulautettu tietoturva (Embedded Security) tarjoaa uutena tuotealueena F-Securelle selkeitä kasvumahdollisuuksia erityisesti suurissa Tier1-kumppaneissa.

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

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

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

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

Keskeiset riskit

Heikko taloustilanne ja vaisu kuluttajasentimentti vaikuttavat lyhyellä aikavälillä tietoturvaratkaisujen

kysyntään. Kuluttajien hintatietoisuus rajoittaa myös halukkuutta vaihtaa kalliimpiin kokonaisratkaisuihin. Heikko taloustilanne on näkynyt joidenkin vanhempien operaattorikumppanien asiakaspoistumassa ja heijastunut siten myös negatiivisesti F-Securen liikevaihtoon.

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

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

Ilmaisten tietoturvaohjelmistojen aiheuttama kilpailu-uhka: Näistä jo vuosia pinnalla olleista uhkakuvista huolimatta kuluttajatietoturva vaikuttaa pysyvän hyvin elinvoimaisena liiketoimintana ja aivan viime vuosina kasvunäkymä on vain vahvistunut. Tekoälyn nopea kehitys voi toisaalta kiihdyttää kilpailua tällä saralla, minkä vaikutuksia toimialaan tulee seurata tarkasti.

Riippuvuus yksittäisistä kanavakumppaneista: Kanavakumppaniverkosto on F-Securelle erittäin tärkeä ja mahdolliset rakennemuutokset teleoperaattoreissa tai kilpailevien yhtiöiden muuttuminen houkuttelevimmiksi kumppaneiksi ovat riskitekijöitä. Suurin asiakas (AT&T) on yli 10 % liikevaihdosta.

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

Sijoitusprofiili

1

Tehdyt kasvuinvestoinnit luoneet perustaa lähivuosien kiihtyvälle kasvulle

2

Vahva kannattavuus ja kassavirta

3

Skaalautuva ja jatkuvaluonteinen liiketoimintamalli

4

Suuri ja vakaasti kasvava kokonaismarkkina

5

Laaja kumppaniverkosto tuo kilpailuetua ja skaalautuvuutta

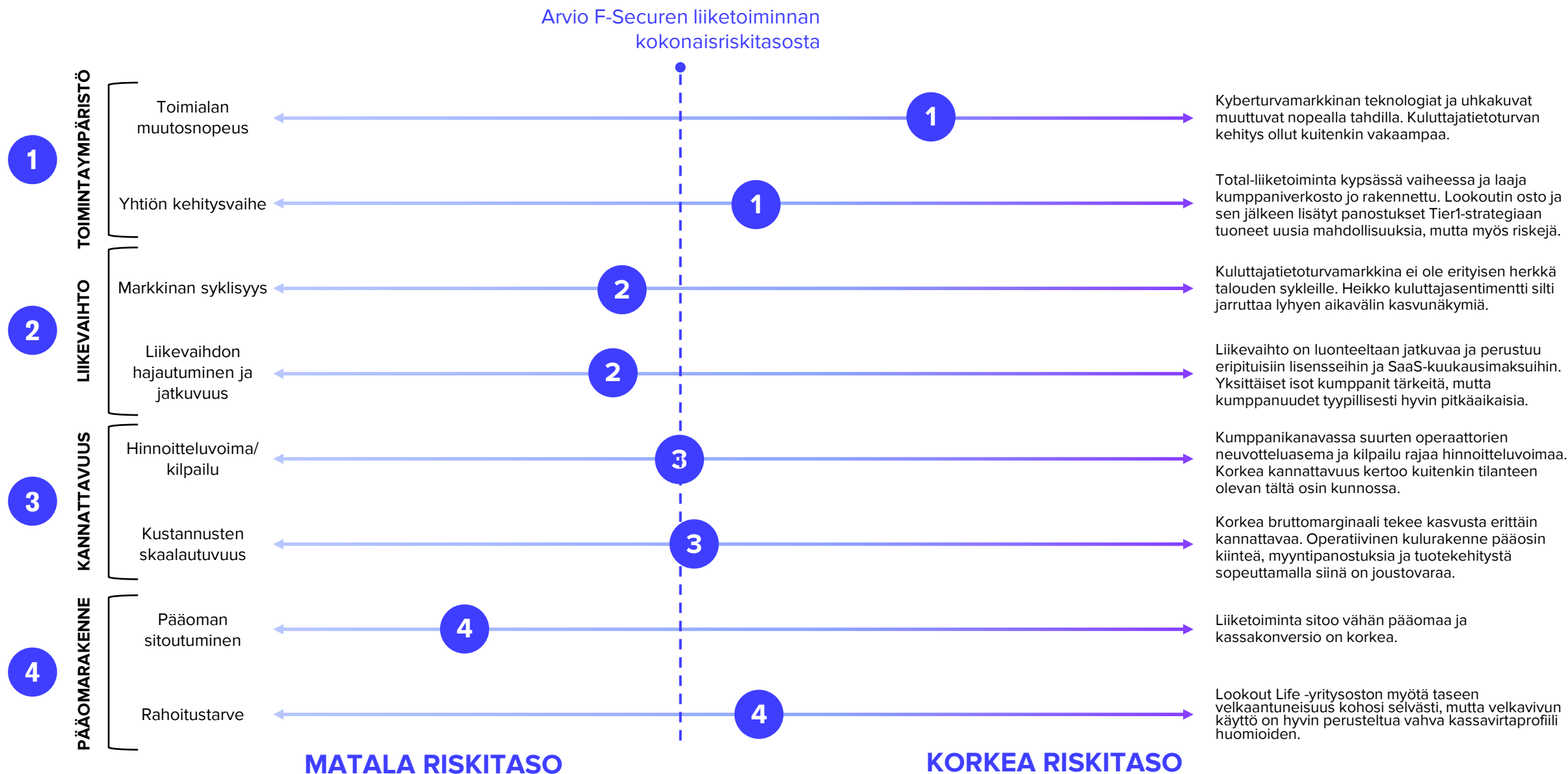
Potentiaali

- Kasvun kiihdyttäminen suurten operaattorikumppanien avulla sulautetuissa tietoturvaratkaisuissa
- Asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvattaminen Total-laajennusten kautta
- Lookout-yrityksoston hyvä strateginen yhteensopivuus ja synergiat
- Kanavakumppaniverkoston laajentaminen
- Vahva kannattavuus ja kassavirta mahdollistavat osingonjaon, investoinnit kasvuun sekä velkavivun käytön

Riskit

- Epäonnistuminen Tier1-operaattoreihin keskittyvässä strategiassa
- Heikon taloustilanteen ja kuluttajasentimentin vaikutukset kysyntään
- Päätelaitteiden suojauksen kireä kilpailutilanne ja mahdollinen hintapaine
- Ilmaisen tietoturvan kilpailu-uhka ja tekoälyn myötä mahdolliset uudet disruptiiviset kilpailijat
- Riippuvuus yksittäisistä suurimmista kanavakumppaneista

Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala 1/3

Markkinan määritelmä, koko ja kasvu

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

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

Gartner on arvioinut globaalin kyberturvamarkkinan kooksi vuonna 2024 noin 183 mrd. dollaria. Vuoteen 2028 mennessä markkinan odotetaan kasvavan noin 12 %:n vuositahtia ja toimialan trendien valossa kaksinumeroisen kasvun jatkuminen näyttää realistiselta.

Isossa kuvassa markkinan kasvu johtuu siitä, että 1) yhä useammalla toimialalla tietoturvakysymykset nousevat keskeiseen rooliin uusia digitaalisia liiketoimintoja suunniteltaessa sekä 2) IT-markkinan trendit (teollinen internet, sosiaalinen media, digitaalinen kaupankäynti, pilvisiirtymä, tekoäly jne.) pakottavat organisaatioita huomioimaan tietoturvan aiempaa tarkemmin.

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 kaikkien korkeinta teknologiaa sekä osajien vaatimustasoa, ja on siksi tärkeä.

Markkinan suurin volyymi on pyramidin keskimmäinen osa, joka käsittää kohdennetut hyökkäykset. Tällöin ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja julkishallinto sekä etenkin ne toimijat, joiden toiminta käsittää huoltovarmuuden kannalta kriittisiä toimintoja (kuten energia, pankit ja operaattorit). Oleellista tässä kohderyhmässä on se, että sen koko kasvaa jatkuvasti tietoturvauhkien lisääntyessä, mikä laajentaa myös vaativien kyberturvratkaisujen markkinaa. Kohdennetut hyökkäykset koskettavat tänä päivänä yhä enemmän myös keskisuuria yrityksiä, joiden rajalliset resurssit kuitenkin rajoittavat omien sisäisten tietoturvatimien rakentamista.

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

Markkinan ajurit

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

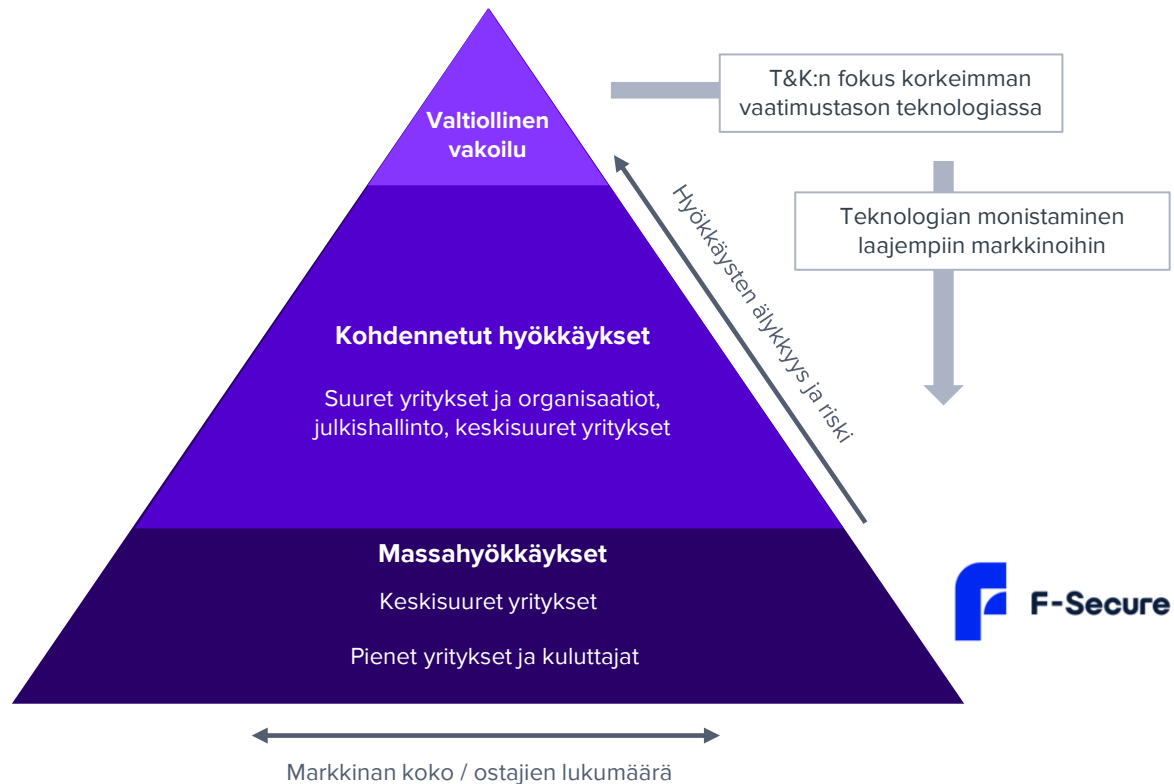
IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten pilvipalvelut, teollinen internet, sosiaalinen media ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät vahvasti kyberturvallisuuteen. Monilla näillä alueilla uusien sovellusten, tuotteiden ja digitaalisten palveluiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvassa.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

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

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

Toimiala

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala 2/3

Kuluttajatietoturvamarkkina

F-Secure toimii kuluttajatietoturvamarkkinalla, joka suuresta koostaan huolimatta on suhteellisen pieni osa koko kyberturvamarkkinasta. IDC:n ja Gartnerin arvion mukaan markkina on noin 10 miljardin dollarin arvoinen ja sen odotetaan kasvavan noin 6 %:n vuotuista vauhtia 2027 asti.

