

ÖVERSIKT

F-Secure Oyj är ett finländskt mjukvaruföretag som erbjuder skydd mot datavirus och andra virtuella hot. Under Q2 förvärvade Bolaget brittiska MWR InfoSecurity, som är ett steg på vägen mot att bli en global internetsäkerhetsaktör. Värderingen anses dock ansträngd, och i ett Base scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 2,33 EUR vilket innebär en nedsida om -25,2 %



F-Secure Oyj ("F-Secure" eller "Bolaget") är ett finländskt mjukvaruföretag som erbjuder skydd mot datavirus och andra virtuella hot på internet och i mobila nätverk. Bolaget riktar främst in sig mot små och medelstora företag och har för närvarande mer än 100 000 företagskunder och 10 miljoner privatkunder. Konsumentmarknaden står för drygt 54 % av omsättningen medan företagsverksamheten står för resterande del.

Segmentet Cyber Security Services väntas gynnas av strukturell tillväxt framgent. Som resultat av skärpta datadirektiv och ökande cyberterrorism väntas efterfrågan på cybersäkerhetstjänster bland små- och medelstora företag öka de kommande åren. Under perioden 2015-2021E estimeras marknaden växa med en CAGR om 8,3 %. F-Secure, vars omsättning till 46 % härstammar från företagskunder, väntas gynnas av den underliggande marknadstillväxten.

Skärpta krav från försäkringsaktörer ses som en option i Bolaget. I dagsläget är försäkringsbolagens krav på att företagskunderna ska ha cybersäkerhetstjänster låga. Detta innebär att försäkringsbolagen kan bli ersättningsskyldiga för skador orsakade av cyberattacker, utan motkrav att kunderna använder sig av skydd mot dessa attacker. Om försäkringsbolagen skulle ställa högre krav kan den underliggande marknadstillväxten bli starkare än väntat framgent. Med anledning av Bolagets specialisering mot små- och medelstora företag kan F-Secure i ett sådant scenario bli en av de stora vinnarna.

Förvärvet av MWR är strategiskt försvarbart, men prislappen är hög. F-Secure förvärvade i juli MWR InfoSecurity, vilka är ett brittiskt cybersäkerhetsföretag med över 400 anställda. Med en omsättning som uppgår till 31,1 mEUR de senaste tolv månaderna och en prislapp om högst 120,2 mEUR förvärvades MWR till P/S 3,9x. F-Secure guidar att MWR inte kommer bidra med tillväxt framgent och samtidigt visade MWR dessutom en rörelseförlust om -0,5 mEUR för helåret 2017/18, som avslutades 30 juni. Även om förvärvet strategiskt är i linje med Bolagets satsningar och ökar sannolikheterna för en framgångsrik EDR lansering, så är det svårt att se hur förvärvet av MWR ska vara värdeskapande.

Ökad andel omsättning från segmentet Cyber Security innebär risk för försämrad bruttomarginal. Under Q2 2018 föll Bolagets bruttomarginal till 82 %, i jämförelse mot Q1 2018 då Bolagets bruttomarginal låg på 87 %. Försämringen var ett resultat av att Segmentet Cyber Security Services andel av nettoomsättningen steg. Cyber Security Services har lägre bruttomarginal än segmentet Consumer Services. Framgent väntas segmenten Cyber Security vara tillväxt drivande, vilket innebär att Bolaget måste se över sin kostnadsbild för att undvika fortsatt marginalpress.

NUVARANDE KURS



I ett Base scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 2,33 EUR, vilket indikerar en nedsida om -25 %. I ett Base scenario estimeras segmentet Cyber Security Services vara tillväxt drivande, medan segmentet Consumer Security antas vara i ett moget stadiet och väntas därav inte bidra med någon framtida tillväxt. Sammantaget estimeras nettoomsättningen öka med en CAGR om 11,4 % till en nivå om 241 mEUR 2020E. Som resultat av att Cyber Security har lägre bruttomarginal än Consumer Security väntas EBIT-marginalen vara fortsatt lägre än tidigare år. 2020E estimeras en EBIT-marginal om 8,6 %, vilket innebär en EBIT om 20,8 mEUR. Det bör påpekas att Bolagets värdering enligt Analyst Group är ansträngd i dagsläget (EV/EBIT 42 R12M), vilket innebär att uppsidan från dagens nivå anses begränsad. Bolaget värderas genom en regressionsanalys gentemot peers. Med en motiverad EV/EBIT-multipel om 31x indikeras ett värde per aktie om 2,33 EUR, motsvarande en nedsida om -25,2 %.

I ett Bear scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 1,38 EUR, vilket indikerar en nedsida om -56 %. I ett Bear scenario väntas Bolagets segment Cyber Security Services inte växa likt väntat, som resultat av att F-Secure inte lyckas kapitalisera på marknadens underliggande tillväxt. Summerat estimeras i ett Bear scenario en omsättning om 229 mEUR 2020E, vilket innebär en CAGR om 8,8 %. Vidare väntas bruttomarginalen bli sämre än tidigare estimerat (83 % mot tidigare 85 % 2020E), som resultat av att Cyber Security Services andel av nettoomsättningen väntas öka. Detta får stort genomslag på EBIT, som i ett Bear scenario estimeras till 11,7 mEUR 2020E. Bear scenariot motiverar en EV/EBIT-multipel om 25x, vilket innebär ett värde per aktie om 1,38 EUR, motsvarande en nedsida om -55,7 %.

I ett Bull scenario motiveras ett potentiellt värde per aktie om 3,18 EUR, vilket indikerar en uppsida om 2,1 %. Möjligheten att försäkringsbolagen ställer högre krav på sina kunder är en av ett antal faktorer som skulle infalla i ett Bull scenario. Detta estimeras resultera i att F-Secure växer snabbare än marknaden, med anledning av Bolagets positionering mot små och medelstora företag. Cyber Security Services väntas växa med låga tvåsiffriga tal medan Consumer Security väntas växa med låga ensiffriga tal. Summerat väntas omsättningen i ett Bull scenario öka med en CAGR om 14 % 2018E-2020E, för att nå en nivå om 258 mEUR 2020E. Bruttomarginalen estimeras vara oförändrad i ett Bull scenario. F-Secure väntas dock ha möjlighet att sänka marknadsföringskostnadernas andel av nettoomsättningen, som resultat av en ökad efterfrågan på Cyber Security-tjänster bland företag. Summerat leder detta till en EBIT om 31 mEUR 2020E. Med en EV/EBIT-multipel om 32x, motiveras ett värde per aktie om 3,18 EUR, motsvarande en uppsida om 2,1 %.