

# Fondia

## Laaja raportti

3.10.2022 7:45



Juha Kinnunen  
+358 40 778 1368  
juha.kinnunen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Liikejuridiikan käännetarina

Toistamme Fondialle vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 6,2 euroon (aik. 6,7 €) lähivuosien laskeneiden ennusteiden mukana. Fondian käännetarina on edennyt oikeaan suuntaan alkuvuonna 2022 ja yhtiön sisäiset haasteet näyttävät rauhoittuneen, mutta ulkopuoliset tekijät tarjoavat nyt vastatuulta. Synkentyvä makrotalousnäkyvä vaikeuttaa kasvua alan defensiivisyydestä huolimatta, kustannusinflaatio heikentää tuloskasvua ja korkojen nousu painaa hyväksyttävää arvostusta. Fondian keskipitkän aikavälin näkyvä on mielestämme hyvä, mutta positiivisen kierteen käynnistäminen ja käänteen jälkeisen tuloskasvun kulmakerroin on vielä epäselvä.

## Valtavirrasta poikkeava liikejuridiikan osaaja

Fondia on liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys, jonka palvelut kattavat kaikki yritysjuridiikan erityisalat. Keihäänkärkituote on jatkuva lakiosastopalvelu kiinteällä kuukausihinnalla (LDaaS, Legal Department as a Service), jossa asiakkaat voivat ulkoistaa oman lakiosaston osittain tai kokonaan Fondialle. Vuoden 2021 liikevaihdosta 48 % on jatkuvaa LDaaS-liikevaihtoa ja loput projekteja joko LDaaS-asiakkaille (25 %) tai muille (27 %). Fondia on panostanut uusiin toimintamalleihin ja digitaalisiin palveluihin, ja työtä juristien ja asiakkaiden välillä tehostaa esimerkiksi MyFondia -alusta. Suomen noin miljardin euron liikejuridiikkamarkkinalla Fondian ydinkohderyhmä on alipalvellut pk-yritykset, mutta tuotteistettujen palvelujen kautta tarjonta soveltuu myös suurille yrityksille. Fondialla on merkittävää liiketoimintaa Ruotsissa (2021: 19,3 % liikevaihdosta) sekä pieni tukitoiminto Baltiassa. Mielestämme valtavirrasta poikkeava liiketoimintamalli ja digiajan edelläkävijyys antavat yhtiölle kilpailuedun, jonka vahvuutta on toki koeteltu. Yhtiön toimintatapa tai kulttuuri eivät vetoa kaikkiin, mutta näemme yhtiöllä selvän markkinaraon.

## Tuloskäänte on tapahtunut, mutta haasteita on edelleen

Fondian kannattava kasvu oli vuosina 2013-2017 vakuuttavaa, mutta tämän jälkeen taival on ollut tuskainen. Ruotsin laajeneminen, organisaation kasvukivut, sisäiset ristiriidat sekä henkilöstön korkea vaihtuvuus pitivät tulostrendin laskevana 2017-2021. Alkuvuonna 2022 yhtiö palasi perusasioiden äärelle ja tulos on saatu käännettyä siitä huolimatta, että henkilöstön vaihtuvuus aiheuttaa edelleen harmia. Suomen negatiivinen kierre on silti saatu ainakin pysäytettyä, ja Ruotsissa liiketoiminta on ollut voimakkaassa kasvussa ja noussut kannattavaksi. Fondian tulostasossa on näkemysmme mukaan merkittävästi parantamisen varaa, jos Suomen liiketoiminta saadaan jälleen kasvu-uralle. Vaikka liikejuridiikan markkina on defensiivinen, Fondia on kärsinyt taantumista historiassa. Edelleen synkentyneen makronäkymän ja sinnikkään kustannusinflaation takia olemme laskeneet lähivuosien tulosennusteita noin 5-10 %. Odotamme silti Fondian oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2022-2025 yli 20 % vuosivauhtia (CAGR), missä avaintekijöitä ovat liikevaihdon kasvu, tällä hetkellä liian korkeiden kiinteiden kulujen merkittävä skaalautuminen sekä hitaasti etenevä tehokkuuden parantuminen (liikevaihto/juristi ylös).

## Arvostus nojaa tuloskasvuun haastavassa markkinaympäristössä

Fondian arvostus on maltillinen (2023e oik. P/E 15x ja EV/EBITA 10x) ja odottamamme tuloskasvun toteutuessa lähivuosina sijoittajan tuotto-odotus on jo varsin houkutteleva. Nykyisessä makro- ja markkinaympäristössä tuloskasvuun liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta, ja asiantuntijayhtiöitä saa nyt Helsingin pörssistä myös merkittävästi alemmilla kertoimilla. Tuloskäänteeseen pysyessä raiteillaan Fondia on nykytasolla erittäin hyvä ostos ja näemme yhtiön keskipitkän aikavälin potentiaalin merkittävänä. Nykytilanteessa jääme kuitenkin odottamaan lisätodisteita kannattavasta kasvusta myös vaikeammassa markkinaympäristössä.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Vähennä)

**6,20 EUR**

(aik. 6,70 EUR)

**Osakekurssi:**

5,92



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	21	23	25	27
<b>kasvu-%</b>	7 %	11 %	8 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	0,8	1,6	2,0	2,5
<b>EBIT-% oik.</b>	4,0 %	6,6 %	7,8 %	9,0 %
<b>Nettotulos</b>	0,3	1,0	1,4	1,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,18	0,31	0,39	0,50

<b>P/E (oik.)</b>	39,9	18,8	15,0	11,9
<b>P/B</b>	5,5	4,7	4,4	3,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,9 %	4,7 %	4,7 %	5,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	29,2	12,6	9,6	7,3
<b>EV/EBITDA</b>	21,4	9,2	7,1	5,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,2	0,8	0,8	0,7

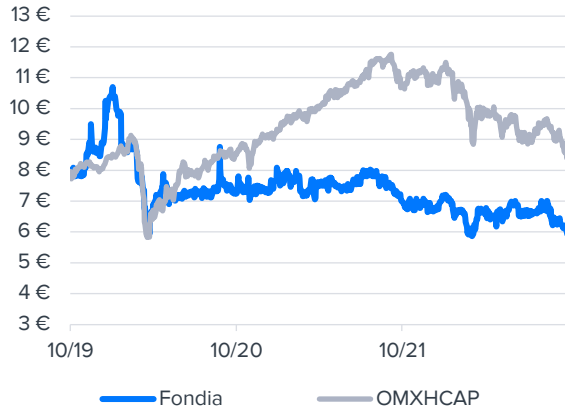
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

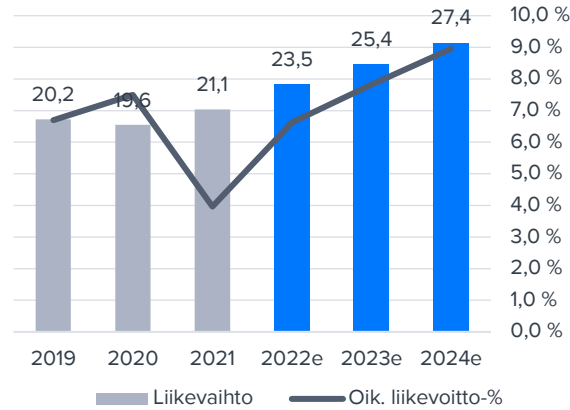
Fondia odottaa vuoden 2022 liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan edellisvuodesta.