F-Secure näkee kumppaniliiketoiminnan, jossa tietoturvaa myydään kumppaneiden kautta loppukäyttäjille (B2B2C) olevan markkinan nopeimmin kasvava osa-alue, kun tietoturvasta tulee yhä enemmän osa operaattoreiden ydintarjoomaa. Mikäli tietoturvan laskee mukaan osaksi kumppaneiden ydinpalveluita, F-Secure arvioi B2B2C-tietoturvamarkkinan kasvavan vuosina 2024-2027 peräti 17 % vuodessa 4 miljardista 6,5 miljardiin dollariin. Ennustettu kasvuvauhti vaikuttaa mielestämme varsin korkealta, mutta korostaa kuitenkin kumppaniliiketoimintaan liittyviä mahdollisuuksia. Suoraan kuluttajille myytävän (B2C) tietoturvan osalta yhtiö odottaa maltillisempaa 5 %:n kasvua 7 miljardista 8 miljardiin dollariin.

Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka on markkinoista selvästi suurin. Yhtiön aiemmissa arvioissa tämä on vastannut noin 60 % markkinasta. EMEA:n osuus on ollut arvioissa noin 25 %. Aasia ja Tyynenmeren alue (15 %) on pienin, mutta nopeimmin kasvava markkina.

Markkina pitää sisällään päätelaitteiden tietoturvatuotteita, kuten virustorjunnan, vakoiluohjelmien torjunnan, huijauksilta suojautumisen, lasten laitteiden hallinnan ja mobiilitietoturvaan tarkoitetut tuotteet, sekä petosten tunnistamiseen, varmuuskopiointiin ja kuluttajan yksityisyydensuojaan verkossa liittyviä tuotteita. Suurimman osan markkinasta arvioidaan liittyvän päätelaitteiden tietoturvatuotteisiin. Nopeasti kasvavia tuotealueita löytyy esimerkiksi yksityisyyden suojaamisen ja huijauksilta

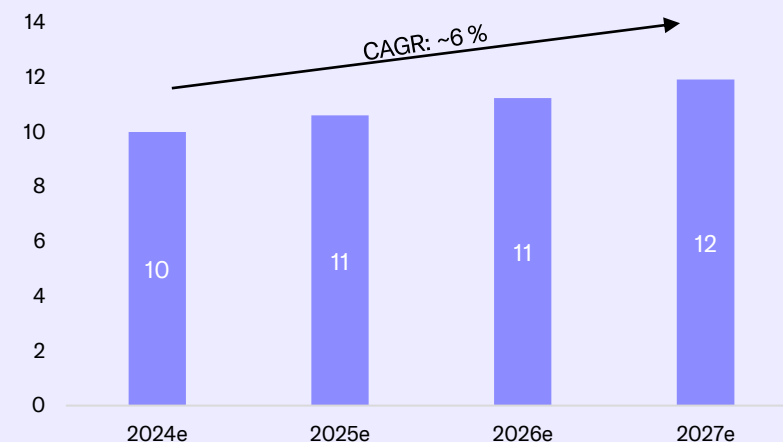
suojautumisen puolelta sekä kodin äylaitteiden suojaamiseen tarkoitetuista ratkaisuista. Kaiken kaikkiaan F-Securen kohdemarkkinat ovat yhtiön mittaluokkaan suhteutettuna erittäin suuret, eikä markkinan koko nouse rajoitteeksi yhtiön kasvulle.

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

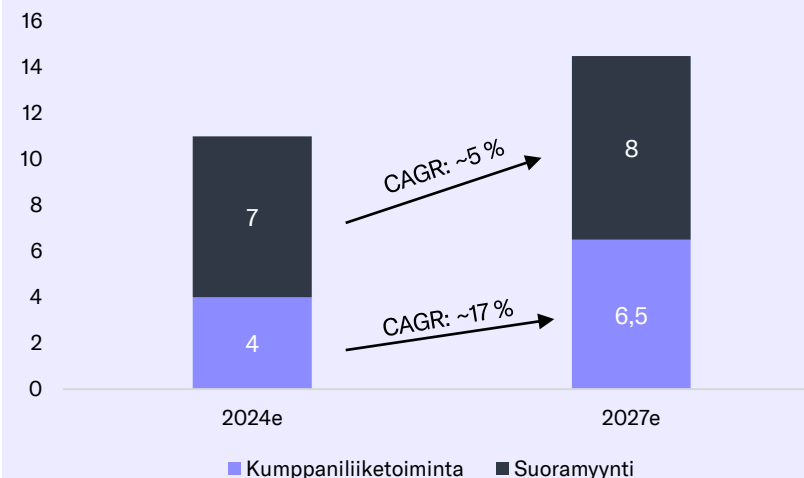
Markkinan kasvuajureita

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

Kuluttajatietoturvamarkkinan kehitys



Kuluttajatietoturvamarkkinan kasvuennusteet huomioiden kumppanien laajentunut ydintarjooma



Toimiala 3/3

Toinen trendi on tietoturvan kytkeytyminen aiempaa vahvemmin osaksi operaattorien ydintarjoomaa. Tämän taustalla on etenkin operaattorien vaisu käyttäjäkohtaisen liikevaihdon kehitys (ARPU), minkä vuoksi operaattorit etsivät kuumeisesti uusia lisäarvopalveluita. Yhtiön tutkimusten mukaan merkittävä osan kuluttajien mielestä tietoturvan ostaminen operaattorin kautta on heille luonnollista.

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

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

Toimiala on konsolidoitunut merkittävien järjestelyjen seurauksena

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

yritystietoturvamarkkinalla, missä odotettu kasvuvauhti on kuluttajietoturvamarkkinaa nopeampi.

Kuluttajapuolella on myös nähty edellisen kymmenen vuoden aikana merkittäviä yritysjärjestelyjä. Näistä suurimpia ovat olleet Nortonin ja LifeLockin yhdistyminen (2016), Aviran myyminen NortonLifeLockille (2020) sekä Avastin ja NortonLifeLockin yhdistyminen (2021), jonka jälkeen yhtiö vaihtoi nimensä Gen Digitaliksi (3/2025: lv. 3,9 mrd.\$). Alun perin NortonLifeLock syntyi vuonna 2019, jolloin Symantec päätti myydä yritystietoturvaliiketoimintansa Broadcomille ja keskittyä pelkkään kuluttajietoturvaan. Gen Digital ilmoitti joulukuussa 2024 ostavansa henkilökohtaisen talouden hallintaan keskittyvän MoneyLionin, jonka myötä yhtiön tarjoomaa laajenee jo perinteisen kuluttajietoturvan ulkopuolelle.

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

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

Kuluttajietoturvamarkkinan yritysjärjestelyjä:

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

* Nyk. Gen Digital

Kuluttajamarkkinan trendit:

Digitalisaatio ja tekoälykehitys lisää huolia tietoturvan suhteen

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

Tietoturva on kuluttajille monimutkaista

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

Siirtymä kokonaisvaltaisiin tietoturvaratkaisuihin

- Asiakaskohtainen liikevaihto kasvaa

Uusien tuotekategorioiden syntyminen

- Esim. identiteettivarkauksilta ja huijauksilta suojautuminen sekä reitittämien tietoturva

Kilpailu

Markkina keskittynyt muutamille isoille toimijoille

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

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

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

Kilpailutekijät kuluttajatietoturvamarkkinalla

Tietoturvatuotteissa tuotteen laatu ja sen kyky estää ja

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

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

F-Securen kilpailuedut

F-Securen pitkäikäisen virustorjuntateknologioiden osaamisen myötä yhtiön tuotteet ovat hyvin kilpailukykyisiä. Tästä osoituksena toimivat yhtiön voittamat lukuisat palkinnot päätelaitteiden suojaustesteissä. Kaikista tietoturvayhtiöistä laajin kanavakumppaniverkosto on myös yhtiön keskeisimpiä kilpailuedun lähteitä. Vahvasta asemasta kumppanikanavassa kertovat myös erittäin pitkät asiakassuhteet. Embedded Security -ratkaisuisia yhtiöllä on tarjota tällä hetkellä markkinoiden kattavin sulautetun tietoturvan tuotetarjooma.

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

F-Securen merkittäviä kilpailijoita



Muita erikoistuneita kilpailijoita

Kotiverkkoon yhdistettyjen laitteiden suojaus ja DNS-turvallisuus:



VPN-toimittajat:



Salasanojen ja henkilöllisyyden suojaus sekä perheen lasten laitteiden suojaaminen:



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Kasvustrategian kolme pilaria

F-Securen strategia tähtää kannattavaan kasvuun kolmen strategisen pilarin kautta, joita ovat: 1) Tilaajakohtaisen liikevaihdon kasvattaminen, 2) Nykyisen valikoiman ja uusien tuotteiden kehittäminen sekä 3) Uusiin kanaviin ja kumppaneihin laajentuminen. Lookout Life -yrityksoston jälkeen strategiassa on korostunut etenkin kasvun tavoittelu suurimmissa Tier1-operaattoreissa.

Tilaajakohtaisen liikevaihdon kasvattaminen

Keskimääräistä asiakaskohtaista liikevaihtoa pyritään kasvattamaan erityisesti tarjoamalla asiakkaille TOTAL-kokonaisratkaisua yksittäisten tuotteiden sijaan. Yksittäiseen tuotteeseen nähden TOTALin hintapiste on noin 1,2x-2,0x korkeampi. Näin ollen kasvupotentiaalia on huomattavasti, sillä viime vuonna vasta noin 47 % kumppanikanavan liikevaihdosta tulee TOTAL:ista. Tavoitteena on nostaa lukema 78 %:iin vuoteen 2027 mennessä. Total-laajennusten osalta yhtiö on ottanut viimeisen vuoden aikana edistysaskelia ja marraskuun sijoittajapäivään mennessä yhtiön 50 suurimmasta kumppanista 40 oli allekirjoittanut sopimuksen multimoduuli-Totalista, joista 28 oli jo tarjolla asiakkaille. Kaiken kaikkiaan tuohon mennessä jo 42 % kumppaneista oli siirtynyt Totaliin. Silti edelleen noin 70 % F-Securen tilaajista käyttää vain 1 tuotetta, joten tilaa ARPU:n kasvulle on vielä reilusti.

Nykyisen valikoiman ja uusien tuotteiden kehittäminen

F-Securen päätelaitteiden suojaustuote Internet Security on jo suhteellisen kypsässä vaiheessa, mutta yhtiö on viime vuosina kehittänyt tuoteportfolioa täydentäviä ja uusille alueille laajentavia ratkaisuja (erityisesti Embedded Security- ja Scam Protection -ratkaisut). Lisäksi Lookout-yrityksoston myötä vahvisti F-Securen tuoteportfolioa erityisesti mobiiliyvykyksien osalta, ja muutenkin kahden

yhtiön tuotteista on otettu parhaat palat käyttöön tuoteportfolioita yhdistettäessä.

Laajentuminen uusiin kanaviin ja kumppaneihin

Lookout Life -yrityksoston jälkeen F-Securen strategia on entistä enemmän keskittynyt kumppanikanavan palvelemiseen ja viimeisen vuoden aikana integroitujen tuoteportfolioiden, uusien tuotelanseerausta (Scam Protection) sekä Embedded Security -tarjoamaan kehittämisen ansiosta yhtiöllä on myös hyvin kilpailukykyinen tarjooma niin suurille kuin pienemmille kumppaneille. Strategian fokus on ollut viime aikoina etenkin suurissa Tier1-kumppaneissa, joille tarjottavat sulautetun tietoturvan ratkaisut tarjoavat F-Securelle selvää kasvupotentiaalia.

Strategian fokusta heijastellen F-Secure uudisti organisaatiomalliaan vuoden 2024 lopussa. Uudistuneessa organisaatiomallissa asiakassegmentit jaetaan strategisiin kumppaneihin (Tier1), merkittäviin kumppaneihin (Top100 operaattorit maailmassa), kaupalliset kumppanit (pienet ja keskisuuret operaattorit sekä muut vertikaalit, kuten pankit ja vakuutusyhtiöt) sekä suoramyyntikanavaan.

