

Fondia

Yhtiöraportti

12/2019

Fokus kääntyy sisäisistä haasteista kasvuun

Nostamme Fondian osakkeen suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) ja asetamme tavoitehintamme 9,20 euroon (aik. 8,50 euroa). Arvioimme Fondian pahimpien sisäisten riitojen ja haasteiden olevan nyt takanapäin ja tuloksen kääntyvän nousu-uralle ensi vuodesta alkaen. Ennustamamme tuloskasvu ja osinkotuotto tarjoavat näkemyksemme mukaan kohtuullisen houkuttelevan tuotto-odotuksen sijoittajille lähivuosina.

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 8. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondialla oli vuonna 2019 toimipaikkoja seitsemässä kaupungissa Suomessa, ja näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa, Göteborgissa, Tallinnassa ja Liettuassa. Fondian liikevaihto vuonna 2018 oli noin 20 MEUR ja sen palveluksessa työskenteli kesäkuussa 2019 163 henkilöä, joista 110 oli juristeja. Vuonna 2018 45 % yhtiön liikevaihdosta oli jatkuvaa liikevaihtoa, liikevoittomarginaali (EBIT-%) oli noin 10,6 %, tase oli nettovelaton ja käyttöpääoma negatiivinen. Yhtiön kassavirtasuhde on viime vuosina ollut poikkeuksellisen vahva noin 100 prosentissa ja sen yläpuolella. Jatkuvan liikevaihdon, vahvan kassavirran ja vähäisen investointitarpeen takia Fondian edellytykset maksaa korkeaa ja kasvavaa osinkoa ovat hyvät, ja ennustamme yhtiön osinkotuoton asettuvan noin 5 %:n tasolle lähivuosina.

Jatkuvia lakiosastopalveluita

Fondian strategian kulmakivenä toimii yhtiön jatkuvan palvelun liiketoimintamalli, LDaaS (Legal-Department as a Service). Tässä palvelumallissa asiakasyritysten päivittäiset liikejuridiikan tarpeet voidaan tuottaa jatkuvana ja ennakoitavana palveluna, joka täydentää tai korvaa kokonaan yritysten oman lakiosaston. Jatkuvan palvelun ohella Fondia toteuttaa myös yksittäisiä toimeksiantoprojekteja omille lakiosastoasiakkaille sekä ulkopuolisille asiakkaille. Inderesin arvion mukaan Fondian toimintamalli on kilpailijoita tehokkaampi ja kilpailukykyinen, minkä takia ennustamme yhtiön pystyvän jatkamaan vahvaa kannattavaa kasvua lähivuosina.

Arvioimme yhtiön sisäisten haasteiden olevan nyt takana

Fondian kasvu ja kannattavuus heikentyivät selvästi vuonna 2018 ja H1'19 aikana, minkä lisäksi yhtiön johtoryhmässä ja oman arvioimme mukaan myös henkilöstössä oli vaihtuvuutta. Näiden lisäksi yhtiön ja sen kahden perustajaosakkaan välillä oli työsuheriita. Työsuheriita on nyt saatu sovittua ja henkilöstömäärä on taas lähtenyt kasvuun. Arvioimme yhtiön tilanteen normalisoituneen ja sisäisten haasteiden olevan nyt takanapäin. Odotamme yhtiön tuloksen kääntyvän nousu-uralle ensi vuodesta alkaen.

Tuloskasvu ja osinkotuotto tarjoavat kohtuullisen houkuttelevan tuotto-odotuksen sijoittajille

Fondian ennustamamme tuloskasvu sekä osinkotuotto tarjoavat noin 10-15 %:n vuotuisen kokonaistuoton lähivuosina ja pidämme tätä kohtuullisen houkuttelevana huomioiden Fondian liiketoiminnan mielestämme matala riskiprofiili ja ennusteisiimme liittyvät epävarmuustekijät. Eri arvonmäärittymenetelmät indikoivat Fondian osakkeen käyväksi arvoksi 8,0-10,5 euroa. Keskeisimpiä osakkeeseen liittyviä riskejä ovat näkemyksemme mukaan maineriski, henkilöstöriski sekä yhtiön Ruotsin liiketoimintojen tulevaan kannattavuuteen liittyvät riskit.

Analytiikko



Jesse Kinnunen

+358 503738027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



Edellinen: Vähennä

9,20 EUR

Edellinen: 8,50 EUR

Osakekurssi: 8,46 EUR

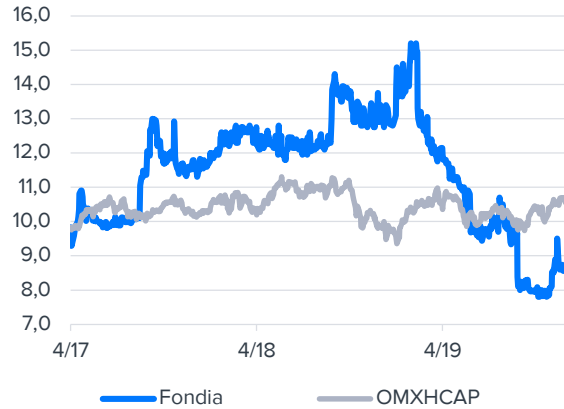
Potentiaali: +8,7 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	20	21	24	27
kasvu-%	16 %	6 %	10 %	13 %
EBIT oik.	2,1	1,3	2,4	3,4
EBIT-% oik.	10,6 %	6,1 %	10,0 %	12,6 %
Nettotulos	1,6	0,8	1,8	2,6
EPS (oik.)	0,41	0,25	0,46	0,67
P/E (oik.)	31,2	34,3	18,5	12,7
P/B	7,1	5,1	4,9	4,3
Osinkotuotto-%	2,9 %	4,6 %	4,8 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	20,4	20,4	11,0	7,3
EV/EBITDA	16,5	15,0	8,8	6,2
EV/Liikevaihto	2,2	1,2	1,1	0,9

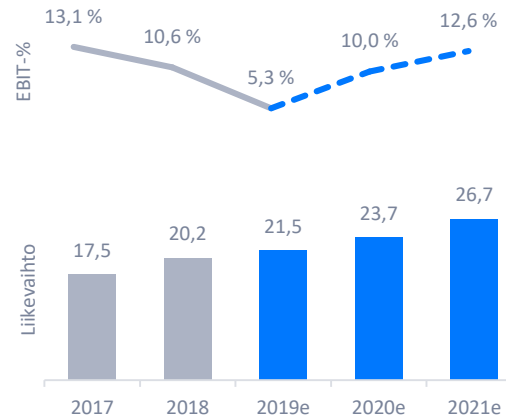
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

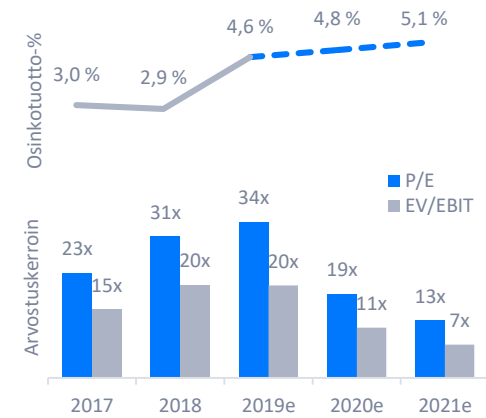


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-% (raportoitu)



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Liiketoiminnan matala riskiprofiili ja vahva kassavirta tukevat arvostusta
- Kannattavan kasvun jatkuminen
- Uudet digitaaliset palvelut



Riskitekijät

- Maineriski toimialan luonteen takia
- Henkilöstötyytyväisyys ja sen ylläpitäminen
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen
- Ruotsin liiketoimintojen tuleva kannattavuus



Arvostus

- Eri arvonmäärittämenetelmät indikoivat Fondian osakkeen käyväksi arvoksi 8,0-10,5 euroa.
- Fondian arvostusta tukevat defensiivinen ja vahvasti kasvava lakiasianmarkkina, johon on yleisesti vaikea sijoittaa, vuosien 2013-2017 erinomainen track record kannattavan kasvun osalta, korkean jatkuvan liikevaihdon osuus ja historiallisesti vahva yli 100 %:n kassavirtasuhde



Sisällysluettelo

Sijoitusprofiili	5-9
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	10-14
Markkinat ja kilpailukenttä	15-20
Strategia	21-22
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	23-25
Ennusteet	26-30
Arvonmääritys	31-33
Taulukot	34-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Fondia lyhyesti

Fondia on Suomen 8. suurin lakiasiaintoimialan yritys ja ainoa listattu lakitoimialan yritys Pohjoismaissa

2004

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen

20,2 MEUR (+15,9 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

2,1 MEUR (10,6 % lv:sta)

Liikevoitto 2018

#8 Markkinaosuus Suomessa

Suomen lakiasiainmarkkina*

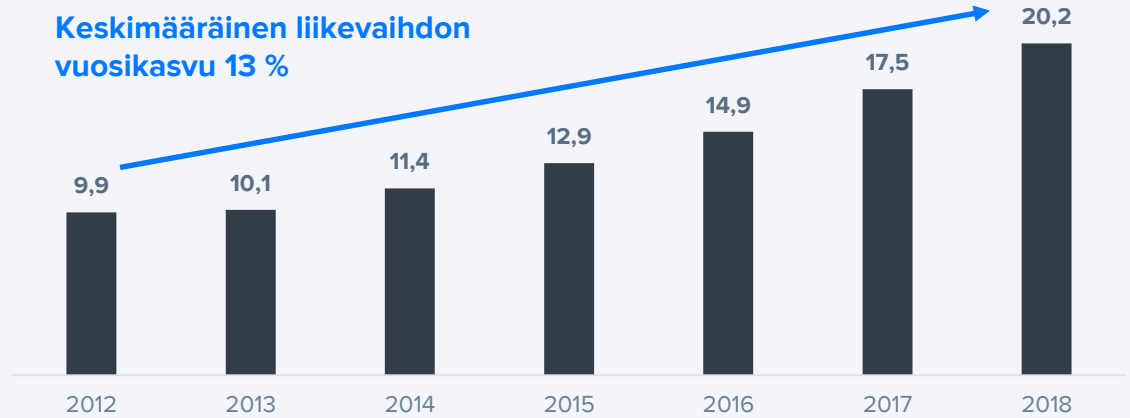
163

Henkilöstö H1'2019 lopussa

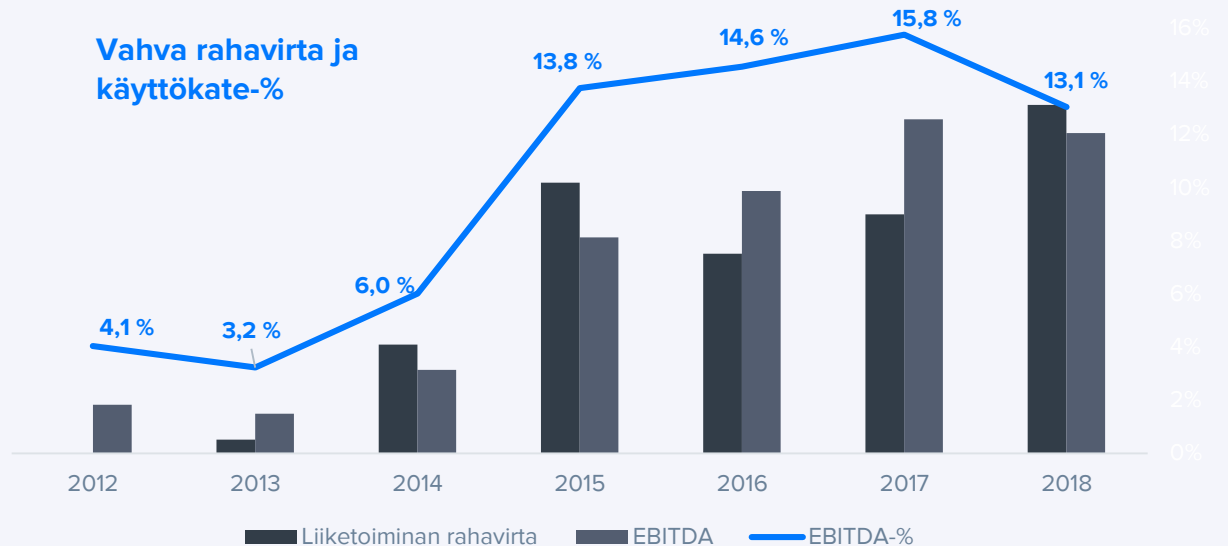
11

Toimipaikkaa Suomessa, Ruotsissa, Virossa ja Liettuassa

Keskimääräinen liikevaihdon vuosikasvu 13 %



Vahva rahavirta ja käyttökate-%



Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö ja käänneyhtiö

Fondia profiloituu mielestämme defensiiviseksi vahvan kassavirran kasvuyhtiöksi. Lakiasiaimarkkina on näkemyksemme mukaan vakaasti kasvava, suhteellisen turvallinen ja defensiivinen toimiala, johon yleisellä talouskehityksellä ei ole merkittävää vaikutusta.

Fondian kasvu ja kannattavuus heikentyivät selvästi vuonna 2018 ja H1'19 aikana, minkä lisäksi yhtiön johtoryhmässä ja arviomme mukaan myös henkilöstössä oli vaihtuvuutta. Lisäksi yhtiön ja sen kahden perustajaosakkaan välillä oli työsuhderiita. Työsuhderiita on nyt saatu sovittua ja henkilöstömäärä on taas lähtenyt kasvuun. Arvioimme yhtiön tilanteen normalisoituneen ja sisäisten haasteiden olevan nyt takanapäin. Odotamme yhtiön tuloksen kääntyvän nousu-uralle ensi vuodesta alkaen.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Fondian osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Matala liiketoiminnan riski ja vahva kassavirta:

Fondian liiketoiminnan riskiprofiili on arviomme mukaan matala, sillä yleistaloudellisella suhdanteella ei ole merkittävää vaikutusta lakiasiaimpalvelujen kokonaiskysyntään, ja markkina on historiallisesti kasvanut vakaasti myös heikossa suhdanteessa. Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia, tase on nettovelaton, käyttö pääoma on negatiivinen ja yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa oli vuosina 2014-2017 poikkeuksellisen vahva (kassavirtasuhde yli 100 %). Uskomme markkinoiden arvostavan Fondian defensiivisyyttä nykyisessä epävarmassa markkinaympäristössä ja

odotamme tämän heijastuvan yhtiön arvostustasoon myös jatkossa.

Kannattava kasvu: Fondia kasvoi vuosina 2014-2018 selvästi lakiasiaimarkkinan yleistä kasvuvauhtia nopeammin, ja yhtiö on Inderesin arvion mukaan voittanut markkinaosuuksia kilpailijoiltaan. Arviomme mukaan Fondian palvelut ovat suhteellisen kilpailukykyisiä, ja yhtiöllä on siten edellytykset jatkaa vahvaa ja kannattavaa kasvua lähivuosina Suomessa ja ulkomailla.

Uudet digitaaliset palvelut: Digitalisaatio tulee näkemyksemme mukaan ajan myötä muuttamaan merkittävästi ja pysyvästi lakitoimialaa. Fondia on panostanut vahvasti digitalisaatioon, ja sen tavoitteena on kehittää uudenlaisia digitaalisia palveluita ja toimintamalleja konservatiivisella ja historiallisesti hitaasti muuttuneella toimialalla. Näiden myötä yhtiön on mahdollista vahvistaa kilpailuetuaan ja selvitä käynnissä olevasta ja edelleen kiihtyvistä digimurroksesta voittajana.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Maineriski: Fondian merkittävin liiketoimintaan liittyvä riski on arviomme mukaan maineriski. Liikejuridiikan palvelut ovat asiakasyhtiöille usein kriittisiä ja toimialalla maine ja uskottavuus ovat erittäin tärkeitä. Esimerkiksi Fondian epäonnistuminen merkittävän yrityskaupan neuvonnassa voisi pahimmillaan heikentää yhtiön mainetta luotettavana toimijana ja vaikeuttaa uusien asiakkaiden hankkimista jatkossa.

Henkilöriski: On arviomme mukaan kokonaisuutena suhteellisen pieni, sillä Fondian palveluksessa oli kesäkuun 2019 lopussa 163 henkilöä, ja yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisistä henkilöistä. Kuitenkin yhtiön keskimääräiset henkilöstökulut (2018: 85 TEUR vuodessa) ovat keskimäärin asianajotoimistoja pienempiä ja osaavan henkilöstön houkuttelevuus yhtiön palvelukseen vaatii siksi jatkuvia panostuksia henkilöstötyytyväisyyteen. Mikäli yhtiö epäonnistuisi tässä ja sen haluttavuus työnantajana vähenisi, voisi se johtaa työntekijöiden siirtymiseen kilpailijoille, mikä voisi hankaloittaa yhtiön liiketoimintaa.

Epäonnistuminen kansainvälistymisessä:

Fondia aloitti kansainvälistymisen jo vuonna 2012, mutta se on edennyt hitaasti ja yhtiön track record Ruotsissa on mielestämme heikko. Arviomme mukaan on olemassa riski siitä, että yhtiö lähtee laajentamaan toimintaansa ulkomaille liian aggressiivisesti, jolloin ulkomaantoimintojen kannattavuus voi jäädä heikoksi. Emme pidä tällaisessa skenaariossa varsinaisia tappioita konsernitasolla todennäköisenä liiketoiminnan luonteen takia, mutta kansainvälistymisessä epäonnistuminen voisi painaa koko konsernin kannattavuutta alaspäin, jolloin yhtiön tuloskehitys jäisi ennustamaamme heikommaksi.

Ruotsin liiketoimintojen tuleva kannattavuus:

On arviomme mukaan yksi keskeinen lyhyen tähtäimen kannattavuuteen liittyvä riskitekijä. Fondian track record Ruotsissa vuosilta 2012-2018 oli mielestämme heikko, ja yhtiön liiketoimintamalli ei ole mielestämme vielä täysin todistanut toimivuuttaan Ruotsissa.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö

2.

Vahva kassavirta

3.

Defensiivinen toimiala

4.

Panostanut digitaalisaatioon

5.