## Osakekurssi



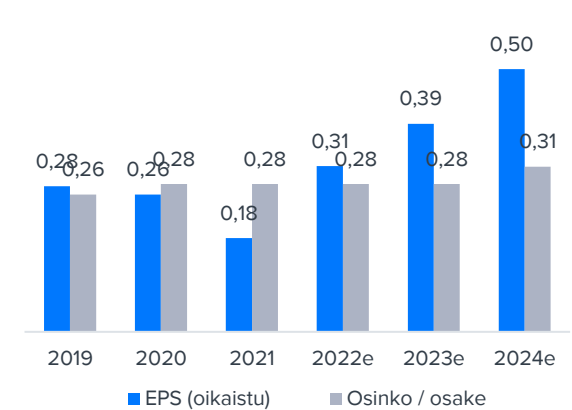
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen ja mahdollinen paluu kannattavaan kasvuun
- Liiketoiminnan matala riskiprofiili ja vahva kassavirta
- Hyvä asema houkuttelevalla defensiivisellä toimialalla, jossa omistaja-arvon kasvattamiseen on erittäin hyvät edellytykset
- Pitkällä aikavälillä aseman vakiinnuttaminen myös Suomen ulkopuolella
- Legal Tech -investoinnit



## Riskitekijät

- Viime vuosina nähdyn heikon tuottavuuden jatkuminen
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen myös pidemmällä aikavälillä
- Maineriski toimialan luonteen takia
- Henkilöstötyytyväisyyden ylläpitäminen, vaihtuvuus sekä mahdolliset sisäiset ongelmat

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	5,92	5,92	5,92
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	3,95	3,95	3,95
<b>Markkina-arvo</b>	23	23	23
<b>Yritysarvo (EV)</b>	20	19	18
<b>P/E (oik.)</b>	18,8	15,0	11,9
<b>P/E</b>	22,5	17,2	13,2
<b>P/Kassavirta</b>	18,3	14,1	10,7
<b>P/B</b>	4,7	4,4	3,9
<b>P/S</b>	1,0	0,9	0,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,8	0,7
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	9,2	7,1	5,8
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,6	9,6	7,3
<b>Osinko/tulos (%)</b>	106 %	81,5 %	70,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,7 %	4,7 %	5,3 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-14</b>
Markkinat ja kilpailukenttä	<b>15-19</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>20-21</b>
Historiallinen kehitys	<b>22-25</b>
Ennusteet	<b>26-31</b>
Arvonmääritys	<b>32-37</b>
Taulukko	<b>38</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>39</b>

# Fondia lyhyesti

Fondia on Suomen 9. suurin lakiasiantoimialan yritys ja ainoa listattu lakitoimialan yritys Pohjoismaissa

## 2004

Perustamisvuosi

## 2017

Listautuminen

## 21,1 MEUR (+7,4 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

## 0,4 MEUR (1,9 % lv:sta)

Liikevoitto 2021

## #9 suurin Suomessa

Suomen lakiasianmarkkina 2020\*

## 171

Henkilöstö 2021 lopussa

## 14

Toimipaikkaa Suomessa, Ruotsissa, Virossa ja Liettuassa

### 2012-2017

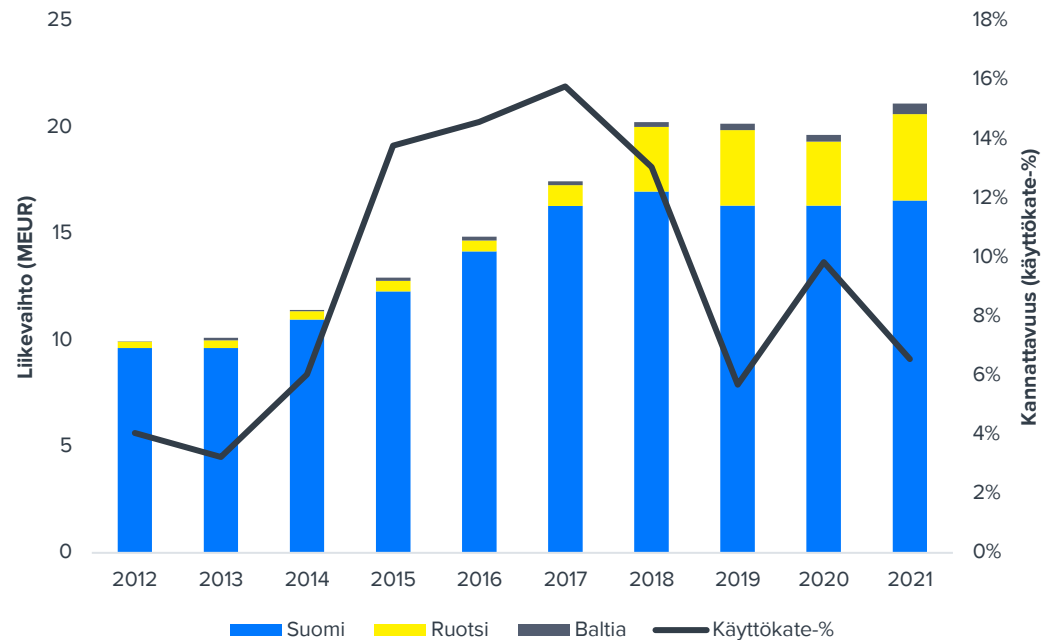
- Vuonna 2012 yhtiö aloittaa pienimuotoisen toiminnan Ruotsissa
- Vuosina 2013-2017 yhtiö vahvistaa asemaansa erityisesti Suomessa ja pystyy kannattavaan kasvuun
- Vuonna 2017 yhtiö listautuu Helsingin First North-listalle merkintähintana 7,65€ / osake

### 2018-2019

- Vuonna 2018 Jansson & Norin -yritysosto Ruotsissa kasvattaa merkittävästi Fondian kansainvälistä liiketoimintaa
- Kannattavuus heikkenee merkittävästi mm. Ruotsin haasteiden ja organisaation kasvukipujen takia
- Taloudelliset tunnusluvut heikkenevät merkittävästi

### 2020-2022

- Koronapandemia heikentää kysyntää merkittävästi, erityisesti Ruotsissa
- Henkilöstön suuri vaihtuvuus rasittaa yhtiön kasvua ja kannattavuutta vuonna 2021
- Ruotsin liiketoiminta saadaan käännettyä voitolliseksi 2021, mutta Suomessa ongelmia
- Kannattavuus parantuu vuoden 2022 alkupuoliskolla



\* Perustuu Talouselämän vuotuisen Liikejuridiikka-selvitykseen

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 9. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondia on täyden palvelun liikejuridiikan lakiasiainyritys ja sen palvelut kattavat kaikki yritysjuridiikan erityisalut. Fondialla oli vuoden 2021 lopussa toimipaikkoja Helsingissä, Tampereella, Turussa, Kuopiossa, Lahdessa, Vaasassa, Porissa, Salossa ja Oulussa. Näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa, Göteborgissa, Malmössä, Tallinnassa, Saaremaalla ja Vilnassa.

Fondian keihäänkärkiuote on lakiasastopalvelu, jossa Fondia tarjoaa jatkuvaa tuotteistettua lakipalvelua kiinteällä kuukausihinnalla (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.

Jatkuvien sopimusten ansiosta Fondian liiketoiminta on merkittävästi tasaisempaa ja ennustettavampaa kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä verrokeilla. Yhtiön teettämien asiakaskyselyiden perusteella myös asiakastytyväisyys on ollut korkea. Vuoden 2020 asiakaskyselyssä Fondian asiakkaiden antama arvio oli yhtiön palveluista oli kouluarvosanaksi muutettuna kiitettävä 9,2.

## Erlainen toimija perinteisellä alalla

Fondia eroaa monella tavalla perinteisestä lakiasiaintoyrityksestä. Toisin kuin suorat verrokot, Fondia ei kuulu Asianajajaliittoon eikä yhtiö ole

asianajotoimisto. Tämä mahdollistaa muun muassa sen, että yhtiötä omistava johto ja hallituksen jäsenet voivat olla koulutustaustaltaan myös muita kuin juristeja ja Fondialla voi olla myös muuta liiketoimintaa kuin lakiasiaintoyritystä.