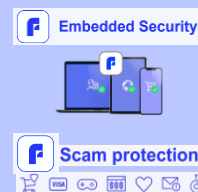
Vahvan operaattorikanavan lisäksi F-Secure pyrkii solmimaan uusia kumppanuuksia etenkin pankkien, vakuutusyhtiöiden ja vähittäiskauppiaiden kanssa. F-Secure on tunnistanut, että mainituilla sektoreilla on vastaavia haasteita kuin teleoperaattoreilla, kuten korkea asiakasvaihtuvuus, rajalliset mahdollisuudet erilaistua kilpailijoista, hidas liikevaihdon kasvu ja paine saada asiakaskohtaista liikevaihtoa ylös. Viime vuosina strategian toteuttaminen on tältä osin tuottanut jo tuloksia ja F-Securella on noin 50 kumppania operaattorien ulkopuolelta. Lookout-yrityksoston jälkeen Tier1-kumppanien tavoittelu on kuitenkin vienyt yhtiön fokusta ja resursseja tämän kanavan kehittämisestä.

Kasvustrategian kolme pilaria

Keskimääräisen
tilaajakohtaisen
liikevaihdon
(ARPU)
kasvattaminen



Nykyisen valikoiman
ja uusien
tuotteiden
kehittäminen



Uusiin kanaviin ja
kumppanuuksiin
laajentuminen

Tier1-operaattorit
ensisijainen
fokusalue

Pankit, vakuutusyhtiöt
ja vähittäiskauppa
operaattoreiden lisäksi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

F-Secure päivitti taloudelliset tavoitteensa marraskuussa 2024. Kasvun osalta yhtiö tavoittelee korkeaa yksinumeroista liikevaihdon kasvua, jonka lisäksi yhtiö näkee merkittävää lisäpotentiaalia kasvulle suurista Tier1-sopimuksista. Vuoden 2025 yhtiö on viestinyt olevan vielä liiketoiminnan ylösajovuosi, ja tälle vuodelle ohjeistettu ”keskitason yksinumeroinen kasvu” jää vielä alle tavoitteiden. Yleisesti yhtiöllä on lupaavia kasvuajureita (uusien sekä nykyisten Tier 1 -kumppanuuksien ylösajo ja Totalin kasvava käyttöönotto), mutta samalla näistä syntyvä kasvu on hautautunut viime aikoina tiettyjen eurooppalaisten operaattorikumppanien laskevan liikevaihdon alle. Kasvutavoitteiden toteutumista päästäänkin tarkastelemaan kunnolla vasta vuonna 2026, eikä yhtiöllä ole vielä näyttöjä korkeasta yksinumeroisesta orgaanisesta kasvusta.

Kannattavuuden osalta F-Secure tavoittelee oikaistun EBITA-marginaalin lähestyvän 40 % liikevaihdon noustessa 200 MEUR:oon. Skaalautuva kulurakenne sekä toimialaverrokki Gen Digitalin kannattavuus (EBIT ~58 %) huomioiden 40 %:n EBITA-marginaali näyttää äkkiseltään jopa varovaiselta. Tässä taustalla on arviomme mukaan kuitenkin vielä vaadittavat panostukset Tier 1 – kyvykkyyksiin ja F-Securen pienempi kokoluokka. Myös bruttomarginaalit Embedded Security -ratkaisuihin ovat heikompia kuin Totalissa, minkä myötä kasvu ei ole yhtä ”arvokasta” eri tuoteryhmien välillä. Yhtiö on myös kommentoinut kannattavuuden tuskin yltävän 40 %:iin, mikäli liikevaihto jäisi selvästi alle 200 MEUR:n. Tämä osaltaan kertoo siitä, että yhtiö tulee lähivuosina tosissaan panostamaan Tier1-liiketoiminnan ylösajoon ja volyymien

kasvattamiseen, ja ilman merkittävää kasvua kannattavuus tulisi olemaan paineessa.

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

Taseen osalta F-Secure tavoittelee alle 2,5x nettovelan suhdetta käyttökatteeseen. Taso voi nousta väliaikaisesti tämän yli yrityskauppojen myötä, kuten tällä hetkellä (Q4'24: 3,1x). Pidämme velkavivun käyttöä erittäin perusteltuna yhtiön vakaan liiketoiminnan ja vahvan kassavirran vuoksi. Tällä hetkellä yhtiön taseasema ei varsinaisesti mahdollista lisävelan ottoa esimerkiksi uusiin yrityskauppoihin.

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu Korkea yksinumeroinen liikevaihdon kasvu, lisäksi merkittävä lisäpotentiaali suurista Tier 1 -sopimuksista	Kannattavuus Oikaistu EBITA-marginaali lähestyy 40 % liikevaihdon noustessa 200 MEUR:oon. (2024: 35,7 %)
Osingot Nettotuloksesta noin 50 % tai yli maksetaan osinkona, mitä voidaan mukauttaa velkaantumisasasteen ollessa tavoitetasoa korkeampi	Taserakenne Nettovelan suhde käyttökatteeseen alle 2,5x Q4'24: 3,1x

Taloudellinen tilanne

Historiallinen kasvu- ja tuloskehitys

F-Securen edellisen viiden vuoden keskimääräinen liikevaihdon kasvuvauhti on ollut noin 9,0 %. Lookout-yrityksoston tuoma epäorgaaninen kasvu on vauhdittanut tätä merkittävästi ja orgaaninen kasvu onkin ollut keskimäärin maltillisemmalla noin 3,6 %:n tasolla. Pidemmälle katsottaessa vuosina 2012-2019 liikevaihto pysyi käytännössä paikoillaan, mutta vuosina 2020-2022 kasvu kiihtyi noin 5-6 %:n tasolle. Kiihtyneen kasvun taustalla oli osittain koronan myötä lisääntyneet etätyöt ja sitä kautta kuluttajien kasvanut maksuhalukkuus tietoturvaan. Kasvua tuli niin asiakaskohtaisen liikevaihdon kasvusta kuluttajien siirtyessä kokonaisratkaisu TOTALiin kuin myös uusien kumppanuuksien kautta. Vuonna 2023 orgaaninen kasvuvauhti (1,7 %) kuitenkin hidastui ja vuonna 2024 se oli nollan tuntumassa. Heikossa talousympäristössä yhtiön tietyt operaattorikumppanit Saksassa ja Iso-Britanniassa ovat kohdanneet asiakaspoistumaa, mikä on haudannut pitkälti alleen F-Securen kasvuajurien tuomaa uutta myyntiä.

Tuloskehityksen osalta tietoja F-Securesta on vain kuudelta edelliseltä vuodelta (2019-2024), sillä historiallisesti WithSecure ei raportoinut yritys- ja kuluttajietoturvan kannattavuuksia erikseen. Lisäksi jakautumista edeltävät historialliset tulosluvut eivät ole vertailukelpoisia yhtiön kulurakenteeseen kasvettua selvästi itsenäisenä yrityksenä tarvittavan organisaation rakentamisen myötä.

Vuosina 2019-2021 oikaistu EBITA-% oli noin 42-46 % välillä, mikä kertoo erittäin vahvasta kannattavuudesta ja kypsän vaiheen ohjelmistoliiketoiminnasta. Vuonna 2022 marginaali heikkeni 39,6 %:iin heijastellen itsenäisen organisaation rakentamista. Vuonna 2023 marginaali heikkeni (34,2 %) edelleen Lookout Life -yrityksostosta johtuvien OPEX-lisäpanostusten vuoksi. Vuonna 2024

kannattavuudessa nähtiin pientä palautumista (35,7 %), mutta yhtiö investoi kuitenkin merkittävästi Tier 1-kyvyyksiensä kasvattamiseen. Vuonna 2025 suhteellinen kannattavuus oletettavasti heikkenee hieman Tier1-strategiaan liittyvien investointien vuoksi.

Kulurakenne

F-Securen bruttokate on ollut historiassa erittäin vahvalla yli 90 %:n tasolla, mutta Lookout-yrityksoston jälkeen se on laskenut hieman (2024: 86,2 %) johtuen Lookout Lifen erilaisesta marginaaliprofiilista. Embedded security -ratkaisujen kasvaessa bruttokate-% todennäköisesti tulee jatkossakin jonkin verran laskemaan näiden matalamman katerakenteen vuoksi. Myytyjä suoritteita vastaavat kulut koostuvat pääosin tuotantoon liittyvistä hosting-kuluista, rojalteista ja palvelumaksuista.

Myynnin ja markkinoinnin kulut vastasivat 24 % liikevaihdosta vuonna 2024. Kuluerä koostuu henkilöstö- ja markkinointikuluista, myyntipalkkioista, asiantuntijapalveluista sekä muista liiketoiminnan kuluista. Myynnin ja markkinoinnin suhteellinen osuus liikevaihdosta on melko alhaisella tasolla ja näemme kuluerässä lievää skaalautumisvaraa pitkällä aikavälillä kasvun mukana.

Tuotekehitysmenojen osuus vuonna 2024 oli noin 20 % liikevaihdosta ja hallinnon kulujen puolestaan noin 17 %. Näissä erissä on nähty viime vuosina nousua F-Securen panostaessa omaan tuotekehitykseen sekä hallintorakenteisiin. Lisäksi jakautumisen jälkeen yhtiö maksoi WithSecurelle TSA-sopimusten nojalla näihin liittyvistä palveluista. Yhtiön muutosvaiheen vuoksi historiallisten suhteellisten osuuksien tarkastelu ei anna todellista kuvaa itsenäistymisen ja Lookout-yrityksoston aiheuttaessa merkittäviä muutoksia kulurakenteeseen. Vuoden 2024 kulurakenne olikin ensimmäinen nykyisen F-Securen ”normaali” tilanne, joskin tietyt Lookout Life -

yrityksostoon liittyvät kirjanpidolliset erät vaikuttivat vielä täälläkin.

Rahavirta ja tase

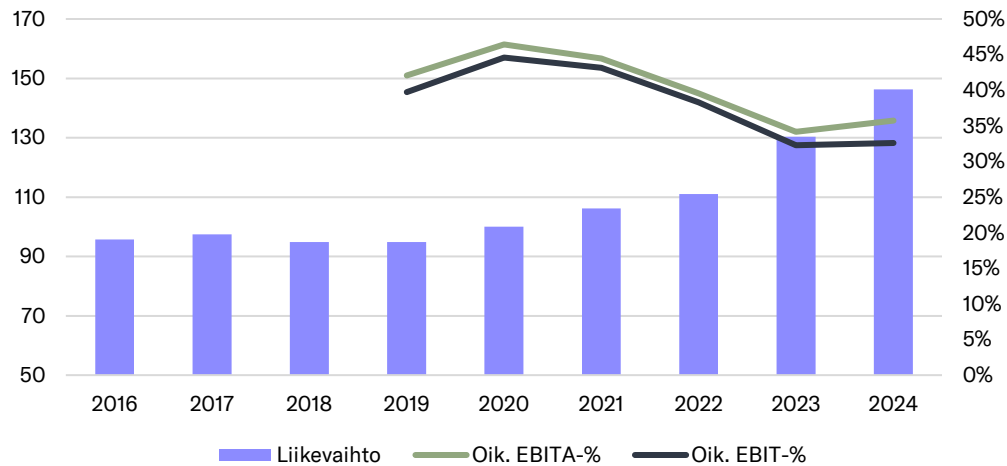
F-Securen liiketoiminnalla on hyvä kassavirtaprofiili, sillä kumppanikanavasta myynti tuloutuu kassavirraksi kuukausittain ja suoramyyntissä kuluttajat maksavat tilauksen tai lisenssin usein ennakoon. Historiassa yhtiön kassakonversio suhteessa oikaistuun EBITAan on ollut korkea (2022 vapaa kassavirta 72 % oik. EBITAsta), mutta viime vuosina konversio on heikentynyt (2024: 53 %), kun uudelleenjärjestelyistä johtuvat kertaerät ja nousseet korkokulut ovat rasittaneet liiketoiminnan kassavirtaa. Lisäksi yhtiö on alkanut aktivoimaan tuotekehitysmenojaan taseeseensa selvästi aiempaa enemmän, mikä on lyhyellä aikavälillä leventänyt tuloksen ja vapaan kassavirran välistä erotusta. Kertaerien pienentymisen, nettoinvestointien laskun (poistotason nousun) ja korkokulujen laskun myötä kassakonversiolla on edellytykset jälleen kohentua jatkossa.