Kansainvälistymispotentiaali

Potentiaali



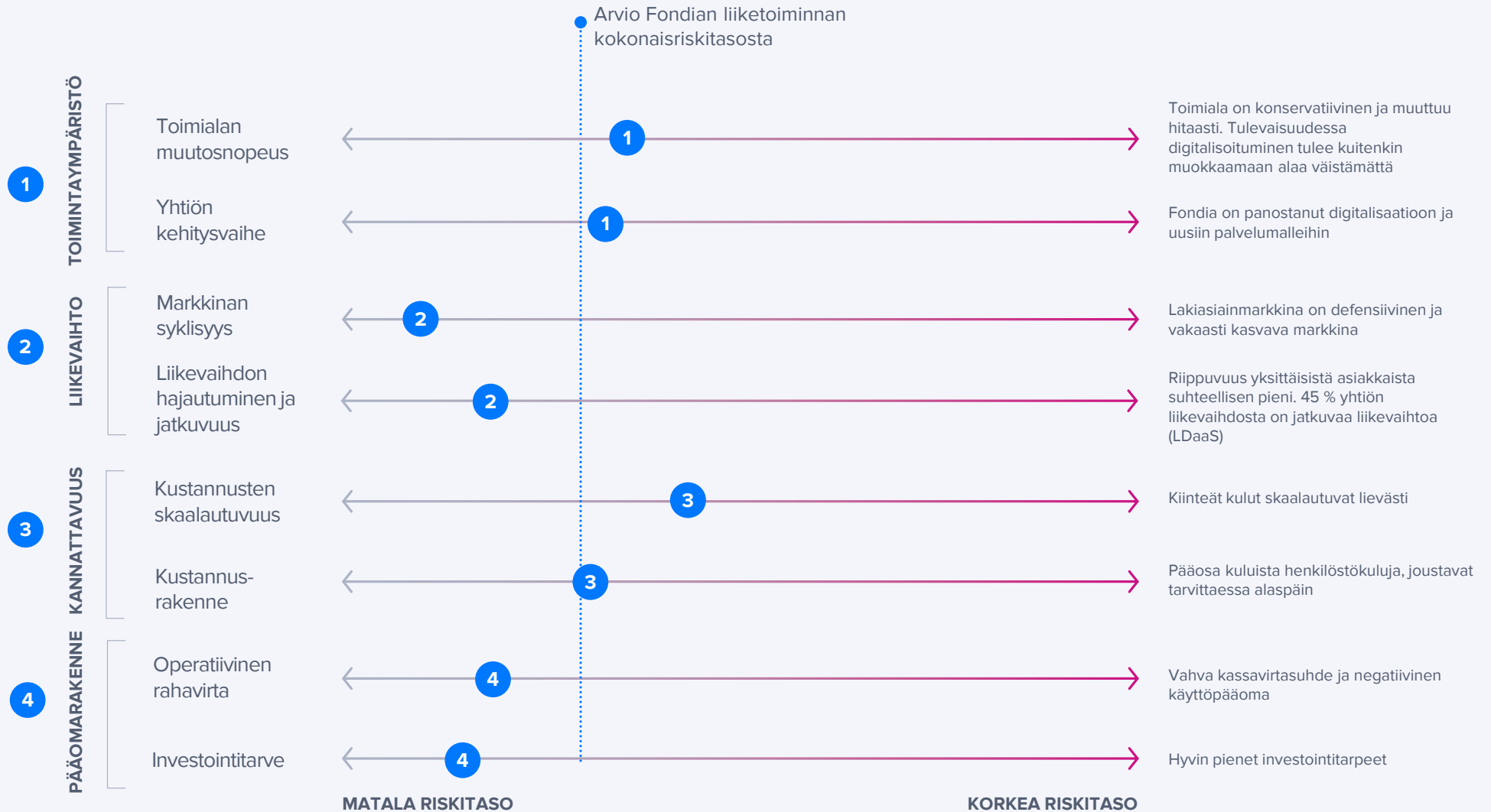
- Liiketoiminnan matala riskiprofiili ja poikkeuksellisen vahva kassavirta
- Kannattavan kasvun jatkuminen
- Uudet digitaaliset palvelut

Riskit



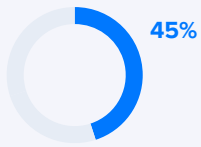
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Mahdollinen epäonnistuminen henkilöstötyytyväisyyden ylläpidossa
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen
- Ruotsin liiketoimintojen tuleva kannattavuus

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Jatkuvat LDaas-palvelut

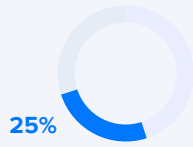
2018 liikevaihto



- Legal Department as a Service
- Jatkuva kuukausittainen laskutus
- Eri toimialoihin erikoistuneista juristeista kootut tiimit hoitavat asiakkuudet
- Yhtiön asiantuntijoiden oikeudenalaosaaminen kattaa laajasti yritysjuridiikan eri osa-alueet
- Vuonna 2018 yli 200 jatkuvan laskutuksen asiakasta (Inderesin arvio)
- Vuonna 2018 vastasivat noin 45 % koko yhtiön liikevaihdosta

Projektit LDaas-asiakkaille

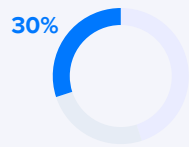
2018 liikevaihto



- Kertaluonteisia projekteja
- Perinteinen tuntilaskutus
- Täydentävät LDaas-palvelua

Projektit muille asiakkaille

2018 liikevaihto



- Toimivat usein sisäänheittotuotteena uusasiakashankinnassa

Liiketoimintaidea

Fondia on liikejuridiikan täyden palvelun talo, joka tarjoaa uudenlaisia palvelumalleja ja hyödyntää digitaalisia teknologioita. Merkittävä osa Fondian liikevaihdosta syntyy jatkuvaluonteisen LDaas (Legal Department as a Service) -palvelun tuottamana.

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Panostaa vahvasti digitaalisiin palveluihin



Lähes puolet liikevaihdosta jatkuvaa laskutusta

Kansainvälistymispotentiaali

Strategia

- Fondian strategiana on ratkaista perinteisen lakipalvelujen hankinnan keskeiset ongelmat yhdistämällä sisäisen lakiosaston ja toisaalta ulkoa ostetun lakipalvelun hyödyt yhdeksi palvelukonseptiksi asiakkaalle.
- Yhtiö hakee kasvua erityisesti kasvavasta keskisuurten yritysten markkinasegmentistä sekä Suomessa että kansainvälisillä markkinoilla.
- Strategiaa tukee yhtiön kehittämä digitaalinen MyFondia-alusta ja yhtiön tavoitteena on kehittää myös muita digitaalisia työvälineitä tukemaan yhtiön kansainvälistä kasvua. Yhtiö haluaa panostaa erityisesti palvelujen tuotteistamiseen ja automaatioon teknologian avulla.
- Keskipitkän aikavälin tavoite saavuttaa vuosittain keskimäärin noin 15 %:n liikevaihdon kasvu ja noin 15 %:n EBIT-marginaali.

Kilpailu

Yritysten omat lakiosastot (pääkilpailijat)



Big Four-tilintarkastusyhteisöjen lakiosastot



Suuret asianajotoimistot



163 hlö (H1'2019 loppu)
Joista 110 oli juristia



Asiantuntijat
Suomi, Ruotsi ja Baltia
(71 % kustannuksista)

Kustannusrakenne

17,8 m€ (2018)



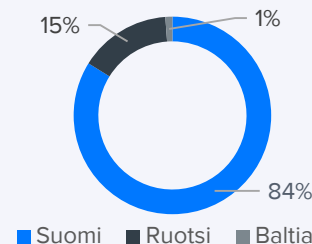
Alihankinta ja ostot
(4 %)



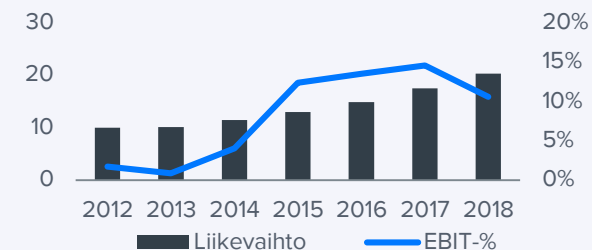
Liiketoiminnan muut kulut
(25 %)

Tulovirrat

2018 liikevaihdon jakauma



Liikevaihto 20,2 m€ ja EBIT 2,1 m€



Yhtiökuvaus

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 8. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondialla oli vuoden 2019 kesäkuussa toimipaikkoja Helsingissä, Tampereella, Turussa, Kuopiossa, Lahdessa, Vaasassa ja Oulussa. Näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa, Göteborgissa, Tallinnassa ja Liettuassa. Fondian liikevaihto vuonna 2018 oli noin 20,2 miljoonaa euroa, ja sen palveluksessa työskenteli kesäkuussa 2019 163 henkilöä, joista 110 oli juristeja. Yhtiön liikevoittomarginaali vuonna 2018 oli 10,6 %.

Jatkuvia sopimuksia 45 % liikevaihdosta

Fondia on täyden palvelun liikejuridiikan lakiasiainyritys, ja sen palvelut kattavat kokonaisvaltaisesti kaikki yritysjuridiikan erityisalalat. Yhtiön keihäänkärkituote on lakiosastopalvelu, jossa Fondia tarjoaa jatkuvaa tuotteistettua lakipalvelua kiinteällä kuukausihinnalla (ns. LDaaS-palvelu, Legal Department as a Service). Palvelun avulla asiakasyritysten on mahdollista ulkoistaa oma lakiosasto osittain tai kokonaan Fondialle, jolloin omalla palkkalistoilla olevia juristeja ei välttämättä enää tarvita ja lakiosaston kustannukset ovat asiakasyrityksille ennakoitavia ja kustannustehokkaita.

Yhtiöllä oli vuonna 2018 yli 200 jatkuvaa sopimusta, jotka muodostivat noin 45 % yhtiön vuoden 2018 liikevaihdosta. Jatkuvien sopimusten ansiosta Fondian liiketoiminta on merkittävästi tasaisempaa ja ennustettavampaa kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä verrokeilla. Yhtiön teettämien asiakaskyselyiden perusteella myös asiakastytyväisyys on ollut korkea. Esimerkiksi vuonna 2018 96 % yhtiön asiakkaista

oli valmis suosittelemaan Fondian palveluita muille.

Ennakkoluuloton toimija perinteisellä alalla

Fondia eroaa monella tavalla perinteisestä lakiasiaintoimistosta. Ensinnäkin, toisin kuin suorat verrokkit, Fondia ei kuulu Asianajajaliittoon ja yhtiö ei ole asianajotoimisto. Tämä mahdollistaa mm. sen, että yhtiötä omistava johto ja hallituksen jäsenet voivat olla koulutustaaltaan myös muita kuin juristeja ja Fondialla voi olla myös muuta liiketoimintaa kuin lakiasiaintoimintaa.

Fondia on perustamisesta lähtien panostanut vahvasti uusiin toimintamalleihin ja digitaalisiin palveluihin, mikä on osittain uutta konservatiivisella toimialalla. Yhtiön strategiaa tukee erityisesti MyFondia-alusta, joka on digitaalinen työskentely-ympäristö Fondian juristien ja asiakkaiden yhteistyöhön sekä kommunikointiin. Digitaaliset työvälineet mahdollistavat osaltaan yhtiön jatkuvan palvelumallin ja asiakkaiden lakiosaston tehokkaan ulkoistamisen.

Fondian palvelumalli edellyttää, että yhtiön palveluksessa on kokeneita juristeja. Yhtiö ei tästä syystä tyypillisesti palkkaa vastavalmistuneita työntekijöitä, vaan sen juristeilla oli vuonna 2019 keskimäärin noin 17 vuoden työkokemus, ja heillä on aikaisempaa kokemusta juridiikan eri toimialoilta. Fondia panostaa vahvasti henkilöstötytyväisyyteen, ja se pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Yhtiö houkuttelee osaajia erityisesti sillä, että toisin kuin useilla asianajotoimistoilla, Fondiassa pyritään pääsääntöisesti pysymään normaalien työaikojen puitteissa. Näkemyksemme mukaan Fondia ei pyri olemaan toimialan parhaiten maksava työnantaja, ja sen henkilöstökulut ovat arviomme mukaan keskimäärin toimialan keskiarvon alapuolella.

Fondian toimipisteet H1'2019 lopussa



- Täyden palvelun liikejuridiikan lakiasiainyritys
- Lähes puolet liikevaihdosta jatkuvaa
- Korkea historiallinen asiakastytyväisyys
- Panostanut vahvasti uusiin toimintamalleihin ja digitaalisiin palveluihin
- Toimintaa 4 eri maassa

Palvelut ja liiketoimintamalli 1/2

LDaaS - jatkuvia lakiosastopalveluita

Fondian liiketoiminnan keskiössä on vuodesta 2004 alkaen kehitetty jatkuva lakiosastopalvelu eli ns. LDaaS (Legal Department as a Service). Nämä palvelut vastasivat vuonna 2018 noin 45 % yhtiön liikevaihdosta. Tässä mallissa Fondia laskuttaa asiakkaalta ennalta sovitun kuukausipalkkion jatkuvaa lakitukipalvelua vastaan. Palvelu sopii erikokoisten yritysten tarpeisiin, ja Fondian LDaaS asiakkaana on sekä startup-yrityksiä että kansainvälisiä pörssiyrityksiä. Fondialla oli vuonna 2018 oman arviomme mukaan yli 200 jatkuvan lakiosastopalvelun piirissä olevaa asiakasta.

LDaaS-palvelussa Fondia kartoittaa ensin asiakasyrityksen tarpeet ja nimeää sitten tyypillisesti 2-5 hengen juristiimin eri oikeudenaloihin keskittyneistä juristeista (esimerkiksi työoikeus, IPR, kilpailuoikeus, yritysjärjestelyt). Tiimityöllä varmistetaan se, että asiakkaalla on tehokkaasti eri yritys juridiikan osa-alueiden asiantuntemus käytössä ja että palvelu toimii myös loma-aikoina eikä ole riippuvaista yksittäisestä henkilöstä. Jatkuva palvelu kootaan asiakkaan tarpeen mukaan eri elementeistä, ja se voi sisältää esimerkiksi juristiimin antaman jatkuvan puhelintuen sekä 10 tunnin kuukausittaisen resurssivarauksen. Muu lakituki (erilliset projektit) tarjotaan tällöin erikseen sovittaessa tuntiveloituksella.

Palvelun prosessien tehostamiseksi Fondia on kehittänyt digitaalisen MyFondia-alustan, joka mahdollistaa palvelun tuottamisen ajasta ja paikasta riippumatta eri päätelaitteilla.

Esimerkiksi kaikki asiakkaan dokumentit sekä jo tehdyt ja tulevat toimenpiteet päivitetään alustaan näkyville niin, että Fondian juristien ja asiakkaiden ajankäyttö on tehokasta ja asiakkaat myös näkevät reaaliajassa mitä Fondian lakimiehet ovat konkreettisesti tehneet.

Jatkuvan palvelun avulla Fondia pyrkii olemaan integroitu osa asiakkaan liiketoimintatiimiä. Juristit eivät tällöin ole erillisiä ulkopuolisia neuvonantajia, vaan voivat esimerkiksi osallistua asiakasyrityksen johtoryhmän työskentelyyn. Tällöin asiakkaat ovat tyypillisesti hyvin sitoutuneita Fondiaan ja lakipalveluiden toimittajan vaihtamisen kynnyks on usein korkea.

Projektit täydentävät jatkuvaa palvelua

Jatkuvien palvelujen lisäksi Fondia toteuttaa neuvonantajana myös perinteisiä projekteja LDaaS-asiakkaille sekä muille asiakkaille. Näitä ovat esimerkiksi yritysten oston tai myyntiin liittyvät projektit, rahoitusjärjestelyt, pääomamarkkinajärjestelyt ja riidanratkaisut. Näiden lisäksi yhtiö järjestää erilaisia maksuttomia ja maksullisia koulutuksia.

Projekteissa laskutus toimii pääasiassa alalle perinteiseen tapaan tuntilaskutuksena. Vuonna 2018 Fondian liikevaihdosta noin 25 % muodostui lisätöistä ja projekteista LDaaS-asiakkaille ja 30 % muodostui projekteista muille kun LDaaS-asiakkaille. Perinteiset projektit ovat Fondialle tärkeitä, sillä ne täydentävät yhtiön LDaaS-palveluita ja ne toimivat myös sisäänheittotuotteina, sillä onnistuneen projektin myötä yhtiö pystyy usein houkuttelemaan asiakkaan jatkuvan

laskutuksen piiriin.

Kilpailuetuina tehokkuus, läpinäkyvä hinnoittelu ja vähäinen henkilöstöriippuvuus

Fondian LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata omaa lakimiestä tai lakiosastoa. Palvelu on usein asiakkaille kustannustehokas, sillä lakiasioiden osto tuntityönä juoksevien asioiden hoitamiseen ei välttämättä ole kaikille yrityksille myöskään mielekäästä. Palvelumallin mahdollisia kilpailuetuja asiakkaalle ovat arviomme mukaan läpinäkyvä hinnoittelu, palvelun vähäinen henkilöstöriippuvuus sekä kasvanut tehokkuus, sillä asiakasyrityksen ei tarvitse aina perehdyttää uutta juristia yrityksen toimintatapoihin, minkä lisäksi asiakkailla on sen omiin tarpeisiin räätälöity eri oikeudenaloihin keskittynyt juristiimi käytössä.

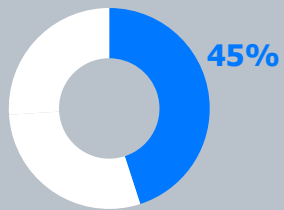
Fondian toimintamalli on arviomme mukaan ollut historiallisesti menestynyt Suomessa. Yhtiö pystyi vuosina 2013-2018 kasvamaan kannattavasti ja selvästi yleistä markkinakasvua nopeammin. Fondian omien selvitysten perusteella 96 % yhtiön jatkuvista lakiosasto-asiakkaista oli valmis suosittelemaan Fondian palveluita.

Fondian liikevaihto on ennakoitavampaa ja tasaisempaa kuin perinteisillä projekteihin keskittyneillä asianajotoimistoilla. Yhtiö ei myöskään ole riippuvainen yksittäisestä asiakkaasta, sillä viime vuonna sen kymmenen suurinta asiakasta vastasivat noin 12 % liikevaihdosta, mikä on arviomme mukaan toimialalla suhteellisen pieni lukema.