Fondia on perustamisesta lähtien panostanut vahvasti uusiin toimintamalleihin ja digitaalisiin palveluihin, mikä tekee yhtiöstä edelläkävijän 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. Lisäksi digitaaliset työkalut helpottavat ja tehostavat yhtiön juristien työtä.

Fondia rekrytoi pääsääntöisesti kokeneita juristeja, sillä yhtiön palvelumalli edellyttää, että juristit voivat tehdä itsenäistä ja proaktiivista työtä asiakasrajapinnassa. Fondia panostaa henkilöstötyytyväisyyteen ja pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Toisin kuin useilla asianajotoimistoilla, Fondiassa pyritään pääsääntöisesti pysymään normaalien työaika- ja puitteissa. Toisaalta Fondia ei pyri olemaan toimialan parhaiten maksava työnantaja ja sen henkilöstökulut ovat arviomme mukaan keskimäärin toimialan keskiarvon alapuolella. Palkan sijaan pyritään korostamaan työn merkityksellisyyttä ja monipuolisuutta.



Fondia on liikejuridiikan täyden palvelun talo, joka tarjoaa uudenlaisia palvelumalleja ja hyödyntää digitaalisia teknologioita.



Henkilöstö  
171



LDaaS-  
asiakkaita  
>270

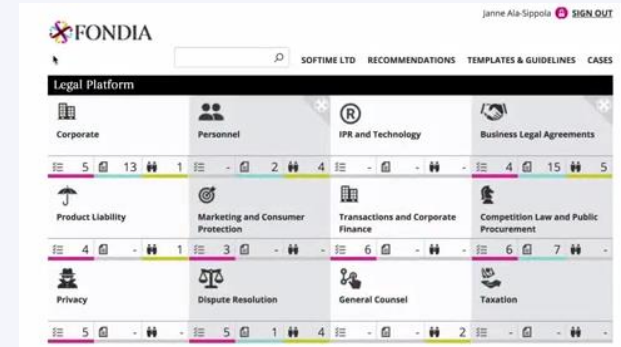


Asiakkaita  
>2500

Toimistot



## MyFondia digitaalinen alusta



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

## LDaaS: jatkuvia lakiosastopalveluita

Fondian liiketoiminnan keskiössä on vuodesta 2004 alkaen kehitetty jatkuva lakiosastopalvelu eli LDaaS (Legal Department as a Service). Nämä palvelut vastasivat vuonna 2021 noin 48 % yhtiön liikevaihdosta. Mallissa Fondia laskuttaa asiakkaalta ennalta sovitun kuukausipalkkion jatkuvaa lakitukipalvelua vastaan. Palvelu voidaan räätälöidä erikokoisten yritysten tarpeisiin ja Fondian LDaaS asiakkaita on aina startup-yrityksistä kansainvälisiin pörssiyrityksiin. Fondialla oli vuonna 2021 yli 270 jatkuvan lakiosastopalvelun piirissä olevaa asiakasta.

LDaaS-palvelussa Fondia kartoittaa ensin asiakasyrityksen tarpeet ja nimeää sitten tyypillisesti 2-5 hengen juristitiimin eri oikeudenaloihin keskittyneistä juristeista (esimerkiksi työoikeus, IPR, kilpailuoikeus ja yritysjärjestelyt). Tiimityöllä varmistetaan, että asiakkaalla on eri yritysjuridiikan osa-alueiden asiantuntemus käytössä, palvelu toimii sulavasti myös loma-aikoina eikä ole riippuvainen yksittäisestä henkilöstä. Jatkuva palvelu kootaan asiakkaan tarpeen mukaan eri elementeistä ja se voi sisältää esimerkiksi juristitiimin antaman jatkuvan puhelintuen sekä 10 tunnin kuukausittaisen resurssivarauksen. Muu lakituki (erilliset projektit) tarjotaan 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. Toisaalta asiakkaat näkevät reaaliajassa, mitä Fondian lakimiehet ovat konkreettisesti tehneet. Alusta on tärkeä osa kokonaispalvelua ja mahdollistaa tehokkaan yhteistyön sekä asiakkaan että juristitiimin välillä.

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. Asiakasvaihtuvuus onkin ollut erittäin alhaista LDaaS-asiakkaiden keskuudessa.

## Projektit täydentävät jatkuvaa palvelua

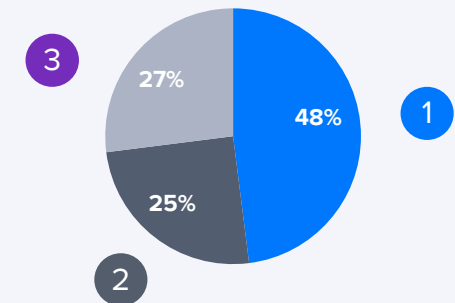
Jatkuvien palvelujen lisäksi Fondia toteuttaa neuvonantajana myös perinteisiä projekteja LDaaS-asiakkaille sekä muille asiakkaille. Näitä ovat esimerkiksi yrityskauppoihin liittyvät projektit, rahoitusjärjestelyt, pääomamarkkinajärjestelyt ja riidanratkaisut. Näiden lisäksi yhtiö järjestää erilaisia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

Projekteissa laskutus toimii pääasiassa alalle perinteiseen tapaan tuntilaskutuksena. Vuonna 2021 Fondian liikevaihdosta noin 25 % muodostui lisätöistä ja projekteista LDaaS-asiakkaille ja 27 % muodostui projekteista muille kun LDaaS-asiakkaille. Perinteiset projektit täydentävät Fondian LDaaS-palveluita ja ne toimivat myös sisäänheittotuotteina, sillä onnistunut projekti auttaa yhtiötä houkuttelemaan asiakkaan jatkuvan laskutuksen piiriin.



## Liikevaihdon jakautuminen 2021

Jatkuvien asiakkaiden osuus liikevaihdosta noin 73 %  
Jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta noin 48 %



### 1 Jatkuvat LDaaS-palvelut

- Legal Department as a Service
- Eri toimialoihin erikoistuneista juristeista kootut tiimit
- Jatkuva kuukausittainen laskutus

### 2 Projektit LDaaS-asiakkaille

- Yritysjärjestelyt
- Työ-, kilpailu- ja yhtiöoikeus
- Muut yritysjuridiikan palvelut ja koulutukset
- Projekteissa perinteinen tuntilaskutus

### 3 Projektit muille asiakkaille

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

## Yhtiö rakenne eroaa asianajotoimistoista

Fondia eroaa myös yhtiö rakenteen osalta alan perinteisistä toimijoista. Fondian organisaatio on hierarkialtaan matala ja yhtiön asiantuntijat ovat mukana asiakasrajapinnassa. Yhtiö rakenteella pyritään saavuttamaan perinteistä asianajotoimistoa korkeampi tehokkuus, parempi asiakaspalvelu ja korkeampi henkilöstötyytyväisyys.

Partnerivetoisessa suurissa asianajotoimistossa asiakaskontaktit tapahtuvat tyypillisesti asianajotoimiston omistavien partnereiden kautta. Partnerit delegoivat toimeksiannot tämän jälkeen usein Senior Associates -tason juristeille, jotka puolestaan delegoivat tehtäviä ja tekevät työt yhdessä nuorempien juristien kanssa. Nämä varsinaisen työn suorittavat juristit ovat usein vähän suoraan tekemisessä loppuasiakkaan kanssa. Tyypillisesti nuoremmat juristit ovat myös keskittyneet kapeaan osaamisalueeseen ja heidän työpäivänsä voivat olla erittäin pitkiä.