F-Securen vuoden 2024 lopun taseen loppusumma oli 271 MEUR. Taseen varat koostuivat pääasiassa Lookout-yrityksosto myötä tulleesta liikearvosta (90 MEUR) ja aineettomista hyödykkeistä (126 MEUR). Loput taseesta koostuivat pääasiassa myyntisaamisista (37 MEUR) ja likvideistä varoista (8 MEUR).

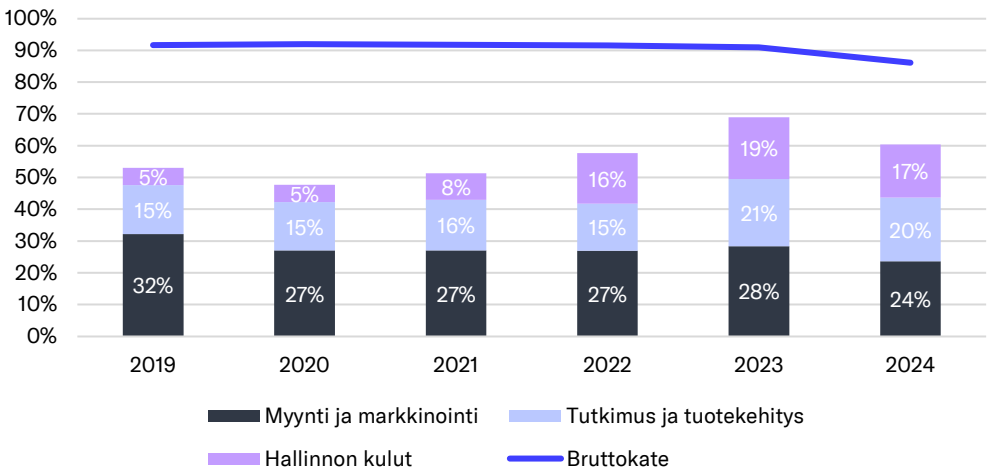
Vastattavaa puoli koostuu pitkälti Lookout Life -yrityksoston yhteydessä nostetusta korollisesta velasta (pankkilainat 169 MEUR), saaduista ennakosta (28 MEUR) ja ostovelosta (14 MEUR). Yrityksostoa heijastellen taseen omavaraisuusaste 2024:n lopussa oli matala 17,4 % ja nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen puolestaan melko korkea 3,1x. Vahvan kassavirran myötä tase vahvistuu ja velkaantuneisuus laskee kohti yhtiön tavoitetasoa (alle 2,5x) jo lähivuosien aikana.

Taloudellinen tilanne

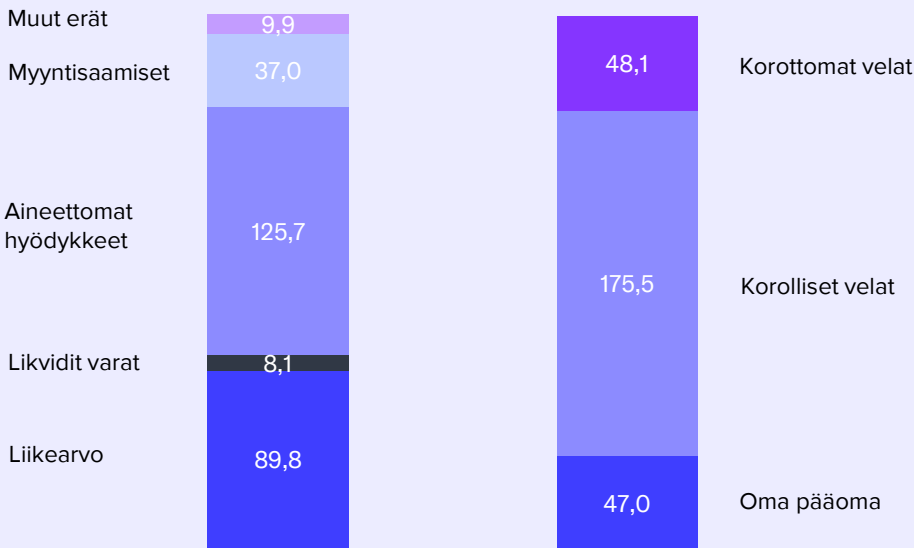
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



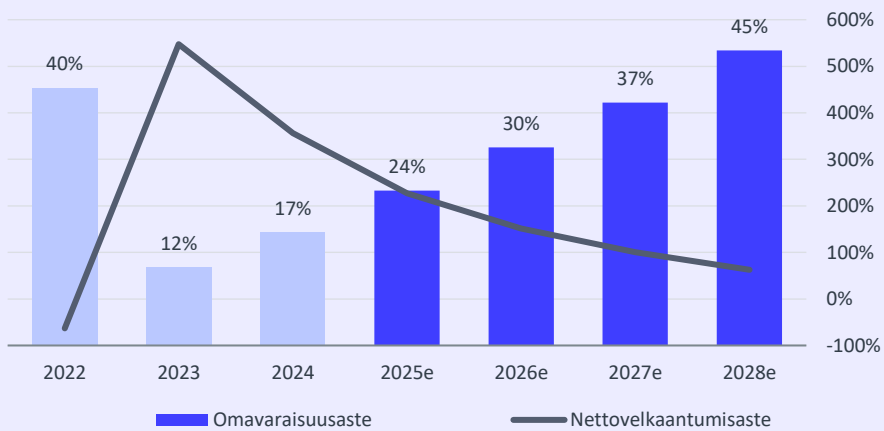
Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Tase Q4'24 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Emme ole tehneet tämän raportin yhteydessä muita ennustemuutoksia kuin lievää hienosäätöä tase-ennusteisiin. Ennustamme F-Securen liikevaihdon kehitystä erikseen kanavakumppaniverkoston sekä suoramyynnin kautta. Odotamme strategian keskiössä olevan kumppanikanavan olevan keskeinen kasvun veturi. Täällä odotamme kasvua niin Total-laajennusten kuin Tier1-kumppaneiden kautta. Siirtymä Totaliin tukee myös jossain määrin suoramyynnin kehitystä, mutta odotamme täällä F-Securen jatkavan lähivuosina toiminnan kehittämistä kasvun sijaan kannattavuus edellä.

Yleisesti näkyvyys F-Securen liikevaihdon kehitykseen on lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä melko hyvä, sillä liikevaihto perustuu lähes kokonaan jatkuvaluonteisiin ohjelmistotilauksiin. Edelleen heikko taloustilanne ja kuluttajasentimentti Euroopassa luovat kuitenkin lyhyellä tähtäimellä epävarmuutta kasvuvauhdin suhteen. Myös haasteiden kanssa painivat operaattorit Iso-Britanniassa ja Saksassa aiheuttavat vielä painetta F-Securen liikevaihtoon.

Kasvun osalta ennusteemme ovat selvästi yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteita varovaisempia, ja esimerkiksi vuoden 2028 liikevaihtoennuste (177 MEUR) jää reilusti alle yhtiön 200 MEUR:n tavoitteen. Siten markkinan piristyessä ja/tai yhtiön strategian edetessä suunnitellusti voisi ennusteissa olla vielä merkittävää nousupainetta.

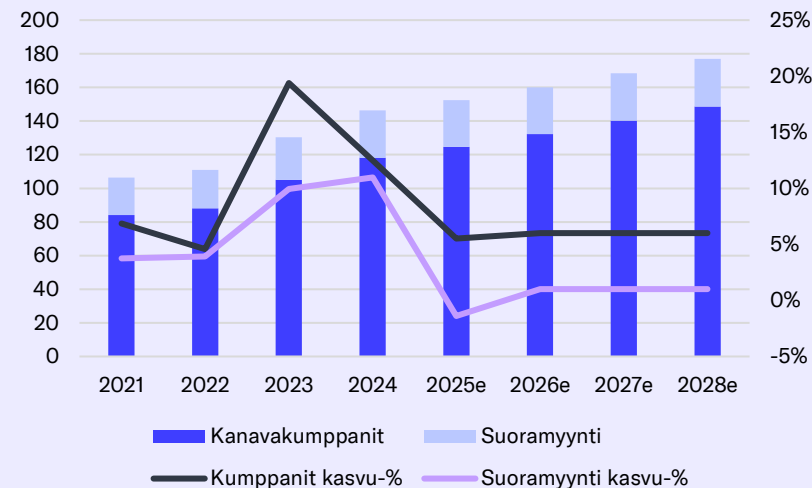
Pidämme F-Securen kannattavuustavoitetta realistisena pitkällä aikavälillä. Ennusteillamme oikaistu EBITA (2028e 36,7 %) jää yhtiön tavoittelemasta 40 %:n tasosta varovaisempaa liikevaihtoennustetta heijastellen. F-Securen kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Bruttokatteen

odotamme laskevan muutamia %-yksikköjä keskipitkällä aikavälillä, missä näkyy Tier1-kumppanien ylösajo ja sitä kautta sulautetun tietoturvan matalammat marginaalit. Tänä vuonna investoinnit Tier1-strategiaan painavat vielä muuten kannattavuutta, mutta tämän jälkeen odotamme kannattavuuden lievästi skaalautuvan kasvun mukana keskipitkällä aikavälillä.

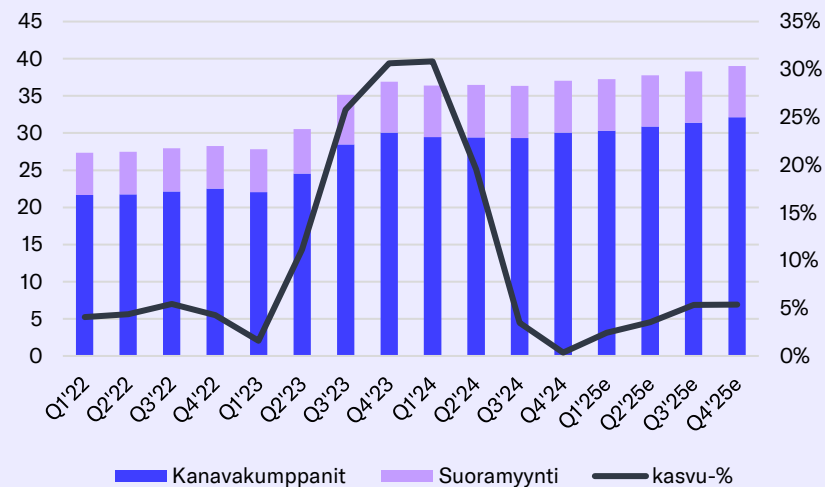
Lookout-yritysostoon liittyvät PPA-poistot (n. 8 MEUR) vuodessa kohottavat F-Securen poistotasoa. Yhtiö on myös viime vuosina kasvattanut tuotekehitysmenojen aktivointeja taseeseen yhtiön investoidessa omiin IT-järjestelmiin, teknologia-alustoihin sekä uusiin tuotteisiin. Näihin liittyvät poistot kohottavat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

Ennustamme F-Securen osingonjakosuhteen olevan lähivuosina noin 36-46 % nettotuloksesta. Ennusteillamme yhtiön tavoitteiden mukainen (alle 2,5x) nettovelan taso suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen saavutetaan jo vuoden 2026 loppuun mennessä. Tämän jälkeen yhtiöllä on mahdollisuus halutessaan nostaa osingonjakosuhdetta, mikäli järkeviä investointikohteita ei ole tarjolla. Vahvaa kassavirtaa voidaan jatkossakin allokoida myös täydentävien yritysostojen tekemiseen. Laskeneet korot sekä velkojen lyhentäminen näkyvät tulevana vuosina asteittain pienenevissä rahoituskuluissa.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon kehitys vuosineljänneksittäin



Ennusteet 2/3

Vuoden 2025 ennuste

Näkymissään F-Secure odottaa vuodelle 2025 keskitason yksinumeroista liikevaihdon kasvua, mikä esimerkiksi 5 %:n kasvulla tarkoittaisi noin 153,6 MEUR:n liikevaihtoa. Oikaistun EBITAn yhtiö arvioi olevan samalla tasolla kuin vuonna 2024 (52,2 MEUR). Capex-investointien odotetaan pysyvän edellisvuoden tasolla (2024: 11,2 MEUR).