Fondian palvelut 2018 liikevaihdon mukaan

Jatkuvat LDaaS-palvelut

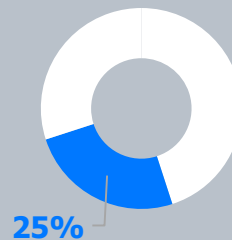
Liikevaihto



- Legal Department as a Service
- Eri toimialoihin erikoistuneista juristeista kootut tiimit
- Jatkuva kuukausittainen laskutus
- Vuonna 2018 yli 200 jatkuvan laskutuksen asiakasta (Inderesin arvio)

Projektit LDaaS-asiakkaille

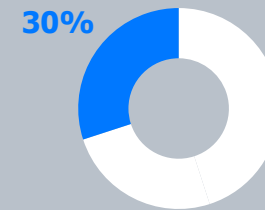
Liikevaihto



- Yritysjärjestelyt
- Työ-, kilpailu- ja yhtiöoikeus
- Muut yritys juridiikan palvelut
- Koulutukset
- Perinteinen tuntilaskutus
- Kertaluonteisia projekteja

Projektit muille asiakkaille

Liikevaihto



- Fondia tarjoaa projekteja myös muille kuin LDaaS-asiakkaille
- Toimivat usein sisäänheittotuotteena uusasiakashankinnassa

MyFondia

- Digitaalinen alusta lakiasioiden hoitamiseen
- Mahdollistaa asiakasyritysten ja Fondian juristien tehokkaan yhteistyön

Palvelut ja liiketoimintamalli 2/2

Yhtiö rakenne eroaa asianajotoimistoista

Fondia eroaa jatkuvien palveluiden lisäksi myös yhtiö rakenteen osalta alan perinteisistä toimijoista. Fondian organisaatio on hierarkialtaan matala ja yhtiön asiantuntijat ovat mukana asiakasrajapinnassa, eikä yhtiöllä esimerkiksi ole erillistä myyntiorganisaatiota. Tällä yhtiö rakenteella pyritään saavuttamaan perinteistä asianajotoimistoa korkeampi tehokkuus, parempi asiakaspalvelu ja myös korkeampi henkilöstötyytyväisyys.

Perinteinen asianajotoimisto on usein hierarkkinen organisaatio

Partnerivetoisissa suurissa asianajotoimistoissa asiakaskontaktit tapahtuvat tyypillisesti asianajotoimiston omistavien partnereiden kautta. Partnerit delegeoivat toimeksiannot tämän jälkeen usein Senior Associates -tason juristeille, jotka puolestaan delegeoivat tehtäviä ja tekevät työt yhdessä nuorempien juristien kanssa. Nämä varsinaisen työn suorittavat juristit ovat usein vähemmän loppuasiakkaan kanssa suoraan tekemisissä. Tyypillisesti myös nuoremmat juristit ovat keskittyneet suhteellisen kapeaan osaamisalueeseen ja heidän työpäivänsä voivat olla pitkiäkin.

Fondian mallissa juristit ovat asiakasrajapinnassa

Fondian mallissa varsinaisen juridisen työn tuottavat juristit ovat asiakasrajapinnassa mukana. Tällöin lakipalvelun tuottavat juristit tuntevat tarkemmin loppuasiakkaan tarpeet, ja organisaatio on myös tehokkaampi matalamman hierarkian takia. Myös henkilöstötyytyväisyys on Fondian mukaan

korkeampi, sillä työntekijöiden tehtäväkuva on tyypillisesti laajempi kuin asianajotoimistoissa. Lisäksi Fondia tarjoaa työntekijöille mahdollisuuden olla joko ”Huntereita”, jolloin työ sisältää myös uusasiakashankintaa tai ”Farmereita”, jolloin he kehittävät pääasiassa olemassa olevia asiakkuuksia.

Toisin kuin asianajotoimistot, Fondia ei kuulu Asianajajaliittoon, mikä mahdollistaa sen että yhtiötä omistava johto ja hallituksen jäsenet voivat olla koulutustaustaltaan myös muita kuin juristeja. Tämä on Inderesin arvion mukaan liiketoimintamallin selkeä vahvuus.

Fondian palvelumalli edellyttää, että yhtiön palveluksessa on kokeneita juristeja. Yhtiö ei tästä syystä tyypillisesti palkkaa vastavalmistuneita työntekijöitä, ja sen juristeilla oli vuonna 2019 keskimäärin noin 17 vuoden työkokemus ja heillä on aikaisempaa kokemusta juridiikan eri toimialoilta. Fondia panostaa henkilöstötyytyväisyyteen ja se pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Fondia ei kuitenkaan pyri olemaan toimialan parhaiten maksava työnantaja, vaan se houkuttelee osajia palvelukseensa muilla tekijöillä. Tämän takia Fondian henkilöstökulut ovat arviomme mukaan toimialan keskiarvon alapuolella.

Fondian keskimääräiset henkilöstökulut per työntekijä olivat vuonna 2018 noin 85 TEUR, mikä oli esimerkiksi asianajotoimistojen keskimääräistä tasoa hieman matalampi. Ero selittyy kuitenkin osittain työajoilla, ja Fondiassa tuntipalkka voi yhtiön mukaan olla samalla tasolla kuin asianajotoimistoissa. Inderesin arvion mukaan suurissa asianajotoimistoissa ei ole tavatonta, että työpäivät venyvät 12 tunnin

mittaisiksi ja että myös joskus viikonloppuisin tehdään töitä. Fondian politiikan mukaisesti yhtiössä tehdään pääsääntöisesti vain 8 tunnin työpäiviä ja viikonloppuisin ei lähtökohtaisesti työskennellä. Fondia tarjoaa työntekijöille myös mahdollisuuden tehdä osa-aika- ja etätöitä.

Fondian tavoitteena on olla ”hyvä työpaikka” ja ”fantastinen työyhteisö”. Yhtiö on panostanut työntekijöiden työhyvinvointiin ja toimitiloihin. Fondia valittiin Euroopan parhaaksi lakialan työpaikaksi vuonna 2013 ja 2014, ja Suomen kolmanneksi parhaaksi työpaikaksi vuosina 2012, 2013 ja 2014. Yhtiön maine työyhteisönä koki kuitenkin kolauksen vuonna 2017, kun kaksi Fondian perustajaosakasta Marianne Saarikko Janson ja Märten Janson joutuivat lähtemään yhtiöstä vastoin tahtoaan. Heidän lähtönsä ei kuitenkaan itsessään kerro Fondian työyhteisöstä yleisesti, vaan taustalla saattoivat olla muut syyt.

Osaajien jatkuva rekrytointi on myös haaste

Henkilöstön tyytyväisyys ja yhtiön asema haluttuna työpaikkana mahdollistavat yhtiön mukaan tiettyjä kilpailuetuja. Korkean työtyytyväisyyden takia sairaspoissaolot ovat yhtiön mukaan suhteellisen pieniä, rekrytointikulut ovat matalia ja osaajien saatavuus ei rajoita yhtiön kasvua. Osaavien ja kokeneiden juristien palkkaaminen voi kuitenkin olla jatkossa myös haaste, sillä yhtiö ei välttämättä pysty tarjoamaan yhtä rahakkaita tehtäviä kunnianhimoisille juristeille, kun mitä he voisivat saavuttaa asianajotoimistoissa ”partneriputkessa”. Tämän takia yhtiön pitää myös jatkossa panostaa vahvasti työntekijöiden työtyytyväisyyteen ja työhyvinvointiin.

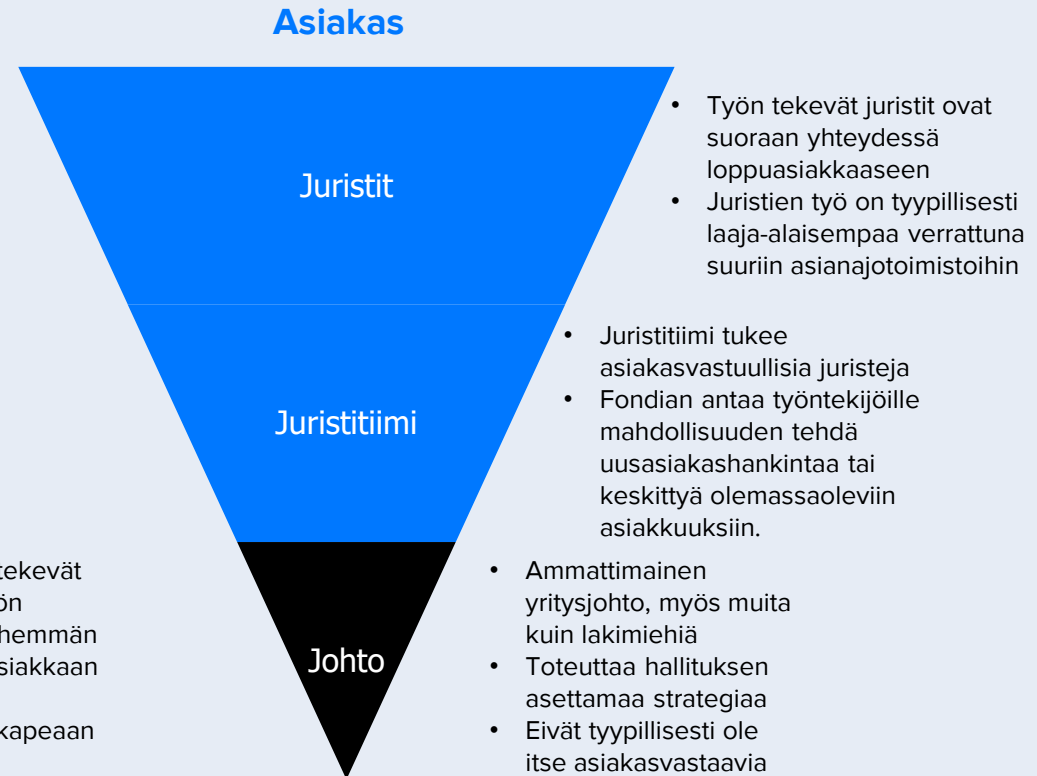
Fondian yhtiörakenne vs. asianajotoimisto

Perinteinen partnerivetoinen asianajotoimisto



Lähde: Inderes

Fondian yhtiörakenne FONDIA



Markkinat ja kilpailukenttä 1/2

Yritysjuridiikan markkina jakautuu kahteen osaan

Yritysjuridiikan markkina voidaan Fondian näkökulmasta jakaa karkeasti kahteen osaan. Ensimmäisen osan muodostavat lakiasianpalveluita tarjoavat yritykset, joita ovat esimerkiksi asianajotoimistot ja muut yritysjuridiikan palveluita tuottavat yritykset. Tämä ns. lakiasianpalveluiden markkina oli Suomessa vuonna 2018 tilastokeskuksen mukaan 903 MEUR:n kokoinen. Toisen osan markkinasta muodostavat yrityksissä ja yhteisöissä työsuhteessa toimivat lakimiehet. Tämän markkinan tarkkaa kokoa on vaikea arvioida, mutta Suomessa Lakimiesliiton selvityksen mukaan yrityksissä ja yhteisöissä työskenteli vuonna 2015 noin 6500 lakimiestä joiden yhteenlaskettu palkka-summa oli arviomme mukaan karkeasti noin 500 MEUR.

Defensiivinen ja tasaisesti kasvava markkina

Suomen lakiasianpalvelumarkkina oli tilastokeskuksen tilastojen mukaan noin 903 MEUR:n kokoinen vuonna 2018. Markkina on kasvanut viimeisen 12 vuoden aikana suhteellisen tasaisesti, ja keskimääräinen vuosikasvu oli noin 4,3 % (CAGR-%).

Markkina ei ole historiallisesti ollut herkkä yleistoloudelliselle suhdanteelle ja se on arviomme mukaan suhteellisen defensiivinen. Tyypillisesti nousukauden aikana yritysjärjestelyiden määrä lisääntyy ja vastaavasti taantumassa hoidetaan enemmän lomautuksia, yrityssaneerauksia ja konkurssseja. Esimerkiksi 2007-2009 finanssikriisillä ei ollut tilastojen perusteella merkittävää vaikutusta lakiasianpalveluiden kokonaiskysyntään Suomessa.

Ruotsin markkina on merkittävästi Suomea isompi ja se on kasvanut voimakkaammin

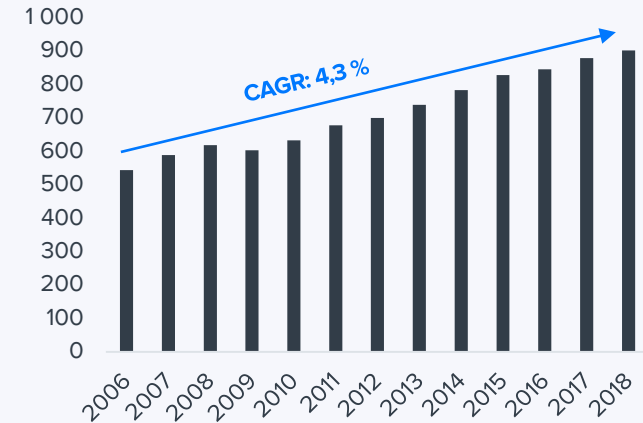
Fondian kannalta Ruotsin lakiasianmarkkina on arviomme perusteella selvästi yli kaksinkertainen Suomeen verrattuna (lakiasianpalvelut ja yrityksissä työskentelevät lakimiehet). Statistics Swedenin tilastojen perusteella Ruotsin lakiasianmarkkinan koko oli vuonna 2017 noin 27,9 miljardia kruunua eli karkeasti noin 2,6 miljardia euroa. Markkinan kasvuvauhti oli vuosina 2006-2017 keskimäärin noin 4,8 % vuodessa (CAGR-%).

Suomen ohella Ruotsi on Fondian mukaan vähemmän säännelty markkina lakipalveluiden osalta ja siksi Fondialle mielenkiintoinen. Ruotsissa lakipalveluita voivat tarjota myös paikalliseen asianajajaliittoon kuulumattomat yhtiöt ja Fondialla on siksi mahdollista toimia Ruotsissa. Yhtiö on toiminut Ruotsissa Tukholmassa vuodesta 2012 alkaen ja vuonna 2018 toteutetun J&N yrityskaupan jälkeen yhtiöllä on toimisto Tukholman lisäksi myös Göteborgissa.

Baltian markkina on pieni

Baltian eli Viron, Liettuan ja Latvian yhteenlaskettu lakiasianpalveluiden markkina oli Eurostatin tilastojen perusteella noin 529 MEUR:n suuruinen vuonna 2017. Virossa ja Liettuaassa lakipalveluiden markkina kasvoi vuosina 2011-2017 keskimäärin 7,6 %:n ja 5,3 %:n vuosivauhdilla (CAGR-%). Latviassa markkinan koko heilahteli voimakkaasti ja markkina supistui keskimäärin 4,7 % vuodessa vuodet 2012-2017. Fondian toimistot Baltiassa sijaitsevat Tallinnassa ja Vilnassa. Baltian rooli Fondialle on käsityksemme mukaan toimia lähinnä tukitoimintona Suomen ja Ruotsin asiakkaille.

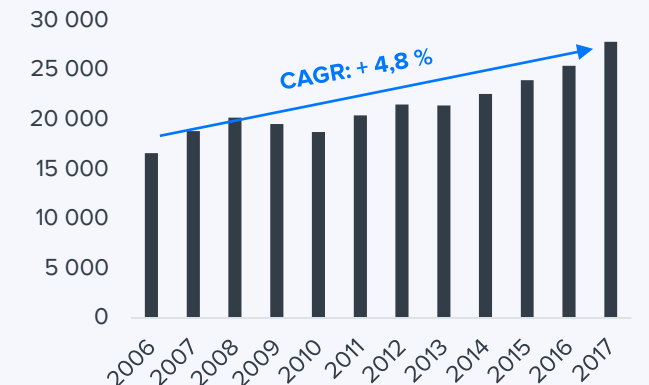
Suomen lakiasianmarkkina (MEUR)*



Lähde: Tilastokeskus

*Kaudet 2006-2011 ja 2012-2018 eivät ole täysin vertailukelpoisia keskenään

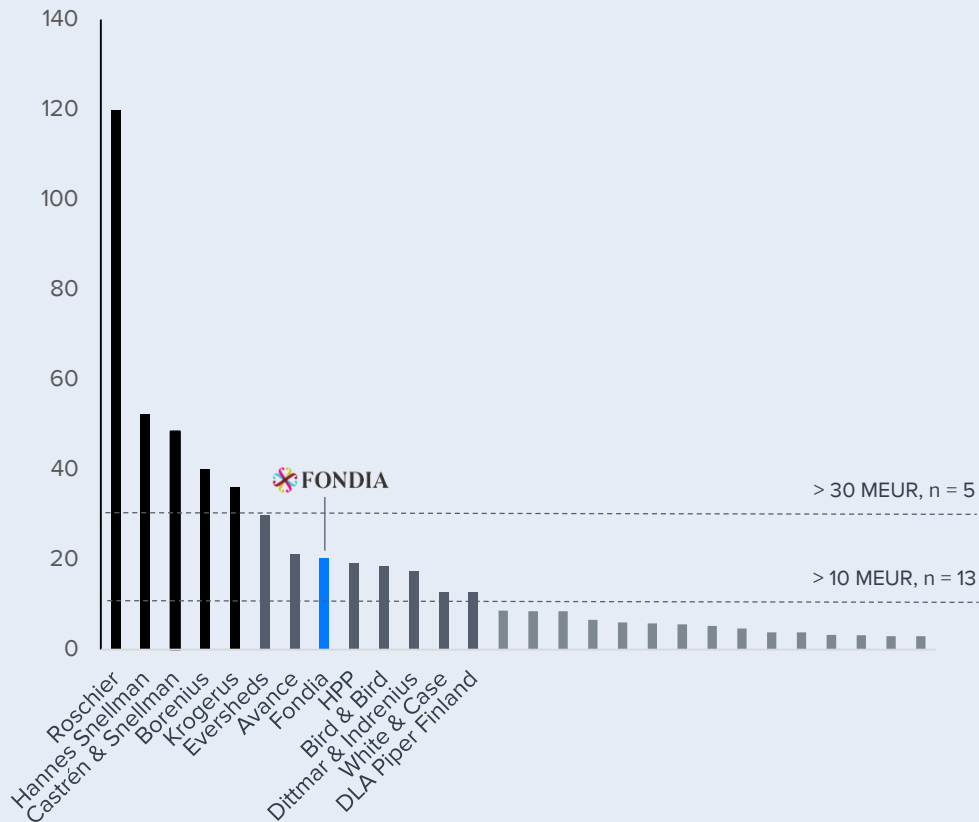
Ruotsin lakiasianmarkkina (MSEK)



Lähde: Statistics Sweden

Kilpailukenttä

Suurimmat lakiasiainpalveluyhtiöt, 2018



Lähde: Inderes, Talouselämä 36/2019

Fondian kilpailutekijät

- + Lähes puolet liikevaihdosta tulee jatkuvista sopimuksista ja liikevaihto siten vähemmän syklistä kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä kilpailijoilla
- + Suorista verrokeista poiketen Fondia ei kuulu Suomen Asianajajaliittoon eikä sen sääntely rajoita yhtiön liiketoimintaa
- + Kattava palvelutarjonta lähes kaikkiin liikejuridiikan tarpeisiin
- + Panostanut vahvasti uusiin toimintamalleihin ja digitaalisiin palveluihin
- + Yhtiöllä liiketoimintaa myös Ruotsissa, Virossa ja Liettuassa
- Työntekijöille ei välttämättä taloudellisessa mielessä niin houkutteleva työpaikka, koska ei tarjoa ”partneriputkea”
- Vanhoja toimintamalleja rikkova yritys voidaan edelleen nähdä haastajana konservatiivisella alalla

Markkinat ja kilpailukenttä 2/2

Markkinan erityispiirteet

Lakipalvelut edellyttävät tyypillisesti vahvaa paikallisen lainsäädännön ja oikeuskäytäntöjen tuntemista, ja liikejuridiikan markkina on tästä syystä vahvasti paikallinen. Ulkomaiset toimijat eivät suoraan yleisesti kilpaile Suomen liikejuridiikan markkinalla, vaikka Suomessa toimiikin kansainvälisiin ketjuihin kuuluvia lakipalvelutuottajia. Yleisesti ottaen toimialan kilpailu ei arviomme mukaan ole Suomessa kovin kireää, sillä lakiasianpalveluiden yritykset ylsivät esimerkiksi vuosina 2013-2015 keskimäärin noin 19 %:n liikevoittomarginaaliin, mikä on suhteellisen korkea taso Suomessa.