Fondian mallissa varsinaisen juridisen työn tuottavat juristit ovat vahvasti asiakasrajapinnassa mukana. Tällöin lakipalvelun tuottavat juristit tuntevat tarkemmin loppuasiakkaan tarpeet ja toimivan itsenäisemmin asiakkaan kanssa. Juristit ovat itse myös vastuussa uusasiakashankinnasta. Erityisesti lakiosastopalvelun myyntiä hoitaa Suomessa erikoistunut myyntitiimi, jonka jäsenet ovat samalla aktiivisia myös juristin työssä. Ruotsissa vastaavaa erikoistunutta myyntitiimiä ei käsittääksemme vielä ole, mutta maan liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa tarve erikoistuneelle tiimille kasvaa. Uusasiakashankintaa tukee yhtiön markkinointiosasto ja yhteistyöverkosto, joiden tehtävä on luoda myyntivihjeitä uusista asiakkaista.

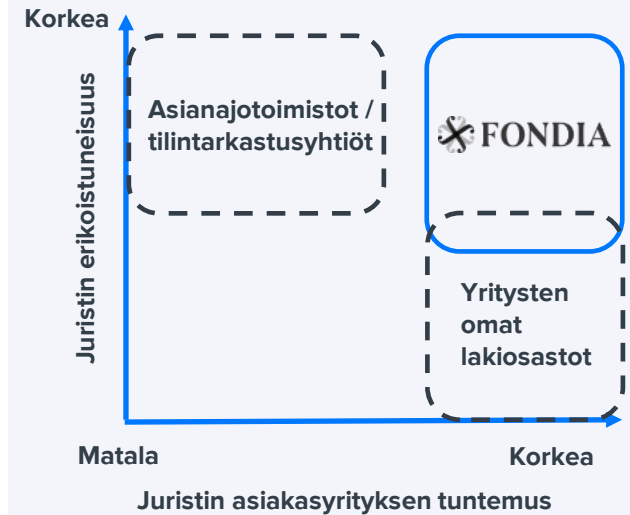
Fondian mukaan yhtiön henkilöstötyytyväisyys on korkeampi (2022: eNPS 50), sillä työntekijöiden tehtäväkuva on tyypillisesti laajempi kuin asianajotoimistoissa. Fondian malli ei kuitenkaan sovi kaikille juristeille. Osaavien juristien palkkaaminen voi olla haaste, sillä yhtiö ei välttämättä pysty tarjoamaan yhtä rahanvaraista tehtäviä kunnianhimoisille juristeille, kun mitä he voisivat saavuttaa asianajotoimistoissa ”partneriputkessa”.

## Menestyminen vaatii vetovoimaa

Asiantuntijaliiketoiminnassa kaikki lähtee osaajista. Henkilöstön tyytyväisyys ja yhtiön asema haluttuna työpaikkana ovat kriittisiä kilpailutekijöitä toimialalla, jossa osaajista on pulaa. Kasvuhakuiselle Fondialle uusien osaajien hankkiminen sekä vanhoista kiinnipitäminen ovat kriittisiä tekijöitä, vaikka liiketoimintamallissa vaihtuvuus ei suoraan tarkoita asiakkaiden menettämistä osaajan mukana (yksi LDaaS-mallin vahvuksista). Korkea työtyytyväisyys heijastuu myös esimerkiksi alhaisiin sairauspoissaoloihin sekä rekrytointikuluihin. Tämän takia yhtiön pitää myös jatkossa panostaa vahvasti työntekijöiden työtyytyväisyyteen ja työhyvinvointiin.

Vaihtuvuus on kuitenkin ollut Fondialle viime vuosina merkittävä haaste. Erityisesti vuonna 2021 nähtiin, että korkealla vaihtuvuudella oli selkeä negatiivinen vaikutus yhtiön kasvuun ja kannattavuuteen. Ylimääräisten rekrytointikulujen ja organisaatioon kohdistuvan rasituksen lisäksi uusien juristien laskutusasteet ovat aluksi epäoptimaalisella tasolla. Yhtiön mukaan organisaatiokulttuuri on kuitenkin vahva, mistä kertoo onnistuminen uusissa rekrytoinneissa.

## Fondian positioituminen markkinassa



Lähde: Inderes, hahmotelma LDaaS-mallin pohjalta

## Fondian asiakkaita



Lähde: Fondian esitys 2022

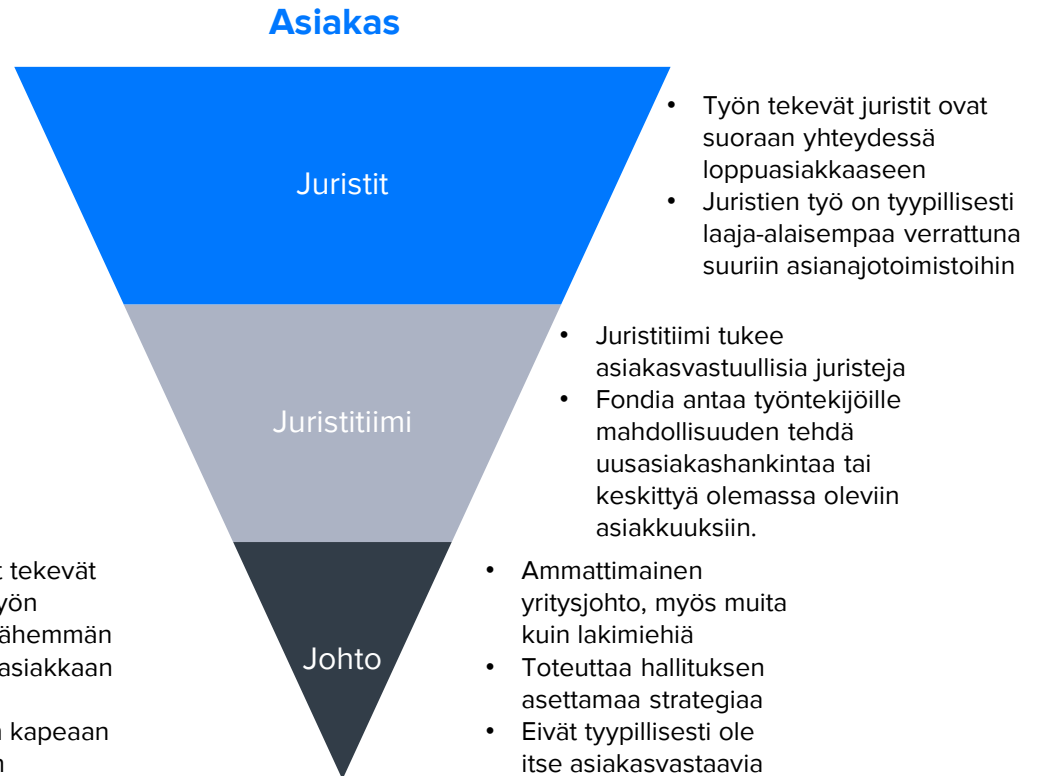


# Fondian yhtiö rakenne vs. asianajotoimisto

## Perinteinen partnerivetoinen asianajotoimisto



## Fondian yhtiö rakenne FONDIA



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

## Liiketoimintamallin kilpailuedut

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 ole kaikille yrityksille mielekästä. Palvelumallin mahdollisia kilpailuetuja asiakkaalle ovat arviomme mukaan läpinäkyvä hinnoittelu, palvelun vähäinen henkilöriippuvuus, sekä kasvanut tehokkuus, sillä asiakasyrityksen ei tarvitse aina perehdyttää uutta juristia yrityksen toimintatapoihin. Lisäksi asiakkailla on sen tarpeisiin räätälöity eri oikeudenaloihin keskittynyt juristiimi käytössä, mikä tarjoaa käytännön helppoutta ja mielenrauhaa.