F-Secure odottaa suoramyyntikanavan laskevan tänä vuonna, kun yhtiö ei edelleenkään näe maksetun asiakashankinnan tekemistä järkevänä nykyisessä markkinaympäristössä. Kasvu tulee siis kumppanikanavasta ja kokonaisuutena yhtiö arvioi, että noin puolet kasvusta tulee Tier1-kumppaneista ja puolet Total-laajennuksista. F-Securen ensimmäisen sulautetun tietoturvan Tier1-kumppanin palvelu saatiin valmiiksi joulukuussa ja sen markkinointi on aloitettu Q1:n aikana. Kasvun odotetaan kiihtyvän vuoden mittaan kun tämän kumppanin sekä muiden uusien kumppanien palvelut alkavat vähitellen tuottaa liikevaihtoa. Tier1-strategian toimivuutta päästään kuitenkin kunnolla tarkastelemaan vasta keskipitkällä aikavälillä, kun useampi kumppani on saatu ajettua ylös. Isoissakin kumppaneissa kehitys voi alussa olla hidasta, kun uusia palveluita lanseerataan varovasti testaten ja asteittain kasvattaen kuluttajille.

Sulautetuissa tietoturvaratkaisuissa F-Securen bruttomarginaali on Total-liiketoimintaa matalampi, minkä vuoksi marginaalin odotetaan laskevan tänä vuonna. Lisäksi F-Secure kehittää edelleen palvelu-, toiminta- ja tuotantovalmiuksiaan vastaamaan Tier1-kumppanien vaatimuksia, mikä lisää operatiivisia kuluja tänä vuonna.

Ennustamme tälle vuodelle 4,2 %:n kasvua kumppanikanavan (5,5 %) vetämänä, ja kasvun painottuvan

H2:lle. Suoramyyntikanavan ennustamme laskevan 1,4 %. Oikaistun EBITAn odotamme pysyttelevän vakaana 52,2 MEUR:ssa (34,3 % lv:sta).

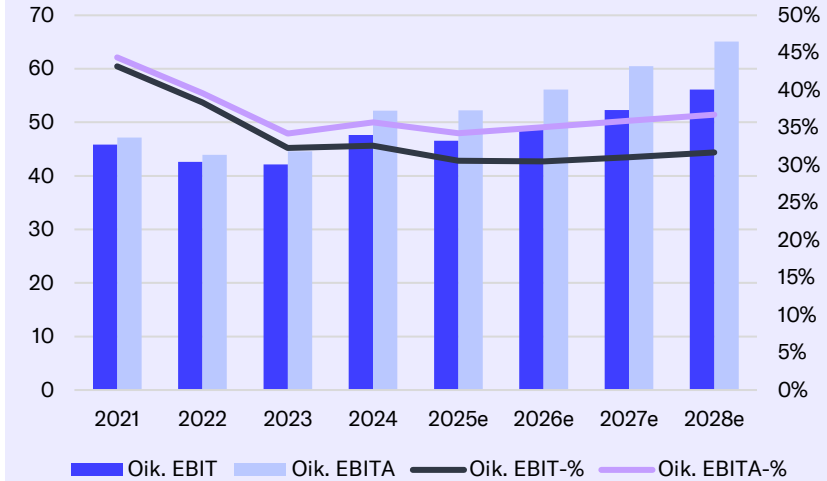
F-Securen pankkilainat on sidottu 3kk Euriboriin ja vuonna 2024 lainojen painotettu keskikorko oli 5,8 %. Ennustamme laskeneiden korkojen ja velkojen lyhentämisen myötä nettorahoituskulujen laskevan ja olevan tänä vuonna -8,0 MEUR (2024: -11,4 MEUR). Pienempien rahoituskulujen myötä myös oikaistu osakekohtainen tulos (2025e 0,17 EUR) kasvaa lievästi edellisvuodesta vakaasta EBITA-ennusteesta huolimatta.

Vuosien 2026-2028 ennusteet

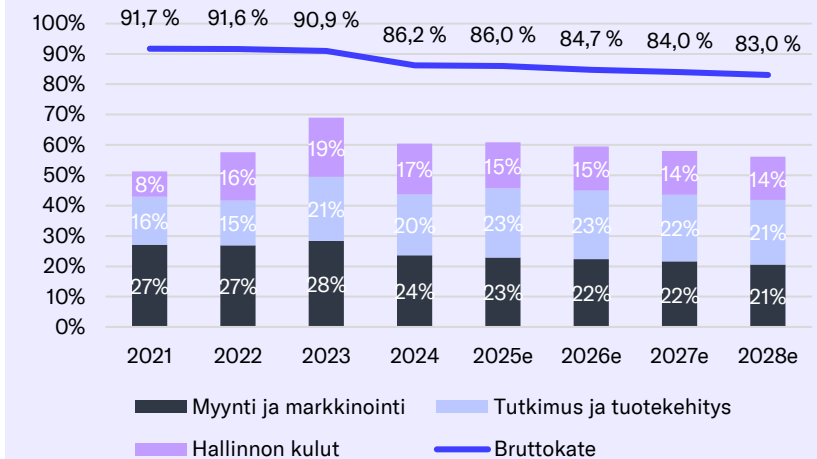
Vuosina 2026-2028 odotamme F-Securen vuosittaisen liikevaihdon kasvun kiihtyvän noin 5 %:iin kumppanikanavan vetämänä. Odotamme kasvua tulevan niin Total-laajennuksista kuin sulautetun tietoturvan ratkaisusta Tier1-kumppaneilta. Suoramyyntikanavan odotamme pysyttelevän suunnilleen vakaana ja ennustamme noin 1 %:n vuosittaista kasvua.

Ennustamme oikaistun EBITA-marginaalin paranevan 35,0 %:iin vuonna 2026 ja tästä asteittain 36,7 %:iin vuoteen 2028 mennessä. Ennusteellamme aineettomien hyödykkeiden poistot kasvavat lähivuosina selvästi, mikä tukee osaltaan EBITA:n kehitystä. Oikaistun liikevoiton tasolla vuoden 2028 marginaaliennuste (31,7 %) on itse asiassa vuoden 2024 tasoa (32,6 %) matalampi. Kokonaisuutena kannattavuusennusteemme eivät siten ole erityisen vaativia, ja vahvemman kasvun skenaariossa niissä olisi arviomme mukaan nousupainetta.

Oikaistu liikevoitto ja EBITA



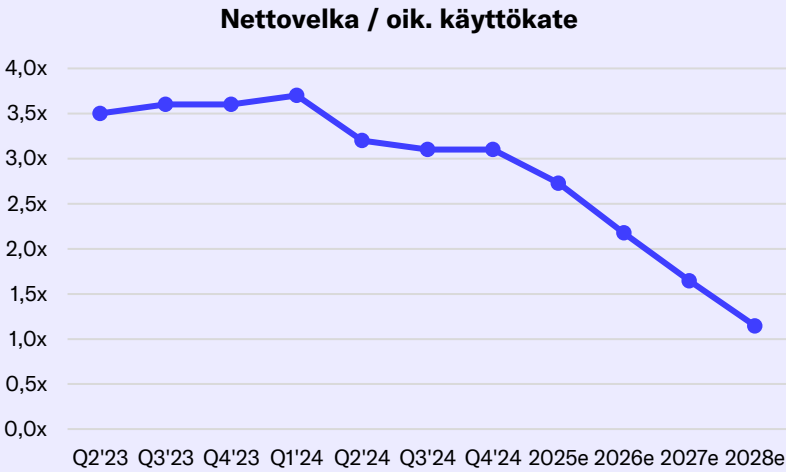
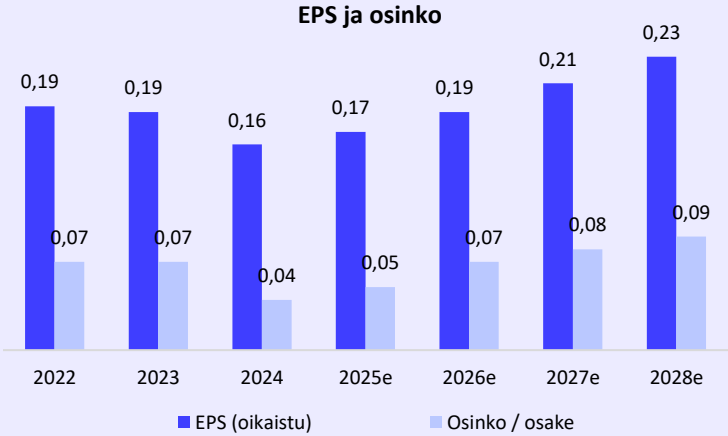
Kulurakenne %-lv:sta ja bruttokate-%



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2029-2033 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan 5,0 %:sta 2,0 %:iin. Tämän jälkeen kasvun ikuisuusoletuksemme on 1,5 %:ssa. Oikaistun EBITA:n odotamme pysyttelevän vakaana noin 37 %:ssa (raportoitu EBIT-% 27-28 %) ja terminaalioletuksena olemme käyttäneet 36 % (EBIT: 28 %). Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristyminen tai jokin uusi teknologinen innovaatio voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen. Tekoälyn nopea kehitys mielestämme nostaa tätä riskiä, johon näkyvyys on hyvin heikko.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	130	36,4	36,5	36,3	37,0	146	37,3	37,8	38,3	39,0	152,4	160	168	177
Kanavakumppanit	105	29,4	29,4	29,3	30,0	118	30,3	30,9	31,4	32,1	125	132	140	149
Suoramyynti	25,2	6,9	7,1	7,0	7,0	28,0	6,9	6,9	6,9	6,9	27,6	27,9	28,2	28,5
Käyttökate	37,7	13,1	13,5	14,9	10,4	52,0	12,7	12,4	15,3	12,9	53,2	56,9	61,3	66,0
EBITA (oik.)	44,6	12,7	13,1	14,6	11,8	52,2	12,4	12,1	15,1	12,6	52,2	56,1	60,4	65,1
Poistot ja arvonalennukset	-8,2	-3,2	-3,3	-3,4	-3,7	-13,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-14,5	-16,0	-17,1	-17,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	42,1	11,7	12,1	13,5	10,4	47,7	11,0	10,7	13,7	11,2	46,6	48,9	52,3	56,1
Liikevoitto	29,5	10,0	10,2	11,5	6,7	38,4	9,1	8,8	11,7	9,2	38,8	40,9	44,3	48,1
Nettorahoituskulut	-1,8	-2,9	-3,3	-2,8	-2,4	-11,4	-2,1	-2,1	-1,9	-1,9	-8,0	-6,4	-5,2	-4,3
Tulos ennen veroja	27,7	7,1	6,9	8,7	4,3	27,0	7,0	6,7	9,8	7,3	30,8	34,5	39,1	43,8
Verot	-5,3	-1,6	-1,5	-2,0	-0,9	-5,9	-1,5	-1,5	-2,2	-1,6	-6,8	-7,9	-8,6	-9,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	22,4	5,5	5,4	6,7	3,4	21,1	5,4	5,2	7,7	5,7	24,0	26,6	30,5	34,2
EPS (oikaistu)	0,19	0,04	0,04	0,05	0,04	0,16	0,04	0,04	0,05	0,04	0,17	0,19	0,21	0,23
EPS (raportoitu)	0,13	0,03	0,03	0,04	0,02	0,12	0,03	0,03	0,04	0,03	0,14	0,15	0,17	0,20