Perinteisesti lakitoimialaa yhdistää työn projektiluonteisuus. Yritykset tuottavat lakipalveluita lähtökohtaisesti asiakkaan toimeksiannon pohjalta. Tässä mielessä toimiala toimii samalla tavalla kuin muut korkean lisäarvon asiantuntijapalvelualat (esimerkiksi liikkeenjohdon konsultointi). Alan yritysten ansaintamalli on yleisesti tuntihinta ja palvelut hinnoitellaan tyypillisesti perustuen käytettyihin työtunteihin. Arviomme mukaan toimiala ei ole Suomessa kokonaisuutena merkittävästi muuttunut viime vuosikymmeninä, vaikka tosin viime vuosina lakialan yrityksille on kehitetty joitain mm. dokumenttihakemistojen suunniteltuja palvelutuotteita.

Kilpailukenttä Suomessa

Suomessa lakiasianmarkkina on suhteellisen fragmentoitunut, sillä lakiasiantoimialalla oli vuonna 2018 yhteensä 1664 yritystä, joissa työskenteli keskimäärin noin 3 työntekijää per yhtiö. Näistä kaikkein merkittävämpiä ovat

asianajotoimistot, jotka vastasivat arviolta noin 73 % koko lakiasianmarkkinan liikevaihdosta. Noin puolesta Suomen markkinaa vastasi 15 asianajotoimistoa, joiden liikevaihdot olivat vuonna 2018 9-120 MEUR. Nämä yhtiöt yhdessä suurten tilintarkastusketjujen omien lakipalveluosastojen kanssa kilpailevat arviomme mukaan osittain Fondian kanssa, mutta eivät ole Fondian pääasiallisia kilpailijoita. Pääasiallisia kilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yritysten omat lakiosastot ja lakimiehet, sillä Fondian LDaaS-palvelut on suunniteltu täydentämään ja osittain korvaamaan yritysten omia lakiosastoja.

Suuret asianajotoimistot

Suomessa lakiasiantoimialalla suurimman kilpailupaineen Fondialle muodostavat näkemyksemme mukaan suurehkot, yli 10 MEUR:n liikevaihdon asianajotoimistot, joita oli Suomessa vuonna 2018 yhteensä 13. Nämä ovat pääasiassa maineikkaita, pitkään toimineita täyden palvelun liikejuridiikkaan keskittyneitä asianajotoimistoja. Näiden lisäksi suurten ns. Big 4-tilintarkastustoimistojen lakipalveluosastot kilpailevat osittain Fondian tarjoamien projektipalveluiden kanssa.

Erityisesti 5 suurinta asianajotoimistoa ovat selvästi Fondiaa suurempia (2018 liikevaihdot 36-119 MEUR) ja näillä voi olla entuudestaan laaja asiakaskunta, parempi tunnettavuus ja suuremmat resurssit kuin Fondialla. Fondia ei Inderesin käsityksen mukaan kuitenkaan pyri kilpailemaan asianajotoimistoja vastaan suurissa asiakasprojekteissa (kuten suuret yrityskaupat), vaan yhtiön fokus on enemmän

asiakasyritysten päivittäisten liikejuridiikan tarpeiden täyttämässä. Tässä segmentissä Fondian vahvuus on näkemyksemme mukaan erityisesti se, että jatkuvien palveluiden ansiosta Fondian juristien asiakasyritysten tuntemus on korkea ja aikaa ei kulu hukkaan mm. juristin perehdyttämiseen asiakasyrityksen liiketoimintaan.

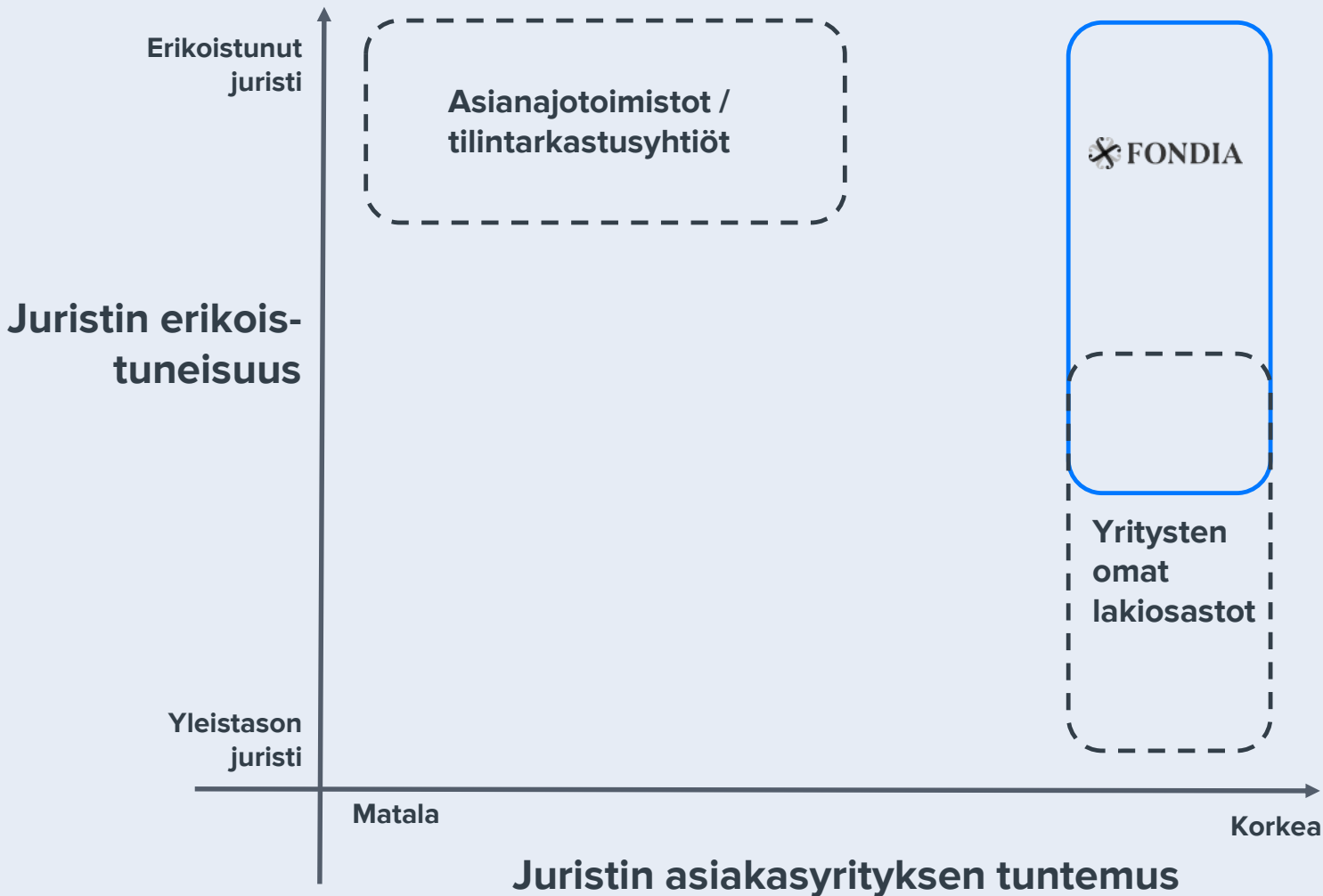
Yritysten omat lakimiehet

Fondian pääasiallisia kilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yritysten omat lakiosastot ja lakimiehet. Fondian keihäänkärkituote eli LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata omaa lakimiestä tai lakiosastoa, ja joille lakipalveluiden ostaminen ulkopuoliselta taholta juoksevien asioiden hoitamiseen ei myöskään ole mielekäästä.

Usein yritysten omat lakimiehet ovat ”generalisteja” eli he eivät ole erikoistuneet syvällisesti yksittäisiin liikejuridiikan alueisiin. Fondia pystyy juristitiiminsä avulla yhdistämään ulkopuolisen toimijan eri liikejuridiikan alueiden erityisosaamisen ja oman juristin liiketoiminnan tuntemuksen ja näin tarjoamaan asiakasyrityksille arviomme mukaan kilpailukykyisen ratkaisun.

Fondian palvelut tarjoavat myös ratkaisun ”alipalveltuun” markkinaan eli sellaisille yrityksille, joille ei ole ollut järkevää palkata omaa juristia palkkalistoille, mutta joilla on silti päivittäisiä juoksevia lakipalvelutarpeita. Olemme havainnollistaneet näkemyksemme Fondian positioitumista kilpailijoihin nähden viereisellä sivulla.

Fondian positioituminen markkinassa



Markkinoiden muutostrendit

Markkinoiden trendit

Näkemyksemme mukaan lakipalveluiden markkinassa on tällä hetkellä havaittavissa 5 selkeää muutostrendiä, jotka tukevat Fondian liiketoimintaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä:

Digitalisaatio luo arviomme mukaan lisääntyvässä määrin uusia tarpeita lainsäädännölle ja lain soveltamiseen (esimerkiksi tietosuojaa ja IPR), mikä tulee tulevaisuudessa lisäämään lakipalveluiden kysyntää. Lakipalveluiden markkina tulee tämän perusteella arviomme mukaan kasvamaan myös lähitulevaisuudessa BKT:n kasvuvauhtia nopeammin, mikä hyödyttää suoraan Fondiaa.

Lisäksi digitalisaatio luo Fondian kannalta mahdollisuuden kehittää uudenlaisia digitaalisia palveluita ja toimintamalleja konservatiivisella ja historiallisesti mielestämme hitaasti muuttuneella toimialalla. Fondia toimii tiiviisti asiakasrajapinnassa ja se pystyy itseohjautuvan organisaationsa avulla reagoimaan nopeasti lakialan teknologisiin innovaatioihin. Näiden myötä yhtiön on mahdollista vahvistaa kilpailuetuaan ja selvittää jo käynnissä olevasta digimurroksesta voittajana.

Digitalisaatio tulee näkemyksemme mukaan ajan myötä merkittävästi ja pysyvästi muuttamaan lakitoimialaa. Automaatio tulee tulevaisuudessa hoitamaan yksinkertaiset ja usein toistuvat tehtävät. Tämän myötä prosessit tehostuvat, inhimillisten virheiden määrä pienenee ja palvelun laatu asiakkaan suuntaan

paranee. Myös analytiikka ja datan käyttö tehostuvat ja näiden myötä yhä vaikeampia asioita voidaan käsitellä automaattisesti. Juristien rooliksi jää valvominen, suunnittelu ja vaikeiden kokonaisuuksien hahmottaminen.

Digimurroksen myötä juristipalveluiden läpinäkyvyys paranee ja niiden tuottama lisäarvo kasvaa. Osa tästä kasvaneesta hyödystä valuu myös ostajalle, jolloin palveluiden hinta laskee ja kilpailu kiristyy. Luova tuho kiihtyy ja lakipalveluyhtiöt, jotka eivät muutu ja kehittä kilpailukykyään, katoavat lopulta pitkällä aikavälillä markkinoilta.

Ulkoistaminen: Kaikenkokoisilla yrityksillä on arviomme mukaan paineita lisätä liiketoimintansa joustavuutta muuttuvassa toimintaympäristössä, minkä lisäksi yritykset pyrkivät jatkuvasti säästämään kuluissaan erityisesti kilpailuilla toimialoilla. Näiden syiden takia yritysten omien lakiosastojen ulkoistaminen tulee arviomme mukaan lisääntymään tulevaisuudessa. Deloitteen vuoden 2016 tutkimuksen perusteella jopa 52 % vastanneista yrityksistä olisi valmis ostamaan lakipalveluita ulkopuoliselta yritykseltä. Ulkoistamistrendi tukee suoraan Fondian liiketoimintaa, sillä yhtiön jatkuvien palveluiden avulla asiakasyritysten on mahdollista ulkoistaa oma lakiosasto tai lakimies osittain tai kokonaan Fondialle.

Lisääntyvä sääntely: Kansainvälisten sopimusten sääntely ja erityisesti EU-sääntely tulevat useiden arvioiden mukaan lisääntymään

tulevaisuudessa. Tämä kasvattaa arviomme mukaan tarvetta liikejuridiikan palveluille, mm. Compliance-käytännöille.

Globalisaatio on useiden arvioiden mukaan lisääntymässä lakitoimialalla mm. kansainvälisen kaupan kasvun ja aineettomien oikeuksien suojaamisen tärkeyden myötä. Myös mm. Euroopassa lainsäätäjien lisääntynyt mielenkiinto kansainväliseen veronkiertoon lisää rajat ylittävien lakipalveluiden kysyntää. Lisääntyvän globalisaation takia yritykset tarvitsevat arviomme mukaan yhä laajalaisempaa juridista osaamista, mitä yrityksen oma lakimies ei välttämättä hallitse. Tämä trendi tulee siten arviomme mukaan osaltaan kiihdyttämään lakipalveluiden ulkoistamistrendiä.

Arvopohjainen hinnoittelu: Digitalisoituvassa maailmassa asiakkaiden vaatimustaso ja tarve läpinäkyvyydelle ovat kasvaneet. Tämä on näkemyksemme mukaan lisännyt kysyntää vaihtoehtoisille laskutustavoille, kuten kiinteälle hinnalle ja arvopohjaiselle, läpinäkyvälle hinnoittelulle perinteisen tuntiveloitukseen perustuvan hinnoittelun sijaan. Fondia on positioitunut tähän muutokseen suhteellisen hyvin, sillä yhtiön tarjoamassa lakiosastopalvelussa hinnoittelu on ennakoitavaa ja asiakkaat näkevät mihin toimenpiteisiin Fondian juristit ovat aikansa käyttäneet. Yhtiö on myös pyrkinyt tuotteistamaan palveluitaan.

Markkinan muutostrendit yhteenveto

Ulkoistaminen

- Nykyinen ulkoistamistrendi vähentää yritysten sisällä työskentelevien lakimiesten määrää ja lisää ulkoistettujen lakipalveluiden kysyntää

Digitalisaatio

- Lisää osaltaan tarvetta lakipalveluille
- Luo Fondialle mahdollisuuden kehittää uudenlaisia lakipalveluita, mutta kilpailu tulee kiristymään

Lisääntyvä sääntely

- Erityisesti EU:n lisääntyvä sääntely kasvattaa tarvetta lakipalveluille

Globalisaatio ja kansainvälistyminen

- Yritykset tarvitsevat yhä laaja-alaisempaa juridista osaamista, mitä oma lakimies ei välttämättä pysty tarjoamaan. Vauhdittaa siten ulkoistamistrendiä

Arvopohjainen hinnoittelu

- Asiakkaat vaativat entistä enemmän läpinäkyvää hinnoittelua, joka nojaa tuntihinnan sijaan tehdyn työn sisältöön ja lisäarvoon

Strategia

Kasvustrategian kulmakivenä LDaaS

Fondian strategiana on jatkaa kasvua ja tämän strategian kulmakivenä toimii yhtiön jatkuvan palvelun liiketoimintamalli, LDaaS (Legal-Department as a Service). Tässä palvelumallissa asiakasyritysten päivittäiset liikejuridiikan tarpeet voidaan tuottaa jatkuvana ja ennakoitavana palveluna, jolloin yritysten omia lakiosastoja ei välttämättä enää tarvita. Jatkuvan palvelun ohella Fondian tavoitteena on myös jatkossa toteuttaa yksittäisiä toimeksiantoprojekteja omille lakiosastoasiakkaille ja ulkopuolisille asiakkaille. Tämä yhtiön näkemyksen mukaan ratkaisee perinteisen lakipalvelujen hankinnan keskeiset ongelmat.

Fondian strategiaa tukee osaltaan yhtiön kehittämä digitaalinen MyFondia-alusta, ja yhtiön tavoitteena on kehittää myös muita digitaalisia työvälineitä tukemaan yhtiön kansainvälistä kasvua. Yhtiö haluaa panostaa erityisesti palvelujen tuotteistamiseen ja automaatioon teknologian avulla. Fondia ei aio toistaiseksi itse kehittää ohjelmistoja, vaan tarvittava teknologia ostetaan ulkoa.