Fondian toimintamalli on arviomme mukaan ollut historiallisesti menestynyt Suomessa. Yhtiö on pystynyt historiassa kasvamaan kannattavasti ja yleistä markkinakasvua nopeammin. Fondian Suomen liikevaihto on noussut välillä 2013-2021 noin 7,0 % vuosittain, vaikka viime vuosina kasvu on hyytynyt pahasti. Lisäksi asiakastytyväisyys on ollut jatkuvasti erittäin korkealla tasolla ja LDaaS-asiakkaiden vaihtuvuus on ollut vähäistä, mitkä kertovat asiakkaille toimivasta mallista. Ulkomailla kehitys on ollut toistaiseksi heikompaa, mutta ulkomaisten kehitys on ollut lupaavaa vuodesta 2021 alkaen. Ulkomailla LDaaS-malli ei ole ollut aiemmin merkittävässä roolissa, mutta nyt jatkuvat palvelut ovat alkaneet lyödä läpi.

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. Tämä on arviomme mukaan toimialalla suhteellisen pieni luku ja tarkoittaa tulojen olevan hyvin jakautuneita.

## Kilpailuedut yleisemmin

Fondialla on mielestämme Suomessa selkeä kilpailuetu, joka muodostuu Inderesin arvion mukaan mm. seuraavista tekijöistä:

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

**Matala liiketoiminnan riski:** Merkittävä osa Fondian liikevaihdosta tulee jatkuvista sopimuksista, minkä takia liiketoiminta on selvästi ennustettavampaa kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä kilpailijoilla. Tämä luo myös mahdollisuuden kehittää asiakassuhteita pitkällä aikavälillä ja luoda asiakaskohtaista erikoisosaamista.

## Teknologian hyödyntäminen ja digitaalisuus:

Fondia on arviomme mukaan monella tapaa edelläkävijä toimialallaan ja sen digitaaliset palvelut ovat uutta konservatiivisella alalla. Yhtiöllä on arviomme mukaan edellytykset luoda uusia digitaalisia palveluita lakialalla sekä sisäisesti tehostaa toimintaa digitaalisten työkalujen avulla. Mahdollisuuksia luo mm. investoinnit CREDU-hankkeeseen. Samalla myönnämme kuitenkin, että teknologian tuoman edun kvantifiointi on vaikeaa, ja yhtiön etumatkaa on otettu viime vuosina kiinni.



# Sijoitusprofiili 1/2

## Käänneyhtiöstä jälleen kasvuyhtiöksi

Viime vuosien heikon kehityksen takia Fondian sijoitusprofiili on käänneyhtiö, mutta yhtiöllä on potentiaalia palata defensiiviseksi kasvuyhtiöksi. Odotuksiin sekä potentiaaliin nähden Fondia on ollut selkeä alisuorittaja ainakin vuodesta 2018 alkaen. Yhtiön kasvu ja kannattavuus heikentyivät selvästi vuosina 2018 ja 2019, jolloin johtoryhmässä ja henkilöstössä oli poikkeuksellista vaihtuvuutta. Tähän vaikutti myös yhtiön ja sen kahden perustajajäsenen välille syntynyt työsuheriita. Kun sisäiset haasteet alkoivat helpottaa, iski koronapandemia vuonna 2020. Tämä aiheutti hetkellisesti merkittäviä haasteita ulkomailla, jossa jatkuvan liikevaihdon osuus on pienempi. Suurin pandemian tuoma haaste oli kuitenkin henkilöstön kasvanut vaihtuvuus vuonna 2021, joka vaikutti selvästi negatiivisesti yhtiön kasvuun ja kannattavuuteen.

Vuoden 2022 alkupuoliskolla ollaan nähty jo alustavia merkkejä liikevaihdon ja tuloksen kääntymisestä takaisin nousu-uralle. Myös henkilöstön vaihtuvuus on rauhoittunut, vaikka on edelleen normaalia korkeampi. Kuluva vuosi on yhtiöllä tärkeä näytön paikka, sillä yhtiöllä pitäisi olla edellytykset tehdä suhteellisen ehjä tulos pitkän korpivaelluksen jälkeen. Jos yhtiö yltää jälleen kannattavaan kasvuun, sijoittajaprofiili muuttuu käänneyhtiöstä hiljalleen defensiiviseksi kasvuyhtiöksi, mikä heijastuisi positiivisesti hyväksyttävään arvostustasoon.

Lakiasiaimarkkina on näkemyksemme mukaan vakaasti kasvava, suhteellisen turvallinen ja defensiivinen toimiala, johon yleisellä

talouskehityksellä ei ole voimakasta vaikutusta. Fondialla on edelleen kohtuullisen hyvä markkina-asema Suomessa, mutta ulkomailla yhtiö on selvästi haastajan asemassa. Ruotsin liiketoiminta oli pitkään tappiollista, mutta vuonna 2021 yhtiö onnistui kääntämään kehityksen ja tällä hetkellä Ruotsin tilanne näyttää lupaavalta.

## Vahvuudet

**Vakaa asema Suomessa** antaa yhtiölle hyvät resurssit ja vakaan kassavirtanäkymän, mikä mahdollistaa investoinnit kasvuun ja teknologian kehittämiseen (esimerkiksi CREDU-hanke).

**Vahva tase** antaa liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä mahdollisiin yritysostoihin. Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia, tase on nettovelaton, käyttöpääoma on negatiivinen ja yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on hyvä. Liiketoiminta on siis hyvin pääomatehokas.

**Liiketoiminnan riskiprofiili on matala**, sillä merkittävä osa liikevaihdosta on jatkuvaa. Lisäksi taloussuhdanteilla ei ole merkittävää vaikutusta lakiasiainpalvelujen kokonaiskysyntään ja markkina on kasvanut myös heikossa taloustilanteessa. Immuuni kysynnän vaihtelulle Fondia ei kuitenkaan ole.

**Hyvä asiakastyytyväisyys** on mielestämme selkeä vahvuus. Fondian LDaaS-asiakkaat ovat antaneet yhtiölle viime vuonna kiitettävän arvosanan ja aiemmin nettosuositusindikaattorit ovat olleet korkeita. LDaaS-asiakkaiden pysyvyys onkin ollut erittäin hyvällä tasolla. Liikevaihto on myös jakautunut varsin tasaisesti, joten suuria

asiakasriskejä ei käytännössä ole.

## Heikkoudet

**Suomen liiketoiminnan kannattavuustrendi** on mielestämme huolestuttava merkki yhtiön kilpailukyvyistä yhtiön päämarkkinalla. Taustalla on käsityksemme mukaan erityisesti korkea henkilöstön vaihtuvuus, joka asettaa painetta kannattavuuden lisäksi myös organisaatiolle. Tämä ”kierre” yhtiön täytyy kääntää.

**Sijoittajien heikko luottamus.** Fondia on ollut tietynlaisessa negatiivisessa kierteessä viime vuosina, mikä on heijastunut tuloskehityksen lisäksi myös sijoittajien luottamukseen. Tällä hetkellä vaikuttaa, että tilanne olisi normalisoitunut, mutta vaihtuvuus on edelleen ongelma. Toisaalta sijoittajien luottamuksen voittaminen takaisin on myös selkeä mahdollisuus.

**Henkilöstön vaihtuvuus** on ollut viime vuosina korkea. Tämä ei ole poikkeuksellista toimialalla, jossa osaaminen henkilöityy helposti. Silti pidämme mahdollisena myös sitä, että Fondian vetovoima työnantajana olisi kärsinyt kolauksia viime vuosien murroksessa.

## Mahdollisuudet

**Uudet digitaaliset palvelut:** Näkemyksemme mukaan digitalisaatio tulee muuttamaan merkittävästi 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 selvittää kiihtyvällä digimurroksesta voittajana.

# Sijoitusprofiili 2/2

**Kannattava kasvu:** Fondia kasvoi vuosina 2013-2018 selvästi lakiasiamarkkinan yleistä kasvuvauhtia nopeammin ja voitti markkinaosuuksia kilpailijoiltaan. Arviomme mukaan Fondian palvelut ovat suhteellisen kilpailukykyisiä ja yhtiöllä on siten edellytykset palata kannattavan kasvun uralle lähivuosina. Mikäli Fondian vahva kasvu Ruotsissa jatkuu ja yhtiö onnistuisi kasvattamaan jatkuvien palveluiden käyttäjien osuutta, yhtiön kansainvälistysstrategia saisi uskottavuutta ja potentiaali kasvaisi merkittävästi.