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	17,4 %	30,8 %	19,6 %	3,5 %	0,4 %	12,2 %	2,4 %	3,5 %	5,4 %	5,4 %	4,2 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-1,0 %	21,7 %	29,6 %	10,4 %	-5,1 %	13,2 %	-6,4 %	-11,4 %	1,4 %	8,1 %	-2,3 %	4,9 %	7,0 %	7,4 %
Käyttökate-%	28,9 %	36,1 %	37,1 %	41,1 %	28,1 %	35,6 %	34,0 %	32,8 %	40,0 %	32,9 %	34,9 %	35,5 %	36,4 %	37,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,3 %	32,3 %	33,1 %	37,1 %	28,0 %	32,6 %	29,5 %	28,4 %	35,7 %	28,7 %	30,6 %	30,5 %	31,0 %	31,7 %
Nettotulos-%	17,2 %	15,2 %	14,9 %	18,5 %	9,2 %	14,4 %	14,6 %	13,8 %	20,0 %	14,7 %	15,8 %	16,6 %	18,1 %	19,3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	220	217	215	211	206
Liikearvo	88,4	89,8	89,8	89,8	89,8
Aineettomat hyödykkeet	125	126	123	119	115
Käyttöomaisuus	1,6	1,5	1,5	1,8	1,9
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	3,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	55,6	53,2	54,6	58,8	63,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	39,7	41,4	42,4	44,4	46,5
Likvidit varat	15,9	8,1	12,2	14,4	16,8
Taseen loppusumma	275	271	269	270	270

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	33,1	47,0	64,0	81,9	100
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	25,5	35,4	52,4	70,2	88,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,5	11,6	11,6	11,6	11,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	176	143	132	111	85,3
Laskennalliset verovelat	2,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Varaukset	1,7	1,4	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	166	131	122	101	74,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,9	6,4	6,6	6,7	6,8
Lyhytaikaiset velat	66,5	80,7	73,3	76,7	84,3
Korolliset velat	31,0	44,0	35,6	37,7	44,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,8	14,5	15,2	16,0	16,8
Muut lyhytaikaiset velat	19,8	22,1	22,5	23,0	23,4
Taseen loppusumma	275	271	269	270	270

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

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

Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

F-Securen osake on ollut käytännössä paineessa Lookout Life -yritystoston tiedottamisesta (4/2023) lähtien. Järjestelyssä maksettu korkea kauppahinta ei miellyttänyt osakemarkkinoita, minkä jälkeen sekä Lookoutin että F-Securen tuloskehitys on ollut myös alkuperäisiä odotuksia vaisumpaa. Järjestely muutti myös aiemmin osinkoyhtiöksi profiloituneen F-Securen sijoitusprofiilia merkittävästi. Tämä on arviomme mukaan saanut osan sijoittajista painamaan osakkeen kohdalla myyntinappia, jonka lisäksi laskenut markkina-arvo on mahdollisesti ruokkinut tiettyjen instituutiosijoittajien myyntihaluja entisestään. Joidenkin sijoittajien kanssa keskustellessa pelot tekoälyn vaikutuksista F-Securen liiketoiminnalle ovat nousseet esiin yhtenä huolena. Emme kuitenkaan usko tämän tekijän olleen keskeinen negatiivinen ajuri osakkeelle, sillä verrokkiyhtiö Gen Digitalin osake on noussut viimeisen vuoden aikana noin 28 %. Emme myöskään pidä tällä hetkellä todennäköisenä skenaariota, missä tekoäly disrupoitsi täysin kuluttajatietoturvan markkinat. Lähivuosina näemme enemmänkin kasvavien uhkakuvien ja huijausten luovan lisää kysyntää näille ratkaisuille.

Lopputuloksena F-Securen osakkeen arvostukseen (2025e oik. P/E 10x) ei ole tällä hetkellä hinnoiteltu minkäänlaisia kasvuodotuksia, joten riskit alaspäin ovat mielestämme

rajattuja. Samalla kasvun piristyessä lähivuosien tuotto-odotus olisi houkutteleva kiihtyvän tuloskasvun, arvostuskertoimien nousun ja kohtalaisen osinkotuoton kautta. Siten riski/tuotto-suhde on mielestämme tällä hetkellä hyvin kohdillaan. Eri arvonmääritysmenetelmien pohjalta arvioimme F-Securen käyvän arvon olevan tällä hetkellä noin 2,0-2,6 euroa. Toistamme osakkeen osta-suosituksen ja 2,3 euron tavoitehinnan.

Arvostus ei päätä huimaa

F-Securen PPA-poistoilla ja kertaerillä oikaistu P/E-luku on vuoden 2024 toteutuneella tuloksella 10,6x ja oikaistu EV/EBITA-kerroin noin 8,5x. Vuoden 2025 vakaalla EBITA-ennusteella kertoimet ovat suunnilleen samalla tasolla, mutta rahoituskulujen laskun myötä P/E-kerroin laskee 9,9x tasolle. Mielestämme kertoimet ovat absoluuttisesti matalia ja näemme niissä selvää nousuvaraa F-Securen tuloskasvun piristyessä. Tänä vuonna tulos näyttää kuitenkin pysyttelevän vielä paikoillaan, jonka valossa matalat kertoimet ovat osittain perusteltuja. Yhtiöllä onkin näytön paikka osoittaa Tier1-strategian toimivuus ja saada tehdyillä panostuksilla aikaan tulosriveille skaalautuvaa kasvua tulevina vuosina.

Kasvun piristyessä vuosina 2026-2027 arvostus (EV/EBIT 8,7x-7,7x ja P/E 9x-8x) näyttäisi jo hyvin matalalta. Kasvun osalta ennusteemme odottavat yhtiön tavoitteisiin nähden vain kohtalaista suoritusta, ja markkinan piristyessä ja/tai yhtiön strategian edetessä suunnitellusti niissä voisi olla vielä nousupainetta. Viime aikojen kehityksen perustella ennusteissa on kuitenkin syytä pitää tällä hetkellä malttia ennen näyttöjä paremmasta kehityksestä. Tuloskasvuun liittyvästä epävarmuudesta huolimatta näemme riski/tuotto-suhteen lähivuosille houkuttelevana.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl	174,7	174,7	174,7
Markkina-arvo	301	301	301
Yritysarvo (EV)	446	425	403
P/E (oik.)	9,9	9,1	8,1
P/E	12,5	11,3	9,9
P/B	4,7	3,7	3,0
P/S	2,0	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	2,9	2,7	2,4
EV/EBITDA	8,4	7,5	6,6
EV/EBIT (oik.)	9,6	8,7	7,7
Osinko/tulos (%)	36,4 %	46,0 %	45,8 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	4,1 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Mielestämme nykyisellä vaatimattomalla arvostuksella osakkeen laskuvara on rajallinen, mikäli tulokasvu jatkaisi yskimistään, mutta hyvässä skenaariossa potentiaalia on reilusti niin tulokasvun kuin kertoimien nousun kautta.

Tavoitehinnallamme yhtiötä hinnoiteltaisiin tämän vuoden tuloksella arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (EV/EBITA 10x-12x) keskikohdan alapuolelle (10,5x) ja myös P/E-kerroin (13x) olisi edelleen kohtuullinen.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus näyttää erittäin houkuttelevalta, kunhan tulokasvu toteutuu

Ennusteellamme F-Securen oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin 9 %:n vauhtia vuosina 2024-2027 (lähtötaso 2024). Yhtiön omilla tavoitteilla tuloksen kasvuvauhti olisi vielä huomattavasti nopeampaa, ja siten hyvässä skenaariossa tulokasvu voisi olla osakkeen tuotto-odotukselle vielä selvästi nykyistä vahvempi ajuri. Tulokasvu painottuu vuosiin 2026-2027, jolloin Tier1-kasvun pitäisi alkaa heijastua vahvemmin myös tulosriveille. Samalla Lookout Lifen ostoa varten hankittu velka kutistuu nopeasti lähivuosina, ja laskevat rahoituskulut tukevat EPS-kasvua.

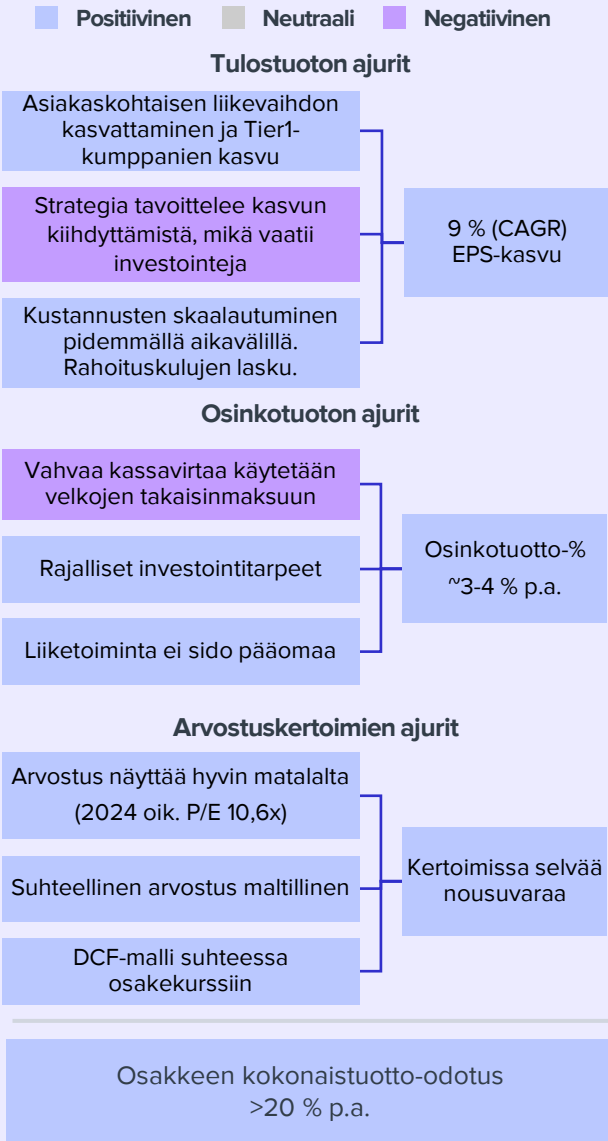
Yritysosotot pois lukien F-Secure ei arviomme mukaan pysty mitenkään investoimaan kaikkea liiketoiminnan tuottamaa kassavirtaa takaisin liiketoiminnan kasvuun järkevällä pääoman tuotolla. Siten uskomme osingonjakosuhteen olevan lähivuosina lähellä yhtiön tavoittelemaa vähintään 50 %:n tasoa. Tämä tarkoittaa noin 3-4 %:n osinkotuottoa lähivuosille. Vakaan ja jatkuvaluonteisen liiketoiminnan, vahvan pääoman tuottokyvyn ja hyvän kassakonversion ansiosta F-Securen osinko on myös tukevalla pohjalla.

Näemme F-Securen nykyisessä maltillisessa arvostuksessa (2024 EV/EBITA 8,5x, oik. P/E 10,6x) selvää nousuvaraa

tulevien vuosien aikana strategian edetessä. Mielestämme kertoimia tällä hetkellä painaa se, että F-Securen näytöt tulokasvusta ovat vielä rajalliset Lookout-yritysosaston ja Tier1-kumppaneita palvelevan strategian osalta. Tulokasvun käynnistymistä joudutaan myös vielä odottelemaan epävarmassa markkinaympäristössä tämän vuoden yli, joten lyhyen aikavälin ajurit ovat osittain kateissa. Kunhan markkinatilanne lähivuosina normalisoituu ja Lookout Lifen kautta kasvun kiihdyttämisessä onnistutaan edes kohtuullisesti, näkisimme F-Securen arvostustason heijastelevan vähintään lähemmäs arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (EV/EBITA 10x-12x) keskikohtaa. Tänä vuonna näemme H2:lla kiihtyvän kasvun potentiaalisena ajurina osakekurssille.