Yhtiöllä on vahva kansainvälistymishalu

Fondia näkee merkittävää kysyntää palveluilleen Suomessa ja kansainvälisesti ja on jo aloittanut kansainvälisen liiketoiminnan Ruotsissa ja Baltiassa. Yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteet ovat liikevaihdon vuosittainen kasvu keskimäärin noin 15 % ja keskimäärin noin 15 %:n liikevoittomarginaali. Voitonjakopolitiikkana on jakaa vähintään 2/3 vuotuisesta tuloksesta osinkoina.

Tällä hetkellä yhtiö keskittyy perusliiketoimintaan

Fondian johto on painottanut, että se keskittyy tällä hetkellä sen perusliiketoimintaan ja pohjan luomiseen tulevien vuosien kasvun varmistamiseksi. Yhtiöllä on vuonna 2019 ollut 10 strategista avainprojektia, joista puolet liittyy käytännön ja prosessien parantamiseen ja tehostamiseen. Näiden tavoitteena on mm. se, että juristien hallinnollinen ja manuaalinen tekeminen laskisi minimiin. Lisäksi niillä tavoitellaan henkilöstön sitoutumista ja asiakastyytyväisyyden varmistamista.

Puolet projekteista liittyy taas tulevan kasvun varmistamiseen ja uuden liiketoiminnan luomiseen, jotta yhtiö pystyy saavuttamaan 15 %:n vuotuisen kasvutavoitteeseensa. Tavoitteena on saada nämä projektit valmiiksi vuoden 2019 aikana, jotta yhtiön perusta olisi kunnossa vuoteen 2020 lähdeäessä.

Digitalisaatiolla yhtiö hakee tehokkuutta mm. automatisaation ja tekoälyn kautta. Pidemmällä aikavälillä yhtiö haluaa luoda skaalautuvan perusalustan, jossa on selkeä toimintamalli kaikissa toimintamaissa. Digitalisaatio on luonteeltaan jatkuvaa kehittämistä.

Suhtaudumme strategiaan myönteisesti

Suhtaudumme Fondian kasvustrategiaan myönteisesti ja pidämme yhtiön keskittymistä perusliiketoimintaan 2018 sekä H1'2019 kannattavuuden ja kasvun heikentymisen jälkeen perusteltuna. Panostamalla digitaalisiin palveluihin yhtiön on mahdollista luoda uutta liiketoimintaa ja vahvistaa kilpailuetuaan, minkä takia pidämme investointeja siihen järkevinä.

Kilpailuedut

Näkemyksemme mukaan Fondian operatiiviset kilpailuedut Suomen lakiasianmarkkinalla ovat tällä hetkellä seuraavat:

Uskottava liiketoimintamalli, jolla on arviomme

mukaan kilpailuetu: Fondian jatkuvilla lakiosastopalveluilla on arviomme mukaan kilpailuetu Suomessa, sillä yhtiö pystyy täyttämään asiakasyritysten lakitarpeet perinteistä projektilaskutusta tai omaa lakiosastoa tarkoituksenmukaisemmalla, tehokkaammalla ja siten kokonaiskustannuksiltaan kilpailijoita edullisemmalla ratkaisulla.

Johtamismalli: Toisin kun useilla suurilla asianajotoimistoilla, Fondialla on osittain myös muista kuin juristeista koostuva johto ja hallitus, jotka ovat myös omistajia yhtiössä. Tämä mahdollistaa arviomme mukaan monia kilpailijoita monipuolisemman ja tehokkaamman liikkeenjohdon.

Kilpailukykyiset ja ennakkoluulottomat

palvelut: Fondia on arviomme mukaan monella tapaa edelläkävijä toimialallaan ja sen digitaaliset palvelut ovat uutta konservatiivisella alalla. Yhtiöllä on arviomme mukaan edellytykset myös jatkossa luoda uusia tehokkuutta lisääviä digitaalisia palveluita lakialalla.

Matala liiketoiminnan riski: Merkittävä osa Fondian palveluista tulee jatkuvista sopimuksista, minkä takia Fondian liiketoiminta on arviomme mukaan ennustettavampaa ja vähemmän riskistä kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä kilpailijoilla.

Fondian strategia yhteenveto

Strategiset ajurit

Lakiasianpalveluiden vahva markkinakasvu

Fondian kilpailuedut

Markkinan muutostrendit

Strategiset toimenpiteet

- Kasvupanostukset ja uusien juristien rekrytointi
- Uusien digitaalisten palveluiden kehittäminen
- Kansainvälistyminen
- 10 strategista avainprojektia perusasioiden saattamiseksi kuntoon
- Henkilöstön tyytyväisyyteen panostaminen myös jatkossa

Taloudelliset tavoitteet

- Liikevaihdon vuosittainen kasvu keskimäärin keskipitkällä aikavälillä 15 %
- Liikevoittomarginaali keskimäärin noin 15 % keskipitkällä aikavälillä
- Tavoitteena on jakaa vähintään 2/3 osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina osakkeenomistajille

- Lakiasianmarkkina kasvaa vakaasti
- Fondian toimintamallilla ja palveluilla on kilpailuetu
- Korkea asiakastytyväisyys

- Merkittävää potentiaalia jatkaa kasvua ja kasvattaa nykyistä noin 2 %:n markkinaosuutta
- Mahdollisuus vahvistaa kilpailuetua uusilla digitaalisilla palveluilla
- Strategian onnistuminen nojaa toimintamallin kilpailuetuihin (tehokkaampi, tarkoituksenmukaisempi ja edullisempi kokonaispalvelu asiakkaalle)

- Lähivuosien kasvu tulee jatkumaan selvästi yleistä markkinakasvua nopeammin
- Kannattavuus arviomme mukaan skaalautuu lievästi kasvun kanssa
- Erittäin vahva kassavirta ja negatiivinen käyttöpääoma mahdollistavat korkean osingonjakosuhteen

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Käyttöpääoma on ollut negatiivinen

Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia ja yhtiöllä oli negatiivinen käyttöpääoma vuosina 2014-2018. Käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostovelosta. Vuonna 2018 käyttöpääoma oli selvästi negatiivinen -8,6 %. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön liikevaihdon kasvu ei sido pääomaa, vaan päin vastoin vapauttaa sitä. Kasvu on yhtiölle siis itsessään kassavirtaa vahvistavaa.

Nettovelaton tase ja investoinnit pieniä

Fondian tase on hyvin kevyt ja se koostui kesäkuussa 2019 lähinnä käyttöpääomasta ja kassavaroista. H1'2019 lopun tase oli nettovelaton ja nettokassa oli noin 5,4 MEUR. Fondian investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen ovat olleet pieniä. Vuonna 2018 ne olivat noin 0,4 MEUR eli noin 2,0 % liikevaihdosta ja vuonna 2017 noin 0,2 MEUR eli 1,2 % liikevaihdosta. Merkittävin osa näistä koostui investoinneista yhtiön digitaalisiin palveluihin (262 TEUR vuonna 2018 ja 201 TEUR vuonna 2017).

Erittäin vahva kassavirta

Fondian liiketoimintamallin ansiosta yhtiön kassavirta on ollut poikkeuksellisen vahva. Kassavirtasuhde eli kassavirran osuus yhtiön vuosittaisesta tuloksesta oli vuosina 2014-2017 keskimäärin selvästi yli 100 % käyttöpääoman vapautumisen takia ja vuonna 2018 se oli noin 43 %. Korkea kassavirtasuhde ja vähäiset investointitarpeet tarkoittavat sitä, että yhtiön osingonmaksukyky on vahva. Vuosina 2014-2018 osingonjakosuhde tuloksesta oli vuosittain noin 50-85 % ja osinko oli nouseva.

Track record vuosilta 2013-2017 oli vakuuttava

Fondian näytöt kannattavasta kasvusta olivat erittäin vahvoja vuosilta 2013-2017. Yhtiön liikevaihto kasvoi orgaanisesti keskimäärin 14,7 %:n vuosivauhdilla (CAGR-%) ja kasvuvauhti oli selvästi Suomen lakiasiaimarkkinan markkinakasvua (noin 4,4 % vuodessa) nopeampaa. Yhtiö arviomme mukaan pystyi näinä vuosina jatkuvasti kasvattamaan suhteellista markkinaosuuttaan Suomessa kilpailijoiden kustannuksella.

Fondian kasvu tapahtui myös kannattavasti. Oikaistu liikevoittomarginaali nousi vuoden 2013 noin 0,8 prosentista noin 14,6 prosenttiin vuonna 2017. Tämän taustalla oli arviomme mukaan kiinteiden kulujen skaalautuminen, sekä erityisesti yhtiön tehokkuuden parantuminen. Liikevaihto per työntekijä nousi vuoden 2013 noin 104 TEUR:sta noin 148 TEUR:oon vuonna 2017 eli noin 42 %.

Kiinteät kulut ovat skaalautuneet selvästi

Fondian kiinteät kulut skaalautuivat 2012-2017, eli ne eivät kasvaneet samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa. Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2012 noin 2,7 MEUR eli noin 28 % liikevaihdosta. Vuonna 2017 ne olivat noin 3,4 MEUR eli noin 20 % liikevaihdosta. Tämä oli erinomainen saavutus ja heijastelee mielestämme Fondian liiketoiminnan kasvua tasolle, jossa mittakaavaedut alkavat heijastua kannattavuuteen. Kokonaisuutena vuodet 2013-2017 mielestämme todistivat yhtiön liiketoimintamallin ja konseptin toimivuuden.

2018 yhtiön luvut heikentyivät selvästi

Vuodesta 2018 alkaen Fondian kannattavuus heikkeni selvästi. Tämän taustalla oli arviomme mukaan erityisesti tammikuussa 2018 toteutettu yhtiön historian ensimmäinen yrityskauppa, sen integraatiokulut sekä muut kasvupanostukset Ruotsissa. Arviomme näiden vaikuttaneen heikentävästi myös Suomen yksikön kasvuun niiden viedessä johdon resursseja ja huomion. Arviomme lisäksi Fondian johtajavaihdosten sekä yhtiön ja sen kahden perustajaosakkaan välisen riidan sitoneen johdon resursseja.

Fondia osti tammikuussa 2018 Ruotsista 21 henkilöä työllistävän, 1,4 MEUR:n liikevaihdon omaavan lakitoimiston Jansson & Norin AB:n (J&N) noin 1,6 MEUR:lla (+ mahdollinen lisäkauppahinta). Kaupan arvostustaso oli mielestämme Fondian kannalta kohtuullinen, koska 2017 EV/Sales -kerroin oli 1,1-1,6x (riippuen lisäkauppahinnasta) ja vastaava Fondian EV/S -kerroin oli tuolloin noin 2x eli selvästi tätä korkeampi. Yrityskaupalla yhtiö myös saavutti Ruotsissa järkevän volyymitason ja Ruotsin 2018 liikevaihto nousi 3 MEUR:oon.

Ostetun yhtiön liikevoitto oli vuonna 2017 tappiollinen. Fondia panosti Ruotsin toimintoihin kaupan jälkeen ja rekrytoi vielä lisää työntekijöitä Ruotsiin. Yhtiön liiketoiminnassa uuden juristin ”sisäänajo” liikevaihtoa tuottavaksi kestää tyypillisesti 1-6 kuukautta ja tämä yhdessä integraatiokulujen kanssa painoivat Ruotsin toiminnot arviomme mukaan tappiolle. Ruotsi heikensi koko Fondian 2018 lukuja ja koko konsernin 2018 liikevoittomarginaali painui 10,6 %:iin (2017: 14,6 %) ja H1'19 aikana 6,1 %:iin (H1'18: 15,1 %).

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Yhtiön tilanne vaikuttaa nyt normalisoituneen

Fondian tuloksen heikentyminen vuoden 2018 jälkeen tuli yllätyksenä sijoittajille. Tuloksen heikentymisen ohella myös yhtiön johtoryhmässä oli huomattavaa vaihtuvuutta ja arviomme mukaan myös henkilöstössä oli vaihtuvuutta. Nämä kasvattivat sijoittajien pelkoja yhtiön sisäisestä tilanteesta. Näitä pelkoja ruokki vielä yhtiön ja sen kahden perustajaosakkaan välinen työsuhteriita. Arviomme mukaan näiden takia Fondian osake laski alkuvuoden 2019 noin 15 eurosta noin 7,88 euroon lokakuuhun 2019 mennessä eli laski 47 %. Viimeaikaisen kehityksen perusteella arviomme kuitenkin nyt yhtiön tilanteen normalisoituneen.

Johtoryhmässä oli huomattavaa vaihtuvuutta

Fondian johtoryhmässä oli vuosina 2017-2019 huomattavaa vaihtuvuutta, sillä tänä aikana aikana 5 henkilöä yhtiön kesäkuun 2017 lopun 9 hengen johtoryhmästä lähti yhtiöstä. Lähtijöitä olivat kaupallinen johtaja, tiiminvetäjä, toimitusjohtaja, talousjohtaja ja Ruotsin toimitusjohtaja. Yhtiön johto kommentoi vaihtuvuutta mm. H2'18-tiedotustilaisuudessa ja kertoi, ettei vaihtuvuudessa

ole sellaisia muutoksia, joista pitäisi olla huolissaan. Kokonaisuutena vaihtuvuus ja sen tuoma epäjatkuvuus mielestämme kuitenkin lievästi nostivat yhtiön tilanteeseen liittyvää epävarmuutta.

Riita perustajaosakkaiden kanssa jätti pienen kolhun yhtiön tarinaan

Fondia tiedotti toukokuussa 2019, että yhtiön perustajaosakkaisiin kuuluvat Marianne Saarikko Janson ja Märten Janson jättivät Helsingin käräjäoikeudelle haastehakemuksen Fondiaa vastaan työsuhteidensa päättämistä koskien. Lokakuussa 2019 Fondia kertoi, että tämä riita saatiin sovittua ja osana sovintoa Fondia sitoutui maksamaan Marianne Saarikko Jansonille ja Märten Jansonille korvauksena yhteensä 170 TEUR (alkuperäiset kannevaatimukset olivat noin 410 TEUR). Muilta osin osapuolet ovat sopivat, että sovinnon sisältöä ei julkisteta.

Marraskuussa 2019 Fondia tiedotti, että nämä kaksi omistajaa myivät kaikki henkilökohtaisesti omistamansa Fondian osakkeensa (noin 27 % kaikista Fondian osakkeista). Pörssiyhtiölle yhtiön

ja sen merkittävien pääomistajien väliset erimielisyydet voivat hankaloittaa johtamista ja hallinnointia. Saarikko Jansonin sekä Jansonin osakkeiden myynnit mielestämme selkeyttivät Fondian tilannetta ja siksi nämä myynnit olivat lievästi myönteinen asia yhtiölle. Kokonaisuutena kahden perustajan irtisanominen, riita ja maksettava korvaus jättivät kuitenkin mielestämme pienen kolhun yhtiön tarinaan.

Henkilöstössä oli oman arviomme mukaan vaihtuvuutta vuonna 2019

Olemme arvioineet julkisista lähteistä saatavien tietojen perusteella, että ylimmän johdon lisäksi myös yhtiön henkilöstössä oli vaihtuvuutta alkuvuonna 2019. Arviomme lähtijöiden olleen vielä suurelta osin Senior-tason työntekijöitä (graafi vasemmalla alhaalla). Yhtiön johto kertoi, että tämän taustalla olivat osittain eläköitymiset. Marraskuussa 2019 yhtiön henkilöstömäärä lähti kasvuun ja arviomme tilanteen nyt palanneen normaaliksi.

Senior Legal Counsel -työntekijät (kpl)

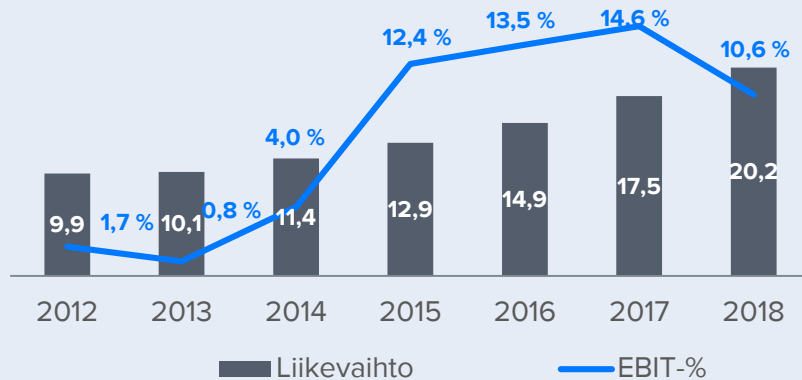


Työntekijät yhteensä (kpl)

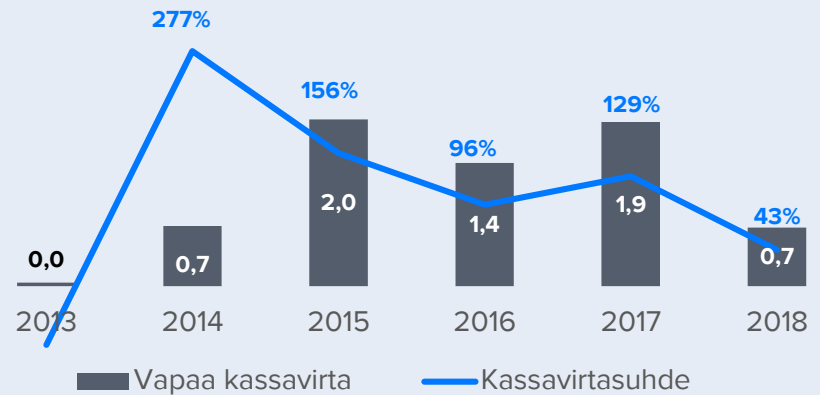


Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Liikevaihto ja oikaistu EBIT-%, 2012-2018