## Riskit ja uhat

**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.

**Henkilöstöriski** on arviomme mukaan kokonaisuutena suhteellisen pieni, sillä Fondian palveluksessa oli vuoden 2021 lopussa 171 henkilöä eikä yhtiö ole riippuvainen yksittäisistä henkilöistä. Kuitenkin yhtiön keskimääräiset henkilöstökulut (2021: noin 90 TEUR vuodessa) ovat keskimäärin asianajotoimistoja pienempiä ja osaavan henkilöstön houutteleva yhtiön palvelukseen vaatii siksi jatkuvia panostuksia henkilöstötyytyväisyyteen. Mikäli yhtiö epäonnistuisi tässä ja sen haluttavuus työnantajana vähenisi, voisi se johtaa työntekijöiden siirtymiseen kilpailijoille. Tällä olisi erittäin negatiivinen vaikutus yhtiön

liiketoimintaan ja erityisesti yhtiön kasvunäkymiin. Osittain riski on jo realisoitunut, koska henkilöstön vaihtuvuus on heikentänyt yhtiön taloudellista kehitystä viime vuosina. Toisaalta yhtiö on edelleen onnistunut myös rekrytointipuolella.

**Epäonnistuminen kansainvälistymisessä:** Fondia aloitti kansainvälistymisen jo vuonna 2012, mutta se on edennyt hitaasti ja yhtiön pidemmän ajan track-record Ruotsissa on vähintäänkin välttävä viime aikaisesta positiivisesta kehityksestä huolimatta. Tällä hetkellä Ruotsissa tehdään panostuksia kasvuun, mikä on mielestämme sekä uhka että mahdollisuus. Kansainvälistymisessä epäonnistuminen voisi painaa koko konsernin kannattavuutta kestävästi alaspäin, jolloin yhtiön tuloskehitys jäisi ennustamaamme heikommaksi. Lisäksi epäonnistumiset ulkomailla heijastuvat negatiivisesti myös Suomen toimintoihin.

**Suomen kannattavuus käänneessä epäonnistuminen** on mielestämme Fondialle kriittinen riski, koska se voi aiheuttaa negatiivisen kierteen yhtiöön. Taludellinen menestys luo resursseja investointiin ja kasvun, joka edelleen luo mahdollisuuksia myös henkilöstölle. Menestyvä yritys on aina vetovoimaisempi työntekijöille, ja osaajista on tällä hetkellä toimialalla pulaa. Hankalaksi tilanteen tekee se, että säästämällä Fondian kannattavuutta on näkemysemme mukaan vaikea kääntää kestävästi. Tämän takia Suomessakin täytyy päästä vakaaseen kasvuun.



## Sijoitusprofiilin SWOT-analyysi

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none"><li>Hyvä markkina-asema Suomessa</li><li>Vahva tase ja hyvät mahdollisuudet investoida</li><li>Pääomatehokas liiketoimintamalli</li><li>Korkea asiakastytyväisyys</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Markkinaosuuden heikentyminen Suomessa</li><li>Viime vuosien heikko kehitys, joka on johtanut sijoittajien heikkoon luottamukseen</li><li>Henkilöstön korkea vaihtuvuus</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>Uudet digitaaliset palvelut</li><li>Paluu kannattavaan kasvuun</li><li>Ruotsin käänteen avaamat kansainväliset mahdollisuudet</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Maineriskit</li><li>Henkilöstöriskit ja vetovoima työnantajana</li><li>Epäonnistuminen kansainvälistymisessä</li><li>Ruotsin kannattavuus</li><li>Kilpailun kiristyminen</li></ul>
<b>Mahdollisuudet</b>	<b>Uhat</b>

# Sijoitusprofiili

1.

Viime vuosien alisuorittajasta takaisin kannattavaan kasvuun

2.

Pääomatehokas liiketoimintamalli ja vahva kassavirta

3.

Suhteellisen defensiivinen ja kasvava toimiala

4.

Digitaaliset panostukset ja näiden tuomat mahdollisuudet

5.

Kansainvälistymispotentiaali Ruotsin kehityksen näyttäessä lupaavalta

## Potentiaali



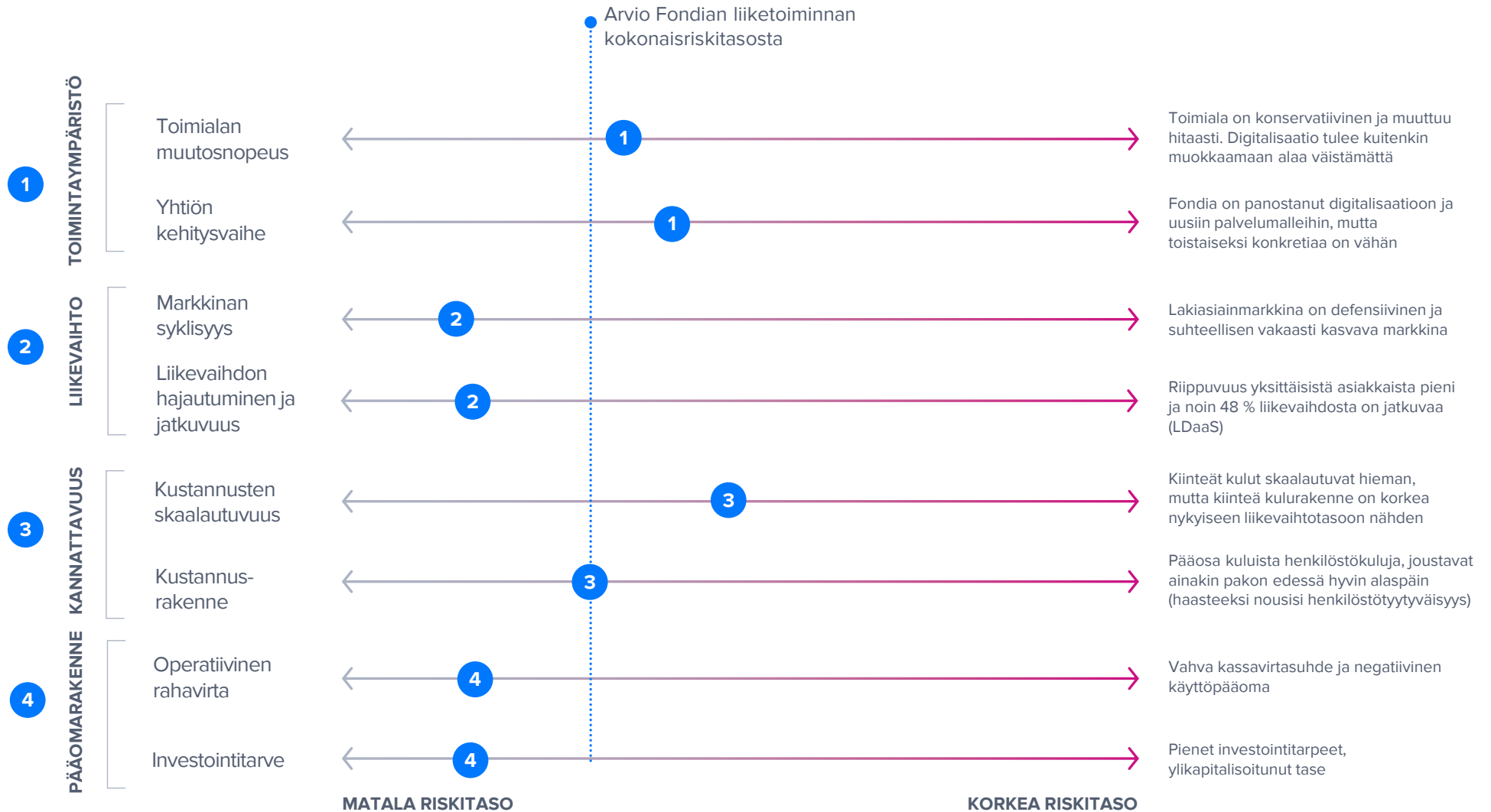
- Mahdollisuus palata kannattavaan kasvuun lähivuosina
- Suomen liiketoiminnan kestävä käänne kasvuun
- Vahva tase ja kassavirta mahdollistaa investoinnit
- Uudet tuotteistetut palvelut sekä digitaalisuuden tuomat mahdollisuudet
- Pitkällä aikavälillä kansainvälinen potentiaali (myös digitaalisen tarjonnan kautta)