Näillä oletuksilla F-Securen osake tarjoaa lähivuosille yli 20 %:n vuotuista kokonaistuotto-odotusta. Tulokasvun piristyminen vuodesta 2026 alkaen on tässä olennaisessa roolissa, sillä ilman sitä kertoimien nousuvara voisi jäädä nykyistä arviotamme rajallisemmaksi.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo F-Securelle on 433 MEUR, eli noin 2,5 euroa osakkeelta. Kasvun osalta mallin ikuisuusoletuksemme on asetettu maltilliselle 1,5 %:n tasolle. Näkemyksemme mukaan mallin keskeinen haaste liittyy kannattavuuden ikuisuusoletukseen, jossa oletamme liikevoiton olevan vahvalla 28 %:n tasolla (oik. EBITA 35,6 %), mikä tosin on alle yhtiön omien tavoitteiden. Pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun kiristyminen tai jokin uusi teknologinen innovaatio kuluttajien tietoturvasa voisi aiheuttaa painetta F-Securen kannattavuuteen. Olettamalla terminaalikannattavuuden laskevan 20 %:iin, olisi DFC-mallin mukainen arvo silti noin 2,0 euroa osakkeelta.

DCF-mallin pääoman kustannus (WACC) on asetettu 8,7 %:iin ja oman pääoman kustannus 9,2 %:iin. Tämä on mielestämme hyvin perusteltu taso huomioiden F-Securen vakaan ohjelmistoliiketoiminnan suhteellisen matala riskiprofiili, jota Lookout Life -yritysosto ja kiihdytetyt kasvuinvestoinnit on kuitenkin jossain määrin nostanut.

Suhteellinen arvostus näyttää myös maltilliselta

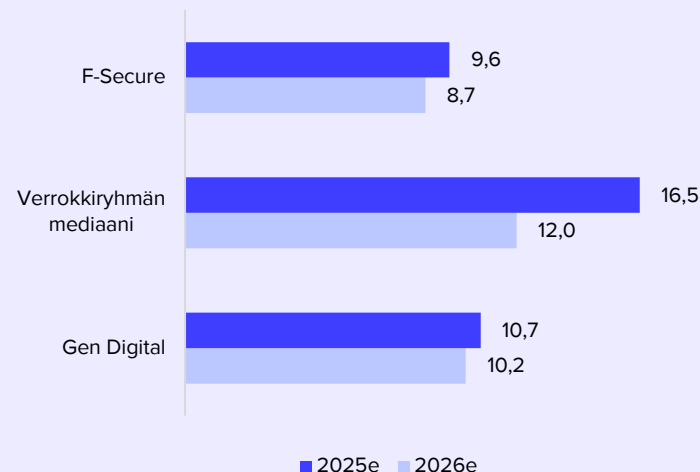
Olemme koostaneet F-Securen verrokkiryhmän pääosin pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä. Verrokkiryhmästä löytyy kuluttajatietoturvaverrokki Gen Digital sekä sulautetun tietoturvan puolen verrokki Allot. Gen Digital on kokoluokaltaan (3/2025: lv 3,9 mrd.\$ ja EBITDA 61 % lv:sta) huomattavasti F-Securea suurempi. Viime vuosina käännettä tehnyt Allot (2024: lv. 92 MUSD, EBITDA 0,2 %) on puolestaan F-Securea pienempi. Gen Digitalin ennustetaan kasvavan lähivuosina noin 3 %:n tahtia ja Allotin puolestaan 4-7 %. Liiketoiminnan profiililtaan Gen Digital on näistä mielestämme parempi verrokki F-

Securelle.

Gen Digitalia hinnoitellaan tällä hetkellä vuosille 2025-2026 noin 11x-10x EV/EBIT-kertoimilla ja 11x-10x EV/EBITDA-kertoimilla. Vastaavat P/E-kertoimet ovat puolestaan 12,5x-11,3x. F-Securen kertoimet ovat tällä hetkellä alennuksella suhteessa tähän selvästi kooltaan suurempaan sektoriverrokkiin nähden. Keskipitkän aikavälin tuloskasvupotentiaalin valossa näemme, että F-Securen kertoimet voisivat perustellusti olla jopa jonkin verran Gen Digitalin absoluuttisesti matalia kertoimia korkeammalla. Sektoriverrokin matalat kertoimet voivat kuitenkin osaltaan rajata myös F-Securen arvostusta lyhyellä aikavälillä.

Liikevaihtokerroin F-Securea (2025e 2,9x) hinnoitellaan yli 50 %:n alennuksella Gen Digitaliin (6,3x) nähden. Osa tästä selittyy nähdäksemme Gen Digitalin isomman skaalan kautta saavutetulla paremmalla kannattavuudella, mutta arvostusero on silti erittäin leveä. Koko ohjelmistoyhtiöiden verrokkiryhmään nähden F-Securen liikevaihtokerroin on 11 %:n preemiolla vuodelle 2025, mikä niin ikään selittyy yhtiön vahvalla kannattavuusprofiililla suhteessa keskimääräiseen verrokkiryhmän yhtiöön.

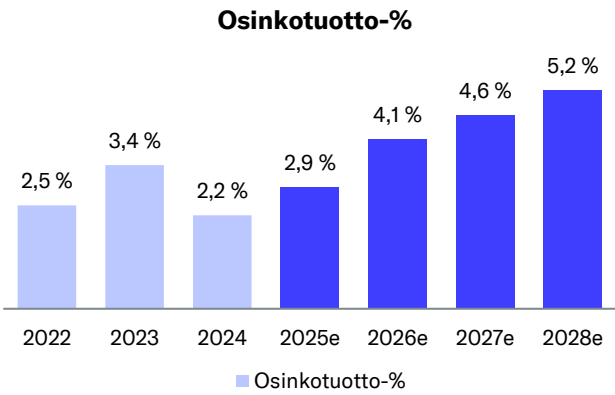
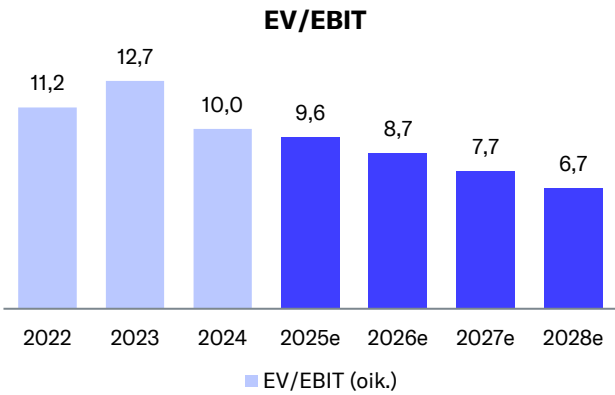
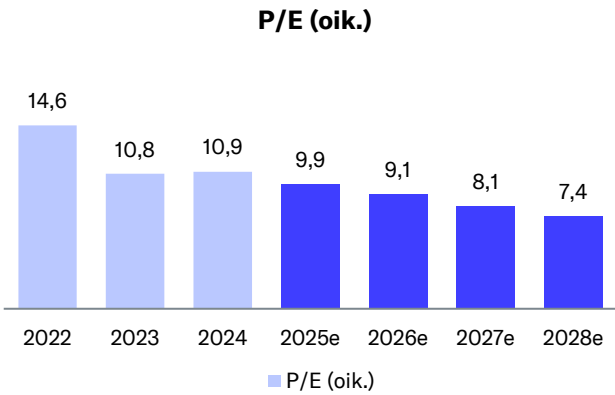
F-Securen ja verrokkien EV/EBIT-kertoimet



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi			2,83	2,04	1,78	1,72	1,72	1,72	1,72
Osakemäärä, milj. kpl			174,5	174,7	174,7	174,7	174,7	174,7	174,7
Markkina-arvo			494	355	312	301	301	301	301
Yritysarvo (EV)			478	537	479	446	425	403	378
P/E (oik.)			14,6	10,8	10,9	9,9	9,1	8,1	7,4
P/E			16,4	15,9	14,8	12,5	11,3	9,9	8,8
P/B			19,9	10,7	6,6	4,7	3,7	3,0	2,5
P/S			4,4	2,7	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
EV/Liikevaihto			4,3	4,1	3,3	2,9	2,7	2,4	2,1
EV/EBITDA			11,7	14,2	9,2	8,4	7,5	6,6	5,7
EV/EBIT (oik.)			11,2	12,7	10,0	9,6	8,7	7,7	6,7
Osinko/tulos (%)			40,5 %	54,7 %	33,2 %	36,4 %	46,0 %	45,8 %	46,0 %
Osinkotuotto-%			2,5 %	3,4 %	2,2 %	2,9 %	4,1 %	4,6 %	5,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
Gen Digital	15770	22805	10,7	10,2	10,6	10,0	6,3	6,1	12,5	11,3	1,8	1,6
Allot	249	231	71,4	35,7			2,6	2,5	113,8	45,5		
Admicom	269	258	19,8	16,9	19,4	16,3	6,7	5,8	25,1	22,2	1,3	1,6
Lemonsoft	105	106	15,7	13,2	13,7	11,9	3,5	3,3	20,7	17,3	2,5	2,7
LeadDesk	38	47	15,0	11,6	6,8	5,5	1,2	1,1	20,3	14,9		
Talenom	153	244	17,3	11,9	6,4	5,3	1,9	1,7	19,7	12,3	6,0	6,0
Qt Group	2024	1892	20,4	15,2	19,6	14,8	7,5	6,1	26,7	21,4		
WithSecure	169	164	7006,8	35,0	22,7	13,0	1,3	1,2	403,2	41,5		
QPR Software	19	19			47,9	33,7	2,8	2,6				
Tecnotree	55	66	2,5	2,0	2,0	1,5	0,9	0,7	3,9	5,9	0,9	1,5
Enento Group	382	525	13,0	12,0	10,9	9,9	3,4	3,3	16,7	13,7	6,2	6,2
Enea	172	185	13,8	11,1	6,4	5,9	2,1	2,0	14,5	12,2	2,9	3,5
FormPipe Software	128	126	17,2	12,0	9,1	7,4	2,4	2,2	21,0	14,9	2,3	3,1
F-Secure (Inderes)	301	446	9,6	8,7	8,4	7,5	2,9	2,7	9,9	9,1	2,9	4,1
Keskiarvo			602,0	15,6	14,6	11,3	3,3	2,9	58,2	19,4	3,0	3,3
Mediaani			16,5	12,0	10,7	9,9	2,6	2,5	20,5	14,9	2,4	2,9
Erotus-% vrt. mediaani			-42 %	-28 %	-22 %	-25 %	13 %	8 %	-51 %	-39 %	21 %	41 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

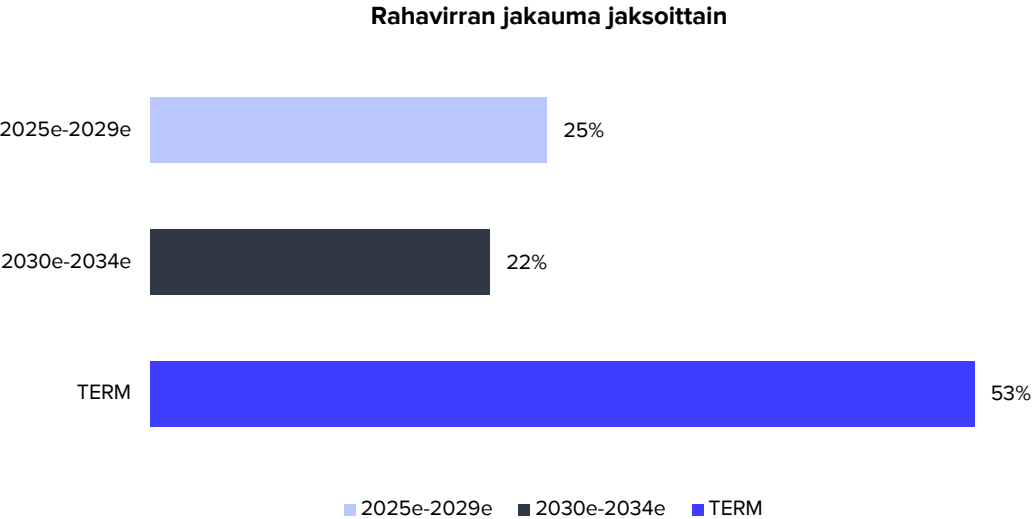
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,2 %	4,2 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	26,3 %	25,4 %	25,5 %	26,3 %	27,2 %	27,4 %	27,6 %	27,7 %	27,8 %	27,9 %	28,0 %	28,0 %
Liikevoitto	38,4	38,8	40,9	44,3	48,1	50,9	53,4	55,2	56,5	57,8	58,9	
+ Kokonaispoistot	13,6	14,5	16,0	17,1	17,9	18,5	19,1	19,5	19,9	20,1	17,0	
- Maksetut verot	-3,6	-6,8	-7,9	-8,6	-9,6	-10,5	-11,2	-11,9	-12,3	-12,7	-12,3	
- verot rahoituskuluista	-2,5	-1,8	-1,5	-1,1	-0,9	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	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	-4,4	3,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,2	
Operatiivinen kassavirta	41,5	48,6	46,7	50,8	54,5	57,4	60,1	62,2	63,9	65,2	63,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	-1,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	
- Bruttoinvestoinnit	-12,1	-12,0	-12,2	-12,4	-12,7	-12,9	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	29,7	35,3	34,6	38,5	42,0	44,6	47,2	49,4	51,1	52,4	50,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	29,7	35,3	34,6	38,5	42,0	44,6	47,2	49,4	51,1	52,4	50,9	722
Diskontattu vapaa kassavirta		33,1	29,9	30,6	30,7	30,0	29,3	28,2	26,8	25,3	22,6	321
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		607	574	544	514	483	453	424	395	369	343	321
Velaton arvo DCF		607										
- Korolliset velat		-175										
+ Rahavarat		8,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,0										
Oman pääoman arvo DCF		433										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,48										