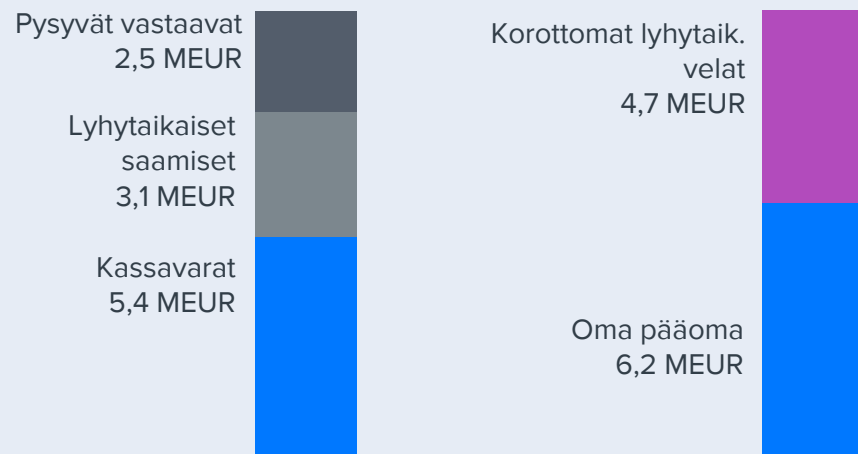


Kassavirtasuhte-%*, 2013-2018



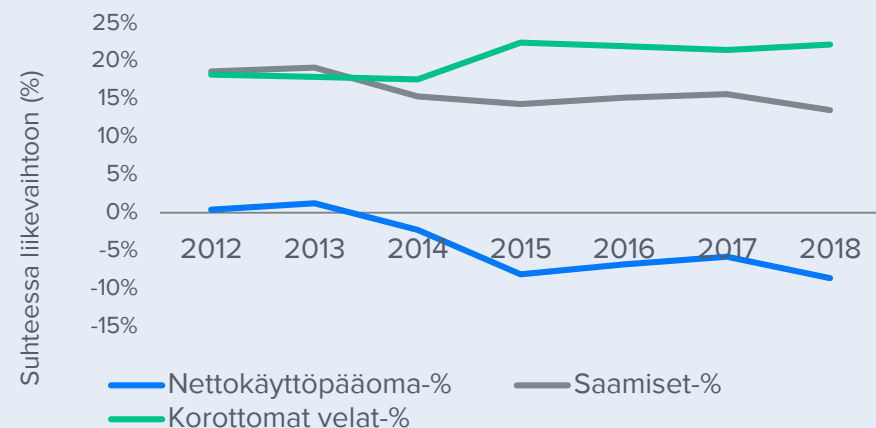
*Kassavirtasuhte on vuosittainen vapaa kassavirta jaettuna nettotuloksella

Taserakenne, H1'2019 lopussa



Lähde: Inderes, Fondia

Käyttöpääoma-%, 2012-2018



Ennusteet 1/3

Odotamme yhtiöltä vahvaa tulokasvua

Mallinamme Fondiaa liikevaihtotasolla kolmeen segmenttiin jaoteltuna (Suomi, Ruotsi ja Baltia). Kulujen osalta mallinamme konsernia yhtenä kokonaisuutena. Fondian ennusteemme perustuvat yhtiön orgaanisen kasvuvauhdin jatkumiseen lähivuosina hieman yhtiön historiallista tasoa hitaammin Suomessa, Ruotsin liiketoimintojen selvään kasvuun sekä lievästi skaalautuvaan kulurakenteeseen. Ennustamme yhtiön yltävän lähivuosina noin 10-13 %:n liikevaihdon vuotuisen kasvua ja liikevoittomarginaalin nousevan vähitellen lähelle yhtiön 15 %:n tavoitetasoa. Ennustamme Fondian yltävän vuosina 2018-2021 keskimäärin noin 18 %:n vuotuisen EPS-tulokasvuun (CAGR-%).

Fondia toteutti loka-marraskuussa 2019 sen koko Suomen tukifunktioiden henkilöstöä koskevat yt-neuvottelut. Uudelleenjärjestelyiden myötä tukifunktioiden kokonaishenkilöstömäärä pysyi entisellä tasolla. Fondian arvion mukaan järjestelyllä ei ole olennaista vaikutusta yhtiön taloudelliseen tilanteeseen. Yhtiö ei tavoitellut neuvotteluilla ensisijaisesti kustannussäästöjä tai henkilöstövähennyksiä. Muutoksen tavoitteena oli saada toiminnot vastaamaan kansainvälistymisen ja tulevaisuuden liiketoiminnan osaamistarpeita sekä rooleja. Toimenpiteet tukevat lähivuosien kasvuennusteitamme. Pidämme todennäköisenä, että Fondia pystyy muutoksilla parantamaan tukifunktioidensa tehokkuutta ja skaalautuvuutta.

Kasvu jatkuu vahvana Suomessa

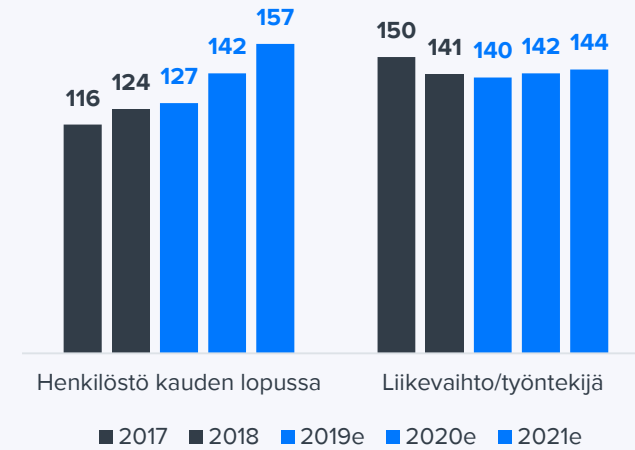
Fondia tavoittelee keskipitkällä aikavälillä kannattavaa kasvua ja arviomme mukaan yhtiön edellytykset kasvattaa markkinaosuuttaan

Suomessa ovat historiallisen suorituskyvyn valossa hyvät. Fondian markkinaosuus Suomen lakiasiainmarkkinasta on tällä hetkellä arviomme mukaan vain noin 2 % ja yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan nykyisellä toimintamallilla kasvattamaan tätä huomattavasti nykyisestä.

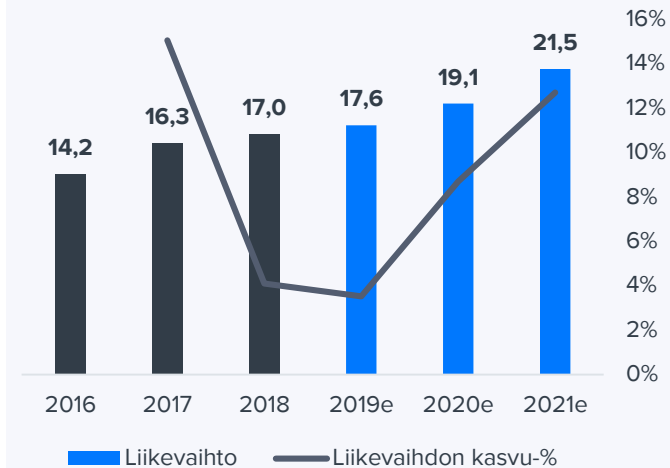
Ennustamme Fondian Suomen liikevaihdon kasvavan vuosina 2018-2021 keskimäärin noin 8 %:lla vuosittain (2018: 4,1 %, 2017: 15,1 %) ja kasvun tasaantuvan vuoden 2021 jälkeen vähitellen markkinatasolle. Ennustamme kasvu muodostuu kolmesta pääajurista. Ensinnäkin, lakitoimialan markkinakasvu on arviomme mukaan noin 4-5 % vuodessa. Toiseksi, Fondian palvelut, joilla se korvaa osittain tai kokonaan asiakasyritysten omat lakiosastot on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen ja yhä useammat yritykset tulevat ulkoistamaan lakiosastonsa. Kolmanneksi, Fondia pystyy kilpailukykyisellä hinnoittelulla ja pitkällä henkilöstön kokemuksella valtaamaan markkinaosuutta projekteissa erityisesti pienemmiltä ja ei niin tunnetuilta asianajotoimistoilta.

Ennusteillamme Fondian Suomen liikevaihto kasvaa noin 30 MEUR:oon vuoteen 2024 mennessä. Arviomme mukaan yhtiö pystyy saavuttamaan tämän volyymitason Suomen lakiasiainmarkkinoilla nykyinen kilpailukenttä huomioiden. Ennusteillamme Fondia kasvaisi Suomen kuudenneksi suurimmaksi lakitoimialan yritykseksi vuonna 2024 ja sen markkinaosuus olisi noin 4 %, mikäli kilpailijoiden liikevaihdot pysyisivät nykyisellä tasolla (Tällä hetkellä Fondia on Suomen 8. suurin lakitoimialan yritys ja markkinaosuus on arviomme mukaan noin 2 %).

Suomen ennusteet



Suomen liikevaihto (MEUR)



Ennusteet 2/3

Ruotsin toimintojen mittakaava yli kriittisen tason

Fondialla oli vuoden 2018 lopussa 33 työntekijää kahdessa toimistossa Ruotsissa ja Ruotsin liikevaihto oli vuonna 2018 noin 3,0 MEUR. Liiketoiminnan mittakaava on arviomme mukaa nyt sellainen, että Ruotsin pystyy tarjoamaan Suomen kaltaista täysin kattavaa LDaaS-lakiosastopalvelua paikallisesti. Odotamme Ruotsin liiketoimintojen liikevaihdon kasvun lähtevän tämän myötä nousuun. Korostamme, että tähän Ruotsin ennusteeseen sisältyy epävarmuutta, mm. koska yhtiön track record Ruotsissa vuosilta 2012-2018 oli mielestämme heikko ja koska yhtiön liiketoimintamalli ei ole mielestämme vielä täysin todistanut toimivuuttaan Ruotsissa.

Ruotsin liikevaihto kasvaa lähivuosina selvästi

Ruotsin liikevaihto saavutti vuonna 2018 noin 3,0 MEUR J&N-yrityskaupan ja rekrytointien myötä. Ruotsissa oli vuonna 2018 keskimäärin arviomme mukaan noin 30 työntekijää. Tehokkuus eli liikevaihto per henkilö oli siis vuonna 2018 noin 103 TEUR, mikä oli merkittävästi alle esimerkiksi koko Fondian vuoden 2017 noin 148 TEUR/henkilö tason. Matalan luvun taustalla olivat arviomme mukaan etupainotteiset rekrytoinnit ja se, että ostetulla yhtiöllä (J&N) oli paljon Start Up-asiakkaita, joissa asiakaskohtainen laskutus oli matalampaa.

Ennustamme Ruotsin liikevaihdon per henkilö nousevan vähitellen 115 TEUR/henkilö tasolle ja yhtiön pystyvän rekrytoimaan keskimäärin 3 työntekijää vuosittain lähivuodet Ruotsissa. Ruotsin 2018-2021 liikevaihto kasvaa ennusteissamme

näiden myötä keskimäärin 16 % vuosittain. Tämän jälkeen vuotuinen kasvu tasaantuu vähitellen noin 5 %:n vuotuiselle tasolle eli hieman markkinoiden keskimääräistä korkeammalle tasolle.

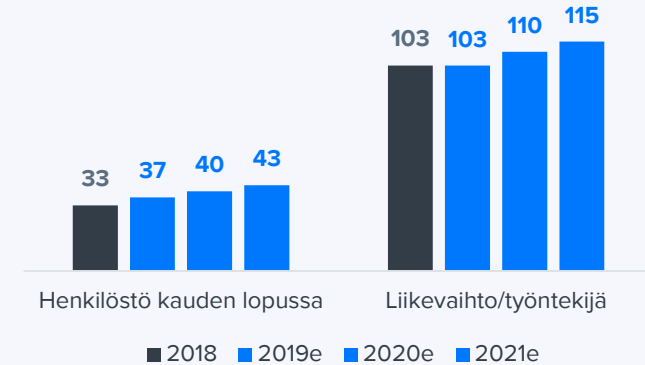
Baltia säilyy ennusteessamme tukifunktiona Suomelle ja Ruotsille

Arviomme yhtiön Baltian liiketoimintojen jäävän lähivuosina lähinnä tukifunktion rooliin, mutta ennustamme sen liikevaihdon kuitenkin kasvavan lähivuosina Ruotsin ja Suomen liiketoimintojen kasvun mukana. Ennustamme Baltian liikevaihdon kasvavan vuoden 2018 noin 0,2 MEUR:sta noin 0,4 MEUR:oon vuoteen 2021 mennessä.

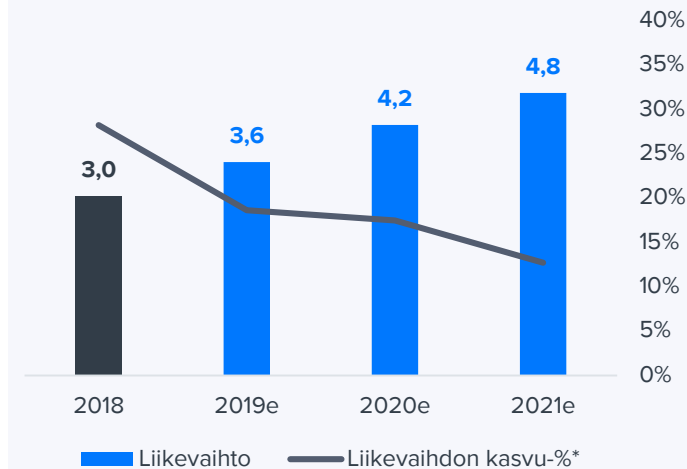
Pidämme yrityskauppoja myös tulevaisuudessa mahdollisina

Pidämme mahdollisena, että Fondia tulee myös tulevaisuudessa tekemään yrityskauppoja vauhdittamaan kasvustrategiansa toteuttamista. Yhtiö on viestinyt vahvasta pitkän aikavälin kansainvälistymishalusta, ja sen tase on näkemyksemme mukaan ylikapitalisoitunut (H1'2019 lopun kassavarat 5,4 MEUR). Edelleen, yhtiön liiketoiminnan rahavirta on vahvaa ja investointitarpeet ovat vähäisiä. Yrityskauppojen toteuttamista hankaloittaa kuitenkin sopivien ostokohteiden vähäisyys sekä Fondian omanlainen yrityskulttuuri ja liiketoimintamalli, jotka eroavat selvästi esimerkiksi tyypillisistä asianajotoimistoista. Emme itse ennustemallissamme ennusta yhtiön tekevän yrityskauppoja, vaan ennusteemme perustuvat täysin Fondian orgaaniseen kasvuun.

Ruotsin ennusteet



Ruotsin liikevaihto (MEUR)



*2018 Ruotsin kasvu on arvioitu orgaaninen kasvu

Ennusteet 3/3

Liikevaihto ylittää 26 MEUR vuonna 2021

Edellisten sivujen oletustemme mukaisesti Fondian liikevaihto kasvaa vuonna 2019 noin 6 % noin 22 MEUR:oon ja vuonna 2020 noin 24 MEUR:oon (2018: 20 MEUR). Vuosina 2018-2021 yhtiö ylittää keskimäärin 10 %:n liikevaihdon vuotuisen kasvuun, minkä jälkeen kasvuvauhti tasaantuu vähitellen lähemmäksi markkinoiden yleistä kasvuvauhtia.

Henkilöstökuluissa pieniä nousupaineita

Ennustamme Fondian tehokkuuden eli liikevaihdon per työntekijä nousevan vuoteen 2022 mennessä lähelle yhtiön vuonna 2018 saavuttamaan tasoa 136 TEUR:oon. Tämän jälkeen liikevaihto per työntekijä kasvaa 1 % per vuosi. Arviomme mukaan yhtiön toimintamallissa liikevaihto per työntekijä jää myös jatkossa alle lakiasiantoimialan keskiarvon.

Arviomme mukaan Fondian henkilöstökuluihin kohdistuu lähivuosina pieniä nousupaineita yhtiön kasvaessa ja näkyvyyden sekä tunnettavuuden parantuessa ja odotamme keskimääräisten henkilöstökulujen nousevan vuoteen 2021 mennessä noin 83 TEUR:oon per työntekijä (2019e: 81 TEUR). Ennustamme tämän jälkeen keskimääräisten henkilöstökulujen kasvavan noin 2 %:n vuosivauhdilla.

Kannattavuus nousee hieman skaalautuvuuden ansiosta

Arviomme mukaan Fondian kiinteät kulut skaalautuvat nyt Suomen lisäksi myös Ruotsissa eli ne eivät kasva samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa. Odotamme liiketoiminnan muiden

kulujen kasvavan noin 3-4 % vuodessa keskipitkällä aikavälillä ja niiden osuuden laskevan 20 prosenttiin liikevaihdosta vuoteen 2021 mennessä (2018: 22 %).

Edellisillä oletuksilla Fondian liikevoittomarginaali on vuonna 2019 noin 6 % (2018: 10,6 %), vuonna 2020 noin 10 % ja vuonna 2021 noin 13 %. Nettotulos on vuonna 2020 noin 1,8 MEUR (2018: 1,6 MEUR) ja vuonna 2021 noin 2,6 MEUR. Vuosina 2018-2021 yhtiön osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin 18 % vuodessa (CAGR-%).

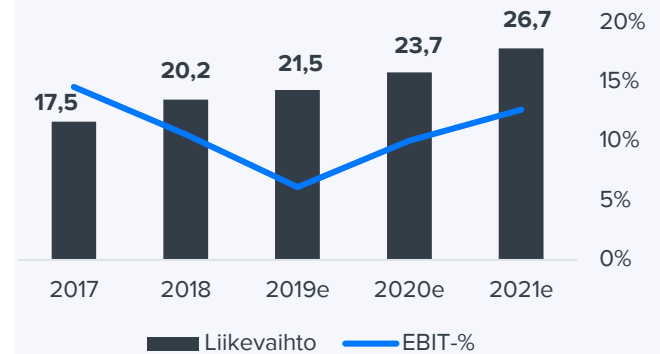
Käyttöpääoma ja investoinnit säilyvät historiallisella tasolla

Odotamme Fondian käyttöpääoman säilyvän keskipitkällä aikavälillä vuoden 2018 tasolla noin -8,6 %:ssa. Ennusteissamme yhtiön vuotuiset investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen säilyvät myös historiallisella tasolla, noin 2 %:ssa suhteessa liikevaihtoon eli noin 0,4-0,6 MEUR:ssa keskipitkällä aikavälillä.