## Riskit



- Henkilöstön vaihtuvuus, mahdollinen epäonnistuminen henkilöstötyytyväisyyden ylläpidossa ja osaajien houkuttelemisessa
- Mahdollinen negatiivinen kierre Suomessa
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

## Kasvava ja defensiivinen kokonaismarkkina

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

Mielestämme Fondian liikevaihdolla ja Suomen talouskehityksellä on ollut kuitenkin tietty korrelaatio historiassa – ainakin liikevaihdon kasvu on ollut yleensä heikompaa silloin, kun Suomen talouskasvu on negatiivista. Yksi tekijä tässä on arviomme mukaan se, ettei yhtiöt vaihda lakitoimistoa tai juristia kriisin keskellä. Tämä nähtiin myös koronakriisin keskellä, jolloin Fondian uusasiakashankinta oli todella vaikeaa. Myös eurokriisin aikoihin 2012-2013 Fondian kasvu oli tavanomaista hitaampaa, mutta kiihtyi jälleen kriisin mentyä ohi. Näin ollen oletamme, että lähivuosina heikkenevä talouskasvu hidastaa Fondian kasvuvauhtia. Liikevaihdon lasku on kuitenkin Fondian historiassa ollut äärimmäisen harvinaista.

## Suomen yritysjuridiikan markkina jakautuu kahteen osaan

Yritysjuridiikan markkina voidaan Fondian näkökulmasta jakaa karkeasti kahteen osaan. Ensimmäisen osan muodostavat lakiasianpalveluita tarjoavat yritykset, joita ovat asianajotoimistot ja muut yritysjuridiikan palveluita tuottavat yritykset kuten Fondia. Tämä ns. lakiasianpalveluiden

markkina oli Suomessa vuonna 2020 Tilastokeskuksen mukaan noin 1,0 miljardin euron 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 palkkasumma oli arviomme mukaan karkeasti noin 500 MEUR. Tästä markkina on lähtökohtaisesti kasvanut voimakkaasti.

Suomen lakiasianpalvelumarkkina on kasvanut viimeisen vuosikymmenen aikana suhteellisen tasaisesti ja keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 4 %. Markkina on ollut historiallisesti varsin immuuni taantumille ja esimerkiksi vuonna 2020 markkina kasvoi koronakriisin puhkeamisesta huolimatta.

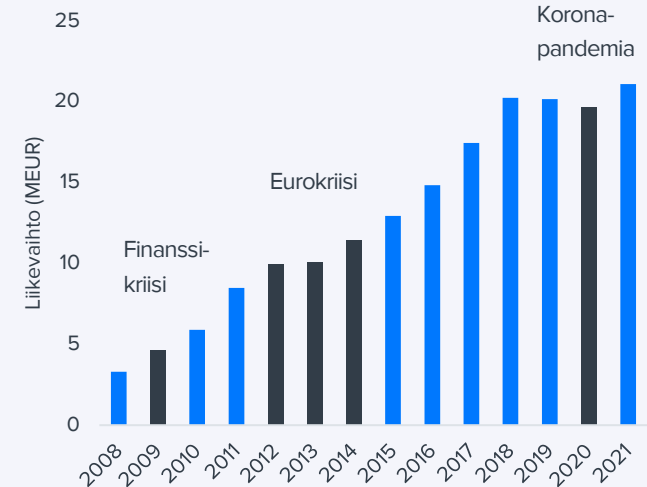
## Ruotsin markkina on suuri ja kasvaa nopeasti

Ruotsin lakiasianmarkkina on arviomme mukaan noin kolminkertainen Suomeen verrattuna (lakiasianpalvelut ja yrityksissä työskentelevät lakimiehet). Eri lähteiden mukaan Ruotsin lakiasianmarkkinan kokoluokka on karkeasti noin kolme miljardia euroa.

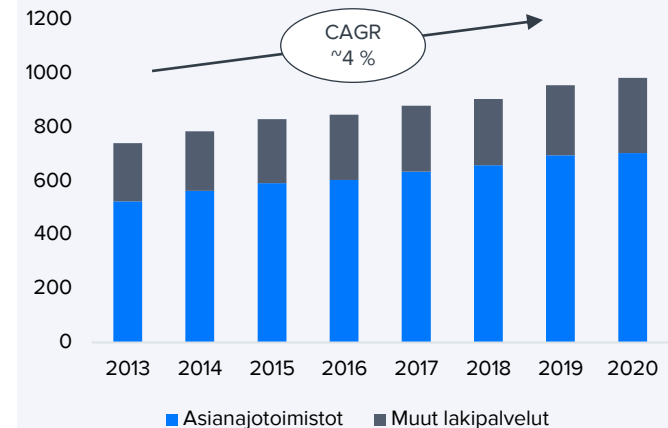
Markkinakoko on joka tapauksessa valtava suhteessa Fondian pieneen Ruotsin liiketoimintaan. Fondia on toiminut Ruotsissa Tukholmassa vuodesta 2012 alkaen ja vuonna 2018 toteutetun J&N yrityskaupan jälkeen yhtiöllä on toimisto lisäksi myös Göteborgissa. Ruotsi on Fondian mukaan Suomea vähemmän säännelty markkina lakipalveluiden osalta ja myös tämän takia Fondialle mielenkiintoinen. Mahdollisuuksia Ruotsissa on paljon, mutta aseman raivaaminen ei ole helppoa.



## Fondian liikevaihdon kehitys ja Suomen talouden taantumat



## Suomen lakiasianpalvelumarkkina



# Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

Fondialla on lisäksi toimintaa Baltiassa, joka on vielä pieni mutta nopeasti kasvava lakiasianmarkkina. Kokoluokaltaan Baltian markkina on suunnilleen puolet Suomesta. Ainakin toistaiseksi Baltia on kuitenkin Fondialle lähinnä tukitoiminto Suomen ja Ruotsin asiakkaille.

## Markkinoiden erityispiirteet

Lakipalvelut edellyttävät tyypillisesti vahvaa paikallisen lainsäädännön ja oikeuskäytäntöjen tuntemista ja liikejuridiikan markkina on tästä syystä vahvasti paikallinen. Ulkomaiset toimijat eivät yleensä suoraan kilpaile Suomen liikejuridiikan markkinalla, vaikka Suomessa toimiikin kansainvälisiin ketjuihin kuuluvia lakipalvelutuottajia. Yleisesti toimialan kilpailu ei ole Suomessa erityisen kireää, sillä asianajotoimistojen kannattavuudet ovat erityisesti johtavien yhtiöiden osalta todella korkeita. Vuonna 2020 toimialan 30 suurimman yhtiön liikevoittomarginaali oli keskimäärin noin 28,1%. Tämä on osittain vinoutunut partnerivetoisien yhtiöiden ottaessa osittain palkkoja myös osinkoina, mutta taso on silti erittäin korkea.