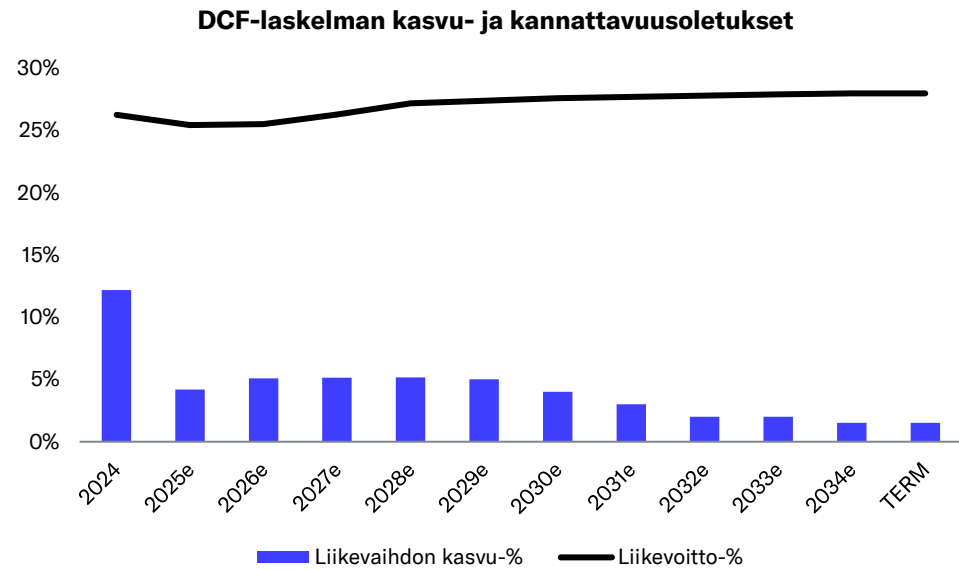
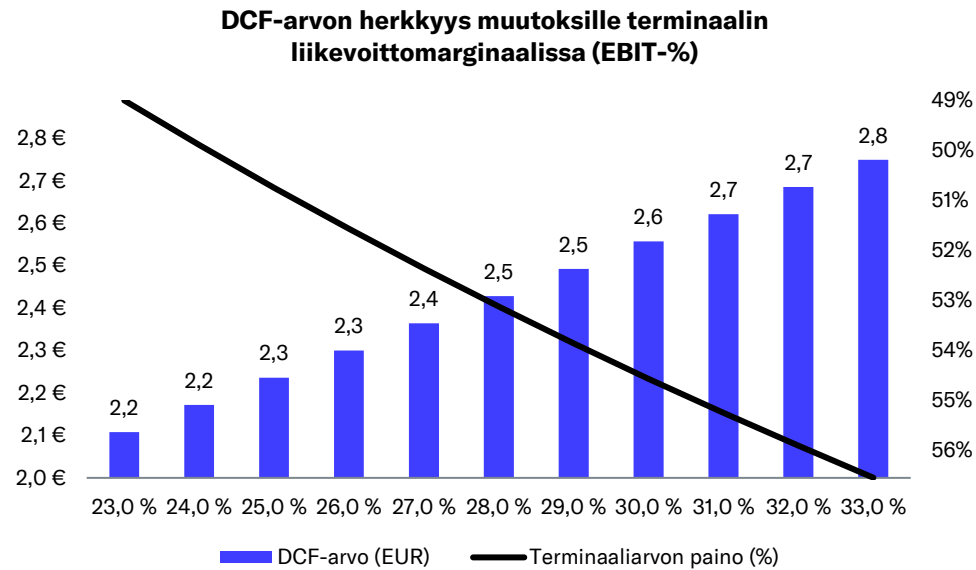
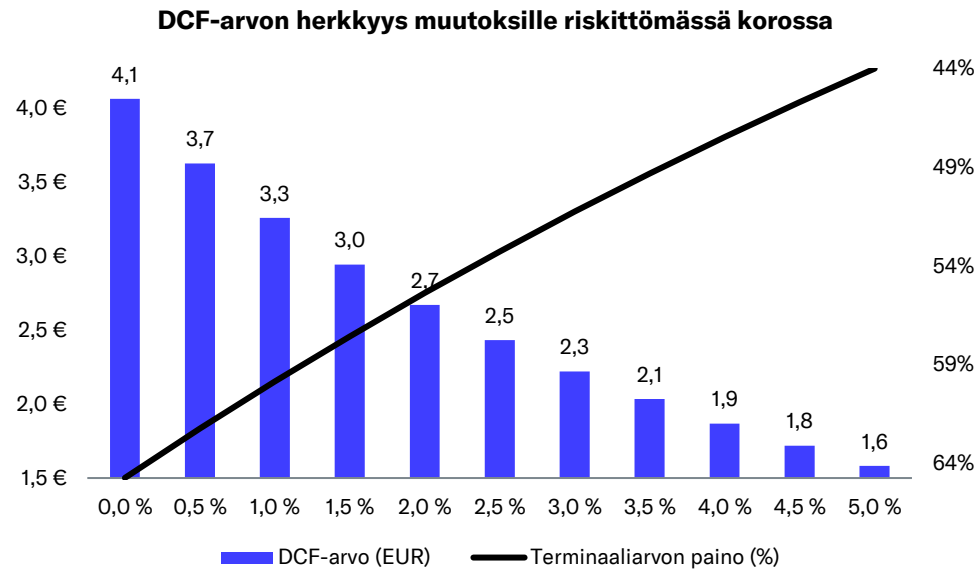
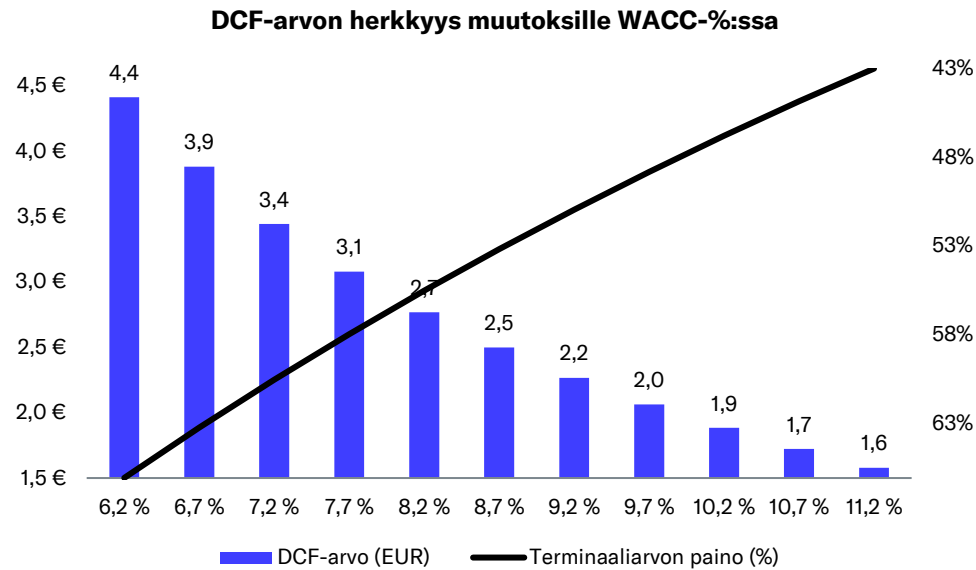
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	130,4	146,3	152,4	160,1
Käyttökate	37,7	52,0	53,2	56,9
Liikevoitto	29,5	38,4	38,8	40,9
Voitto ennen veroja	27,7	27,0	30,8	34,5
Nettovoitto	22,4	21,1	24,0	26,6
Kertaluontoiset erät	-12,6	-9,3	-7,8	-8,0

Tase	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	275,3	270,6	269,5	269,9
Oma pääoma	33,1	47,0	64,0	81,9
Liikearvo	88,4	89,8	89,8	89,8
Nettovelat	181,1	167,4	145,3	124,3

Kassavirta	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	37,7	52,0	53,2	56,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,6	-4,4	3,9	-0,8
Operatiivinen kassavirta	27,2	41,5	48,6	46,7
Investoinnit	-212,3	-12,1	-12,0	-12,2
Vapaa kassavirta	-181,1	29,7	35,3	34,6

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	4,1	3,3	2,9	2,7
EV/EBITDA	14,2	9,2	8,4	7,5
EV/EBIT (oik.)	12,7	10,0	9,6	8,7
P/E (oik.)	10,8	10,9	9,9	9,1
P/B	10,7	6,6	4,7	3,7
Osinkotuotto-%	3,4 %	2,2 %	2,9 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,13	0,12	0,14	0,15
EPS (oikaistu)	0,19	0,16	0,17	0,19
Operat. kassavirta / osake	0,16	0,24	0,28	0,27
Vapaa kassavirta / osake	-1,04	0,17	0,20	0,20
Omapääoma / osake	0,19	0,27	0,37	0,47
Osinko / osake	0,07	0,04	0,05	0,07

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	17 %	12 %	4 %	5 %
Käyttökatteen kasvu-%	-7 %	38 %	2 %	7 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	13 %	-2 %	5 %
EPS oik. kasvu-%	-2 %	-14 %	6 %	9 %
Käyttökate-%	28,9 %	35,6 %	34,9 %	35,5 %
Oik. Liikevoitto-%	32,3 %	32,6 %	30,6 %	30,5 %
Liikevoitto-%	22,6 %	26,3 %	25,4 %	25,5 %
ROE-%	77,3 %	52,6 %	43,2 %	36,4 %
ROI-%	22,5 %	17,0 %	17,5 %	18,5 %
Omavaraisuusaste	12,0 %	17,4 %	23,8 %	30,3 %
Nettovelkaantumisaste	547,3 %	356,0 %	226,9 %	151,9 %

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

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.7.2022	Lisää	3,10 €	2,70 €
21.7.2022	Osta	3,10 €	2,39 €
1.11.2022	Lisää	3,10 €	2,86 €
20.2.2023	Lisää	3,30 €	3,13 €
27.4.2023	Vähennä	3,30 €	3,10 €
1.6.2023	Lisää	3,20 €	2,68 €
2.6.2023	Lisää	3,20 €	2,74 €
21.7.2023	Osta	2,80 €	2,11 €
10.9.2023	Vähennä	2,10 €	2,20 €
20.9.2023	Osta	2,10 €	1,73 €
16.10.2023	Osta	2,10 €	1,72 €
26.10.2023	Osta	2,10 €	1,69 €
19.2.2024	Lisää	2,20 €	1,96 €
26.3.2024	Osta	2,20 €	1,76 €
29.4.2024	Lisää	2,30 €	2,08 €
19.7.2024	Lisää	2,30 €	1,97 €
25.10.2024	Lisää	2,30 €	2,01 €
7.2.2025	Osta	2,30 €	1,77 €
26.3.2025	Osta	2,30 €	1,72 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

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.**