Vahva ja tasaisesti kasvava kassavirta mahdollistaa nousevan osingon

Edellisten oletustemme perusteella Fondian kassavirtasuhte (vapaa kassavirta/nettotulos) säilyy negatiivisen käyttöpääoman ansiosta hieman yli 100 prosentissa lähivuodet. Tämä mahdollistaa kasvavan osingon ja ennustamme yhtiön osakekohtaisen osingon nousevan vuonna 2019 0,39 euroon ja vuonna 2020 0,41 euroon (2018: 0,37 euroa). Osingonjakosuhte on ennusteissamme noin 160 % vuonna 2019 ja noin 90 % vuonna 2020.

Liikevaihto ja EBIT-%

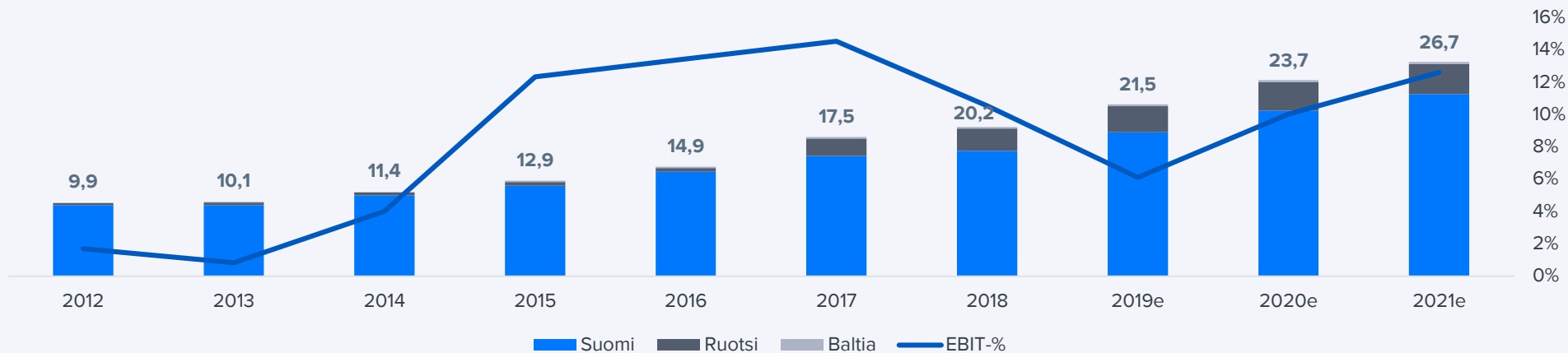


EPS ja osinko per osake



Ennusteet yhteenveto

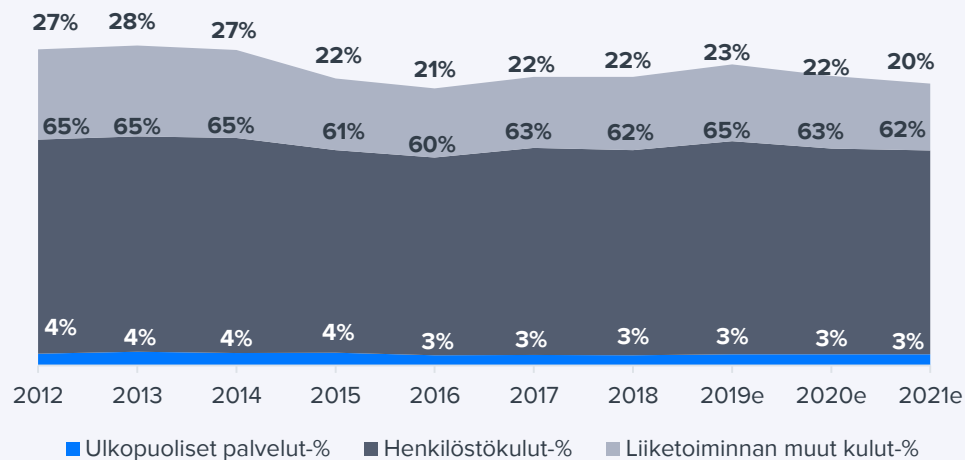
Liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%



Liikevaihto ja EBIT per työntekijä (TEUR)



Liiketoiminnan kulut/liikevaihto



Ennustemalli

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	9,94	10,10	11,42	12,94	14,85	17,5	10,70	9,55	20,2	10,80	10,65	21,5	23,7	26,7
Liiketoiminnan muut tuotot	0,01	0,04	0,22	0,12	0,07	0,1	0,05	0,11	0,2	0,08	0,05	0,1	0,1	0,1
Ulkopuoliset palvelut	-0,36	-0,43	-0,44	-0,51	-0,46	-0,7	-0,30	-0,33	-0,6	-0,36	-0,37	-0,7	-0,8	-0,9
Henkilöstökulut	-6,46	-6,61	-7,45	-7,96	-9,14	-10,7	-6,53	-6,09	-12,6	-7,07	-6,81	-13,9	-14,8	-16,5
Liiketoiminnan muut kulut	-2,73	-2,78	-3,06	-2,82	-3,16	-3,45	-2,06	-2,45	-4,5	-2,47	-2,54	-5,0	-5,2	-5,4
EBITDA	0,40	0,33	0,69	1,78	2,17	2,8	1,85	0,79	2,6	0,98	0,98	2,0	3,0	4,0
Poistot	-0,23	-0,24	-0,23	-0,18	-0,16	-0,21	-0,24	-0,27	-0,51	-0,32	-0,32	-0,64	-0,59	-0,60
EBIT (oikaistu)	0,17	0,09	0,46	1,60	2,00	2,5	1,62	0,52	2,1	0,66	0,66	1,3	2,4	3,4
Työntekijämäärä (k.a)	n.a	97	97	101	105	118	138	156	149	171	171	171	181	200
Liikevaihto/työntekijä	n.a	0,104	0,118	0,128	0,141	0,148	0,155	0,122	0,136	0,126	0,125	0,125	0,131	0,134
Liikevaihto/työntekijä kasvu-%	n.a	n.a	13 %	9 %	10 %	5 %	1 %	-16 %	-8 %	-18 %	2 %	-8 %	4 %	2 %
Kulut per työntekijä	n.a	-0,068	-0,077	-0,079	-0,087	-0,090	-0,095	-0,078	-0,085	-0,083	-0,080	-0,081	-0,082	-0,083
Kulut/työntekijä kasvu-%	n.a	n.a	13 %	3 %	10 %	4 %	0 %	-12 %	-6 %	-13 %	2 %	-4 %	1 %	1 %
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	1,6 %	13,0 %	13,3 %	14,8 %	17,6 %	21,0 %	10,7 %	15,9 %	1,0 %	11,5 %	6,0 %	10,3 %	12,8 %
Liiketoiminnan muut tuotot-%	0,1 %	0,4 %	1,9 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	1,1 %	0,8 %	0,7 %	0,5 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %
Ulkopuoliset palvelut-%	-3,6 %	-4,2 %	-3,8 %	-3,9 %	-3,1 %	-3,9 %	-2,8 %	-3,5 %	-3,1 %	-3,3 %	-3,5 %	-3,4 %	-3,4 %	-3,4 %
Henkilöstökulut-%	-65,0 %	-65,4 %	-65,3 %	-61,5 %	-61,5 %	-61,1 %	-61,1 %	-63,8 %	-62,3 %	-65,4 %	-63,9 %	-64,7 %	-62,5 %	-61,9 %
Liiketoiminnan muut kulut-%	-27,5 %	-27,6 %	-26,8 %	-21,8 %	-21,2 %	-19,7 %	-19,3 %	-25,6 %	-22,3 %	-22,9 %	-23,9 %	-23,4 %	-22,0 %	-20,3 %
Muiden kulujen kasvu-%	n.a	1,9 %	9,9 %	-7,9 %	12,0 %	9,2 %	26,2 %	35,0 %	30,8 %	19,7 %	4,0 %	11,2 %	4,0 %	4,0 %
EBITDA-%	4,1 %	3,2 %	6,0 %	13,8 %	14,6 %	15,8 %	17,3 %	8,3 %	13,1 %	9,1 %	9,2 %	9,1 %	12,5 %	14,9 %
EBIT-% (oikaistu)	1,7 %	0,8 %	4,0 %	12,4 %	13,5 %	14,6 %	15,1 %	5,5 %	10,6 %	6,1 %	6,2 %	6,1 %	10,0 %	12,6 %

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme soveltaneet Fondian arvonmääritykseen historiallisia arvostuskertoimia, verrokkiryhmäarvonmääritystä sekä DCF-kassavirtalaskelmaa. Lisäksi tarkastelemme Fondian osakkeen arvoa herkkyyksianalyyssissä. Eri arvonmääritysmenetelmien antama vaihteluväli Fondian osakkeen käyväksi arvoksi on 8,0-10,5 euroa. Eri arvostusmenetelmien keskiarvoksi muodostuu 9,2 euroa. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Fondian arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan erityisesti lakitoimialan houkuttelevuus sijoituskohteena. Suomen ja Ruotsin lakiasianmarkkinat ovat arviomme mukaan suhteellisen defensiivisiä, niiden markkinakasvu on ollut vahvaa ja selvästi BKT:n kasvua nopeampaa, minkä lisäksi toimialan kilpailutilanne ei arviomme mukaan ole erityisen kireä. Fondian arvostusta tukevat myös mielestämme 2013-2017 erinomainen track record kannattavuuden ja kasvun osalta, erittäin korkea kassavirtasuhde (2014-2017 ka. yli 100 %) sekä yhtiön jatkuvan liikevaihdon suhteellisen korkea osuus (H1'19: 46 %). Fondia on myös arviomme mukaan edelläkävijä toimialallaan; sen palvelut ovat suhteellisen kilpailukykyisiä ja se on hyvin asemoitunut toimialan muutostrendeihin nähden.

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat taas arviomme mukaan kansainvälistymiseen liittyvät riskit, yhtiön (pörssiyhtiöksi) suhteellisen

pieni koko (2018 liikevaihto 20,2 MEUR), osakkeen suhteellisen vähäinen vaihtomäärä pörssissä ja vuonna 2018 sekä H1'2019 kaudella heikentynyt tuottavuus ja näiden aiheuttama tulevaan kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus.

Fondian arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Defensiivinen ja vahvasti kasvava markkina, johon on yleisesti vaikea sijoittaa
- Yhtiön erinomainen track record vuosilta 2013-2017 kannattavan kasvun osalta
- Skaalautuva liiketoimintamalli
- Vahva kassavirta
- Yhtiö on hyvin asemoitunut toimialan muutostrendeihin nähden
- Lähes puolet liikevaihdosta jatkuvaa liikevaihtoa

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kansainvälistymiseen ja erityisesti Ruotsiin liittyvät riskit
- Yhtiön suhteellisesti pieni koko
- Osakkeen matala likviditeetti (vähäinen vaihtomäärä) pörssissä
- Vuoden 2018 ja H1'2019 kaudella heikentynyt tuottavuus (liikevaihto/työntekijä)

Arvonmäärityksen yhteenveto



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Arvostus suhteessa historialliseen tasoon

Fondian osakkeen kaupankäynti Helsingin Pörssissä alkoi huhtikuussa 2017. Osakkeen historiallinen arvostustaso antaa siten näkökulman arvioida osakkeen käypää arvoa. Historiallisesti osake on ollut arvostettuna keskimäärin 1,9x EV/Liikevaihto-, 13,1x EV/EBIT- ja 18,6x P/E-kertoimilla (Forward 12kk). Näiden kertoimien sekä omien 2020 ennusteidemme perusteella osakkeen käypä arvo olisi 8,5-13,1 euroa per osake. Keskiarvoksi muodostuu 10,5 euroa.

Verrokkiryhmäarvonmääritys

Fondialla ei ole suoria verrokkeja, sillä Pohjoismaissa ei ole yhtään toista pörssillistattua lakitoimialan yritystä ja tietojemme perusteella maailmassa ei ole montaa alan listattua yritystä (mm. USA:ssa ei yhtään). Yhtiölle ei siis ole helppo rakentaa laadukasta verrokkiryhmää.

Iso-Britanniaan on viime vuosina listautunut 3 lakiasiainyritystä; 2017 elokuussa Gordon Dadds, 2017 marraskuussa Keystone Law Group ja toukokuussa 2018 Rosenblatt Group. Näiden lisäksi Lontoon pörssissä on myös vuonna 2015 listattu Gateley Holdings. Fondia poikkeaa monella tapaa perinteisestä lakitoimialan yrityksestä, mm. jatkuvan liikevaihtonsa osalta, minkä takia nämä listatut lakiyhtiöt eivät mielestämme ole hyviä verrokkeja yhtiölle.

Olemme valinneet Fondian verrokkiryhmään listattuja korkean lisäarvon palveluyhtiöitä, jotka ovat mielestämme riski/tuotto-profiililtaan vertailukelpoisia Fondian kanssa. Näitä ovat mielestämme erityisesti Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöt Vincer, Siili, Gofore ja Innofactor. Lisäksi olemme valinneet verrokkiryhmään

suunnitteluyhtiö Etteplanin sekä tilitoimistoyhtiö Talenomin. Tämän verrokkiryhmän keskimääräinen 2020 (mediaani) P/E-luku on konsensusennusteilla noin 14,6x, EV/Liikevaihto kerroin on 1,0x ja EV/EBIT-kerroin noin 13,0x. Fondian ennusteillamme osakkeen käyväksi arvoksi tulisi näillä kertoimilla noin 6,7-9,5 euroa per osake. Keskiarvoksi muodostuu 8,0 euroa.

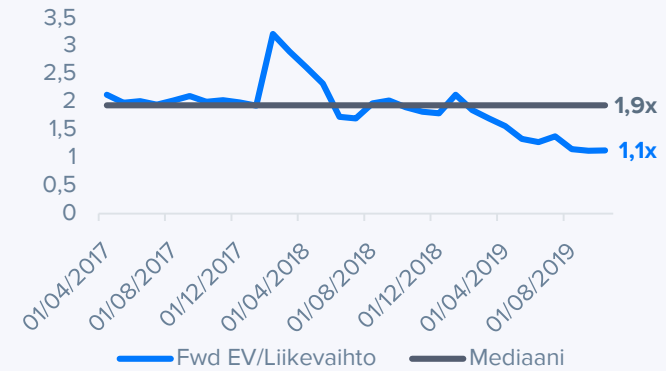
Verrokkeihin nähden Fondialla on enemmän jatkuvaa liikevaihtoa, sen liiketoiminta on arviomme mukaan vähemmän suhdanneherkkää, minkä lisäksi markkinan yleinen kilpailutilanne erityisesti IT-palveluyhtiöihin verrattuna ei ole yhtä kireää. Näiden syiden takia mielestämme verrokkiryhmää korkeampi arvostustaso on lähtökohtaisesti Fondialle perusteltu.

DCF-arvonmääritys

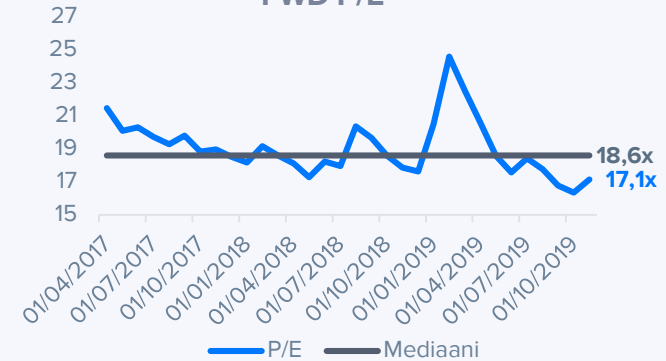
Annamme arvonmäärityksessä kassavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska kassavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen yhtiön osakkeen arvo on 9,1 euroa, mikä tukee osaltaan muiden arvostusmenetelmien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 3,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 10 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 45 %.

Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 11,8 % ja oman pääoman kustannus on myös oletetusta nettovelattomuudesta johtuen 11,8 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 5,0 % ja beta 0,8.

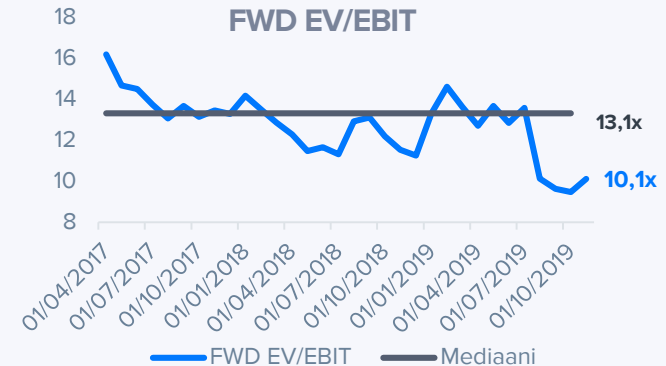
FWD EV/Liikevaihto



FWD P/E



FWD EV/EBIT



Arvonmääritys 3/3

Herkkyysanalyysi

Fondian vuosi 2019 ei mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön tuloksetekokyvystä ja tarkastelemme siksi osakkeen arvonmäärityksessä vuosien 2020-2021 kertoimia. Ennusteillamme Fondian vuoden 2020 P/E-kerroin on noin 18,5x ja EV/EBITDA-kerroin on noin 8,8x. Emme näe näissä kertoimissa merkittävää nousuvaraa ja ne ovat lähellä tasoa, jotka olemme aikaisemmin olleet valmiita hyväksymään osakkeelle. Vuoden 2021 kertoimet laskevat kuitenkin ennusteillamme houkutteleviksi 2021e P/E-kerroin noin 12,7x ja EV/EBITDA on noin 6,2x.

Ennustamme itse Fondialle selvää tulosparannusta vuodelle 2021. Tähän liittyy epävarmuutta erityisesti sen osalta, että yhtiö ei ole vielä todistanut yltävänsä Suomen tasolla olevaan kannattavuuteen Ruotsissa. Olemme siksi havainnollistaneet osakkeen tuottopotentiaalia oikealla näkyvässä herkkyysanalyysissä. Herkkyysanalyysissä Fondian vuoden 2021 liikevaihdon kasvu-% ja liikevoitto-% vaihtelevat 10-15 %:n välillä ja kaikki muut ennusteparametrimme säilyvät muuttumattomina (oma ennustemme 12,8 %:n liikevaihdon kasvu ja 12,6 %:n liikevoittomarginaali vuodelle 2021). Tässä vaihteluhaarukassa Fondian 2021 osakekohtainen tulos vaihtelee 0,51 euron ja 0,81 euron välillä (Inderesin ennuste 0,67 euroa).

Olemme arvioineet kurssipotentiaalia suhteessa siihen, että Fondian osaketta arvotettaisiin 15x P/E-kertoimella. Tämä perustuu siihen, että Fondian on oman arviomme mukaan mahdollista yltää 15-20 %:n vuotuisen EPS-tuloskasvuun nykyisessä liiketoimintamallissa pitkällä aikavälillä (2014-2017 toteutunut vuotuinen tuloskasvu: 25 % CAGR-%).

Huomioiden Fondian vahva kassavirta ja defensiivisyys voi osaketta mielestämme hinnoitella tällöin vähintään 15x P/E-kertoimella, jolloin osakkeen PEG-luku olisi alle 1,0x. Herkkyysanalyysissä osakkeen arvo vaihtelee 7,7-12,2 euron välillä. Olemme merkinneet sinisellä oikealla mielestämme todennäköisimmän skenaarion ja sen perusteella osakkeen arvo voisi olla 9,4-10,3 euroa vuoden 2021 lopussa. Tämän lisäksi sijoittaja saisi osingot vuosilta 2019 ja 2020 ja kokonaistuotto kahdelta vuodelta olisi 20-31 % eli tuotto olisi keskimäärin 10-15 % per vuosi.

Osinkotuottoon liittyvä riski on matala

Fondian osinkotuotto on ennusteessamme lähivuosina noin 5 % vuoden 2019 noin 160 % ja vuoden 2020 noin 90 %:n osingonjakosuhteella (oikaistu tulos). Tähän osinkoon liittyvä riski on mielestämme hyvin matala, koska yhtiön investointitarpeet ovat vähäisiä, kassavirta on vahva ja tase on ylikapitalisoitu (H1'19 kassavarat 5,4 MEUR). Fondian liiketoiminnassa tuloksen tappiollisuus on mielestämme epätodennäköistä eikä osingonmaksukyky ole uhattuna.

Suositus ja tavoitehinta

Nostamme Fondian osakkeen suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) ja asetamme tavoitehintamme 9,20 euroon (aik. 8,50 euroa). Arvioimme yhtiön pahimpien sisäisten riitojen ja haasteiden olevan nyt takanapäin ja tuloksen kääntyvän nousu-uralle ensi vuodesta alkaen. Tuloskasvu ja osinkotuotto tarjoavat mielestämme kohtuullisen houkuttelevan tuotto-odotuksen lähivuosina. Keskeisimpiä osakkeeseen liittyviä riskejä ovat mielestämme maineriski, henkilöstöriski ja Ruotsin toimintojen tulevaan kannattavuuteen liittyvät riskit.

2021 tuloksen herkkyysanalyysi

2021 Osakekohtainen tulos (EPS)

Liikevaihdon vuotuinen kasvu-%

	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %
EBIT-%						
10 %	0,51	0,51	0,52	0,52	0,53	0,53
11 %	0,56	0,57	0,57	0,58	0,58	0,59
12 %	0,62	0,62	0,63	0,63	0,64	0,65
13 %	0,67	0,68	0,68	0,69	0,70	0,70
14 %	0,73	0,73	0,74	0,75	0,75	0,76
15 %	0,78	0,79	0,79	0,80	0,81	0,81

Osakkeen hinta P/E-kertoimella 15x

Liikevaihdon vuotuinen kasvu-%

	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %
EBIT-%						
10 %	7,7	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0
11 %	8,5	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8
12 %	9,3	9,4	9,4	9,5	9,6	9,7
13 %	10,1	10,2	10,3	10,3	10,4	10,5
14 %	10,9	11,0	11,1	11,2	11,3	11,4
15 %	11,7	11,8	11,9	12,0	12,1	12,2

Kurssipotentiaali nykyiseen osakekurssiin 8,5 €

Liikevaihdon vuotuinen kasvu-%

	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %
EBIT-%						
10 %	-10 %	-9 %	-8 %	-8 %	-7 %	-6 %
11 %	0 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %
12 %	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
13 %	19 %	20 %	21 %	22 %	23 %	24 %
14 %	28 %	29 %	30 %	31 %	33 %	34 %
15 %	37 %	39 %	40 %	41 %	42 %	44 %

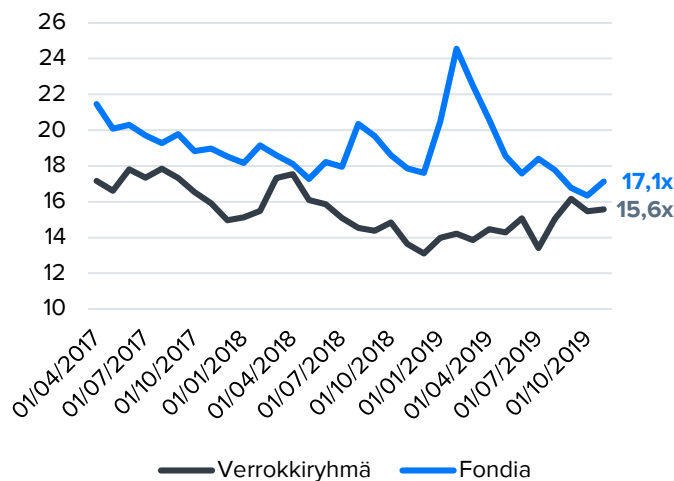
Lähde: Inderes

Vertailuryhmä*

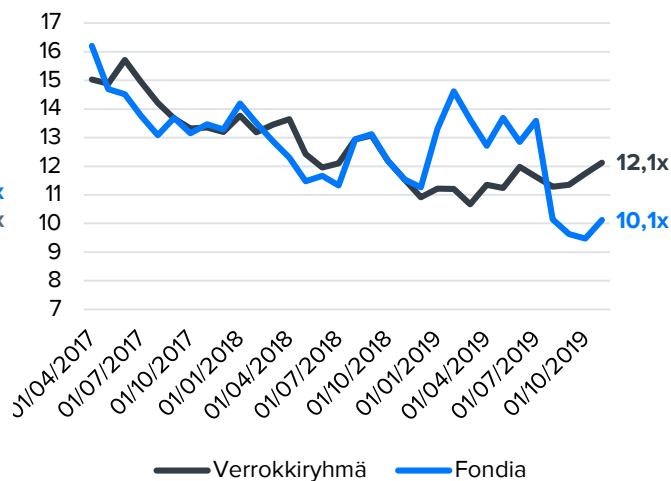
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Siili Solutions	8,98	63	62	14,1	9,6	8,2	6,6	0,8	0,7	13,6	10,6	3,8	5,3	2,9
Vincit	5,16	62	61	24,5	14,8	13,0	9,5	1,3	1,2	20,6	14,7	2,9	3,3	3,3
Gofore	7,50	105	97	15,5	11,2	11,9	9,6	1,6	1,3	18,3	14,6	2,7	2,8	3,5
Innofactor	0,72	27	45	50,8	21,5	7,5	7,2	0,7	0,7	45,2	35,8	0,0	0,0	1,2
Etteplan	9,80	244	297	11,6	11,0	7,4	6,9	1,1	0,9	13,8	13,2	3,8	3,8	2,9
Talenom	37,60	262	283	23,7	18,5	13,7	10,8	4,5	3,7	31,1	24,1	1,9	2,5	10,7
Fondia (Inderes)	8,46	33	27	20,4	11,0	15,0	8,8	1,2	1,1	34,3	18,5	4,6	4,8	5,1
Keskiarvo				23,4	14,4	10,3	8,4	1,7	1,4	23,8	18,8	2,5	3,0	4,1
Mediaani				19,6	13,0	10,0	8,3	1,2	1,0	19,5	14,6	2,8	3,0	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				4 %	-15 %	49 %	6 %	6 %	6 %	76 %	26 %	65 %	59 %	64 %

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

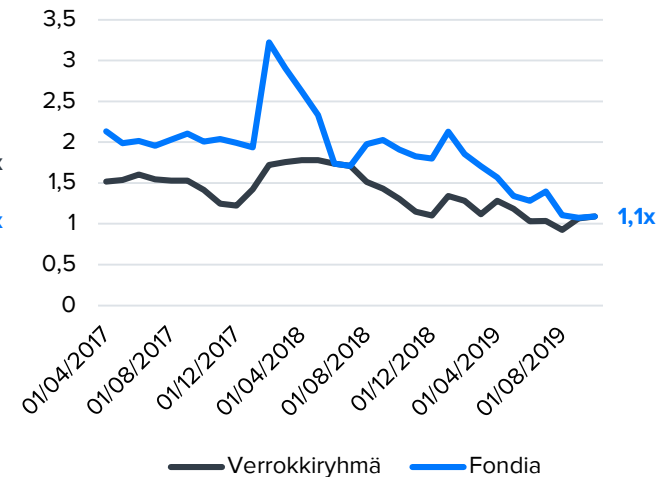
FWD P/E**



FWD EV/EBIT**



FWD EV/Liikevaihto**



Lähde: Inderes ja Reuters. Tiedot kerätty 8.12.2019

*Huom: Fondia, Vincit ja Gofore ovat FAS-raportoinnissa ja muut verrokkit ovat IFRS-raportoinnissa. Kaikki arvostuskertoimet eivät siksi ole täysin vertailukelpoisia keskenään

**Kuvaajissa arvostuskertoimet ovat kuukausittaisia keskiarvoja ja poikkeavat siksi hieman ylläolevan taulukon vastaavista

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	11,7	12,9	8,46	8,46	8,46
Osakemäärä, milj. kpl	3,81	3,93	3,93	3,93	3,93
Markkina-arvo	45	51	33	33	33
Yritysarvo (EV)	38	44	27	26	25
P/E (oik.)	23,2	31,2	34,3	18,5	12,7
P/E	29,7	31,2	39,9	18,5	12,7
P/Kassavirta	10,4	73,2	28,0	15,6	10,7
P/B	6,9	7,1	5,1	4,9	4,3
P/S	2,6	2,5	1,5	1,4	1,2
EV/Liikevaihto	2,2	2,2	1,2	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	15,3	16,5	15,0	8,8	6,2
EV/EBIT (oik.)	15,1	20,4	20,4	11,0	7,3
Osinko/tulos (%)	91,5 %	89,9 %	184,1 %	89,7 %	64,4 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	2,9 %	4,6 %	4,8 %	5,1 %

Lähde: Inderes

DCF-laskelma

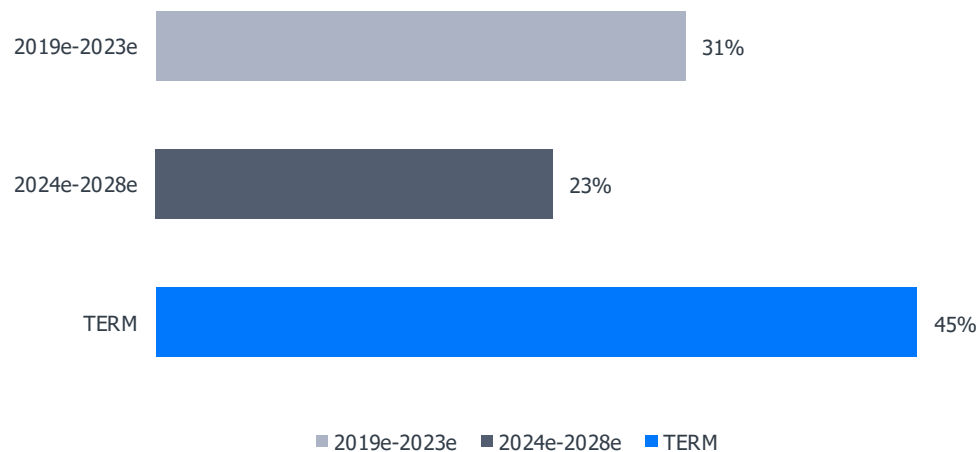
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	2,1	1,1	2,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,8	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	
- Maksetut verot	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,7	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,9	1,6	2,6	3,5	3,5	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,7	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,7	1,2	2,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	
+/- 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	0,7	1,2	2,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	38,0
Diskontattu vapaa kassavirta		1,2	1,9	2,5	2,2	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	13,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		30,6	29,4	27,6	25,1	22,9	21,0	19,3	17,7	16,3	15,0	13,8
Velaton arvo DCF		30,6										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		6,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,5										
Oman pääoman arvo DCF		36,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	5,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2016	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	14,9	17,5	10,7	9,5	20,2	10,8	10,7	21,5	23,7	26,7
Käyttökate	2,2	2,5	1,9	0,8	2,6	1,0	0,8	1,8	3,0	4,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,0	2,5	1,6	0,5	2,1	0,7	0,7	1,3	2,4	3,4
Liikevoitto	2,0	2,3	1,6	0,5	2,1	0,7	0,5	1,1	2,4	3,4
Nettorahoituskulut	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	2,0	2,0	1,6	0,5	2,1	0,6	0,5	1,1	2,3	3,3
Verot	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,5	1,5	1,3	0,4	1,6	0,5	0,4	0,8	1,8	2,6
EPS (oikaistu)	0,43	0,50	0,32	0,22	0,41	0,12	0,13	0,25	0,46	0,67
EPS (raportoitu)	0,43	0,39	0,32	0,22	0,41	0,12	0,09	0,21	0,46	0,67

Tunnusluvut	2016	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	14,8 %	17,6 %	21,0 %	10,7 %	15,9 %	1,0 %	11,5 %	6,0 %	10,3 %	12,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		27,1 %	16,2 %	-54,7 %	-15,9 %	-59,4 %	26,1 %	-38,5 %	80,7 %	42,0 %
Käyttökate-%	14,6 %	14,4 %	17,3 %	8,3 %	13,1 %	9,1 %	7,6 %	8,3 %	12,5 %	14,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,5 %	14,6 %	15,1 %	5,5 %	10,6 %	6,1 %	6,2 %	6,1 %	10,0 %	12,6 %
Nettotulos-%	10,2 %	8,6 %	11,8 %	3,7 %	8,0 %	4,4 %	3,3 %	3,9 %	7,6 %	9,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	0,4	2,6	2,4	2,3	2,1
Liikearvo	0,0	2,2	1,9	1,7	1,4
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	0,4	0,2	0,3
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,1	0,4	0,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	9,9	9,5	10,1	11,1	12,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,7	2,7	2,9	3,2	3,6
Likvidit varat	7,2	6,8	7,2	7,9	8,9
Taseen loppusumma	10,3	12,2	12,5	13,5	14,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	6,6	7,1	6,5	6,8	7,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	3,2	3,5	2,9	3,1	4,1
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	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	3,7	4,5	5,5	6,1	6,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,7	0,9	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	4,5	4,8	5,2	5,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	10,3	12,2	12,5	13,5	14,7

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	14,9	17,5	20,2	21,5	23,7	EPS (raportoitu)	0,43	0,39	0,41	0,21	0,46
Käyttökate	2,2	2,5	2,6	1,8	3,0	EPS (oikaistu)	0,43	0,50	0,41	0,25	0,46
Liikevoitto	2,0	2,3	2,1	1,1	2,4	Operat. kassavirta / osake	0,47	0,52	0,73	0,41	0,67
Voitto ennen veroja	2,0	2,0	2,1	1,1	2,3	Vapaa kassavirta / osake	0,41	1,14	0,18	0,30	0,54
Nettovoitto	1,5	1,5	1,6	0,8	1,8	Omapääoma / osake	0,83	1,73	1,81	1,66	1,72
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	0,0	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,19	0,35	0,37	0,39	0,41
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	6,2	10,3	12,2	12,5	13,5	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	18 %	16 %	6 %	10 %
Oma pääoma	2,9	6,6	7,1	6,5	6,8	Käyttökateen kasvu-%	21 %	16 %	5 %	-32 %	66 %
Liikearvo	0,0	0,0	2,2	1,9	1,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	25 %	27 %	-16 %	-39 %	81 %
Nettovelat	-3,4	-7,2	-6,8	-6,5	-7,0	EPS oik. kasvu-%	33 %	17 %	-18 %	-40 %	85 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	14,6 %	14,4 %	13,1 %	8,3 %	12,5 %
Käyttökate	2,2	2,5	2,6	1,8	3,0	Oik. Liikevoitto-%	13,5 %	14,6 %	10,6 %	6,1 %	10,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	0,0	0,7	0,1	0,2	Liikevoitto-%	13,5 %	13,1 %	10,6 %	5,3 %	10,0 %
Operatiivinen kassavirta	1,6	2,0	2,9	1,6	2,6	ROE-%	59,5 %	31,4 %	23,6 %	12,2 %	27,1 %
Investoinnit	-0,2	0,0	-2,7	-0,4	-0,5	ROI-%	76,7 %	47,9 %	31,2 %	15,9 %	31,9 %
Vapaa kassavirta	1,4	4,4	0,7	1,2	2,1	Omavaraisuusaste	46,9 %	63,8 %	58,7 %	52,0 %	50,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-114,5 %	-109,1 %	-95,2 %	-99,6 %	-103,9 %
Suurimmat omistajat 30.11.2019	%-osakkeista					Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Hypericus Ab	16,7 %					EV/Liikevaihto	2,4	2,2	2,2	1,2	1,1
Placereri Ab	16,7 %					EV/EBITDA (oik.)	16,2	15,3	16,5	15,0	8,8
Lamy Oy	10,2 %					EV/EBIT (oik.)	17,5	15,1	20,4	20,4	11,0
Lindfors Arto Kalervo	4,3 %					P/E (oik.)	22,9	23,2	31,2	34,3	18,5
Aktia Nordic Micro Cap Sr	3,3 %					P/B	13,1	6,9	7,1	5,1	4,9
Vainio Salla Tuulia	3,1 %					Osinkotuotto-%	2,0 %	3,0 %	2,9 %	4,6 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
04/04/2017	Myy	9,00 €	9,83 €
20/08/2017	Lisää	11,70 €	11,05 €
23/01/2018	Lisää	12,80 €	12,15 €
16/02/2018	Vähennä	12,80 €	12,50 €
05/06/2018	Lisää	13,00 €	12,10 €
03/09/2018	Lisää	14,60 €	13,90 €
13/02/2019	Vähennä	14,60 €	14,95 €
15/02/2019	Vähennä	12,70 €	13,30 €
28/05/2019	Vähennä	11,00 €	10,80 €
30/08/2019	Vähennä	8,50 €	8,38 €
08/12/2019	Lisää	9,20 €	8,46 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**