Perinteisesti lakitoimialaa yhdistää työn projektiluonteisuus, sillä yritykset tuottavat lakipalveluita lähtökohtaisesti asiakkaan toimeksiannon pohjalta. Tässä mielessä toimiala toimii kuten 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 viime vuosina lakialan yrityksille on kehitetty mm. dokumenttihallintaan suunniteltuja palvelutuotteita. Legal Tech on kuitenkin nouseva toimiala ja tulee kasvamaan merkittävästi erityisesti digitalisaation mukana. Todennäköistä mielestämme on, että muutos tulee kiihtymään hiljalleen ajan kuluessa, sillä ”erilaisia” toimijoita on syntynyt markkinoille.

## Markkinoiden trendit

Näkemyksemme mukaan lakipalveluiden markkinassa on havaittavissa viisi muutostrendiä, jotka tukevat Fondian liiketoimintaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä:

**Digitalisaatio** luo arviomme mukaan edelleen uusia tarpeita lainsäädännölle ja lain soveltamiseen (esimerkiksi tietosuoja ja IPR), mikä tulee tulevaisuudessa lisäämään lakipalveluiden kysyntää. Digitalisaatio luo Fondian kannalta mahdollisuuden kehittää uudenlaisia digitaalisia palveluita ja toimintamalleja konservatiivisella ja historiallisesti hitaasti muuttuneella toimialalla. Fondia toimii asiakasrajapinnassa ja pystyy itseohjautuvan organisaationsa avulla reagoimaan nopeasti lakialan teknologisiin innovaatioihin. Näiden myötä yhtiön on mahdollista vahvistaa kilpailuetuaan ja selvittää digimurroksesta voittajana.

Digitalisaatio tulee ajan myötä muuttamaan merkittävästi ja pysyvästi lakitoimialaa. Arviomme mukaan automaatio tulee tulevaisuudessa hoitamaan yksinkertaiset ja usein toistuvat

tehtävät. Tämän myötä prosessit tehostuvat, inhimillisten virheiden määrä pienenee ja palvelun laatu paranee. Myös analytiikka ja datan käyttö tehostuvat ja näiden myötä yhä vaikeampia asioita voidaan käsitellä automaattisesti. Juristien rooliksi jää valvominen, suunnittelu ja vaikeiden kokonaisuusien hahmottaminen.

Digimurroksen myötä juristipalveluiden läpinäkyvyys paranee ja niiden tuottama lisäarvo kasvaa. Osa kasvaneesta hyödystä valuu ostajalle, jolloin palveluiden hinta laskee ja kilpailu kiristyy. Luova tuho kiihtyy ja lakipalveluyhtiöt, jotka eivät muutu ja kehittä kilpailukykyään katoavat lopulta pitkällä aikavälillä markkinoilta. Näkemyksemme mukaan muutos tulee tapahtumaan, mutta sen aikataulua on erittäin vaikea arvioida. Uskomme että muutosvastarinta tulee olemaan merkittävää.

**Ulkoistaminen:** Yrityksillä on arviomme mukaan paineita lisätä liiketoimintansa joustavuutta muuttuvassa toimintaympäristössä, ja ne pyrkivät jatkuvasti säästämään kuluissaan erityisesti kilpailuilla toimialoilla. Näin ollen yritysten omien lakiosastojen ulkoistaminen tulee arviomme mukaan lisääntymään tulevaisuudessa. Deloitteen vuoden 2016 tutkimuksen perusteella jopa 52 % vastanneista yrityksistä olisi valmis ostamaan lakipalveluita ulkopuoliselta yritykseltä, emmekä usko suhtautumisen muuttuneen tutkimuksen vanhentumisesta huolimatta. Ulkoistamistrendi tukee suoraan Fondian liiketoimintaa, sillä yhtiön jatkuvien palveluiden avulla asiakasyritysten on mahdollista ulkoistaa oma lakiosasto tai lakimies osittain tai kokonaan Fondialle.



# Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

**Lisääntyvä sääntely:** Kansainvälisten sopimusten sääntely ja erityisesti EU-sääntely tulevat useiden arvioiden mukaan lisääntymään tulevaisuudessa. Tämä kasvattaa tarvetta liikejuridiikan palveluille, mm. compliance -käytännöille. Hyvä esimerkki tästä oli esimerkiksi GDPR ja samantyyllisiä vaatimuksia on tulossa koko ajan lisää.

**Globalisaatio** on useiden arvioiden mukaan lisääntymässä lakitoimialalla mm. kansainvälisen kaupan kasvun ja aineettomien oikeuksien suojaamisen tärkeyden myötä. Euroopassa esimerkiksi lainsäätäjien lisääntynyt mielenkiinto kansainväliseen veronkiertoon lisää rajat ylittävien lakipalveluiden kysyntää. Lisääntyvän globalisaation takia yritykset tarvitsevat arviomme mukaan yhä laaja-alaisempaa juridista osaamista, mitä yrityksen oma lakimies ei välttämättä hallitse. Tämä trendi voi osaltaan kiihdyttää lakipalveluiden ulkoistamistrendiä. Myös geopolittiset kriisit voivat ajoittain kasvattaa lakipalveluiden kysyntää, mitä nähtiin Ukrainan sodan syttyessä Venäjään liittyvien pakotteiden vuoksi.

**Arvopohjainen hinnoittelu:** Digitalisoituvassa maailmassa asiakkaiden vaatimustaso ja tarve läpinäkyvyydelle ovat kasvaneet. Arviomme mukaan tämä lisää kysyntää vaihtoehtoisille laskutustavoille, kuten kiinteälle hinnalle ja arvopohjaiselle, läpinäkyvälle hinnoittelulle perinteisen tuntiveloituksen sijaan. Fondia on positioitunut tähän muutokseen hyvin, sillä yhtiön tarjoamassa lakiosastopalvelussa hinnoittelu on ennakoitavaa ja asiakkaat näkevät mihin toimenpiteisiin Fondian juristit ovat aikansa käyttäneet. Yhtiö on myös pyrkinyt tuotteistamaan palveluitaan yhä selkeämmin.

## Kilpailukenttä Suomessa

Suomessa lakiasiaimarkkina on suhteellisen fragmentoitunut, sillä lakiasiaintoimialalla oli vuonna 2021 tilastokeskuksen mukaan yhteensä 1757 yritystä, joissa työskenteli keskimäärin hieman yli 3 työntekijää per yhtiö. Keskimääräinen lakiasiaintoimisto on siis erittäin pieni. Toisaalta Suomen 20 suurinta yhtiötä keräsivät yli 550 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2020, ja vastasivat siten hieman yli puolia Suomen markkinasta. Viisi suurinta toimijaa vastasivat noin kolmanneksen markkinasta. Silti jo 20. suurin yhtiö on liikevaihdoltaan noin 5 MEUR, joten aidosti suuria yhtiöitä toimialalla on Suomessa vähän.

Toimialan isot 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 lakiasiaimarkkina suurimman kilpailupaineen Fondialle muodostavat näkemyksemme mukaan suurehkot, yli 10 MEUR:n liikevaihdon asianajotoimistot, joita oli Suomessa vuonna 2020 yhteensä 12. Nämä ovat pääasiassa maineikkaita, pitkään toimineita täyden palvelun liikejuridiikkaan keskittyneitä asianajotoimistoja. Lisäksi suurten ns. Big 4-tilintarkastustoimistojen lakipalveluosastot kilpailevat osittain Fondian tarjoamien projektipalveluiden kanssa.



## Markkinoiden muutostrendit

### Digitalisaatio

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

### Ulkoistaminen

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

### Lisääntyvä sääntely

- Erityisesti EU:n lisääntyvä sääntely kasvattaa tarvetta lakipalveluille

### Globalisaatio

- 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

# Markkinat ja kilpailukenttä 4/4

Erityisesti viisi suurinta asianajotoimistoa ovat selvästi Fondiaa suurempia (2020 liikevaihdot 43-131 MEUR). Näillä yhtiöillä on yleensä entuudestaan laaja asiakaskunta, parempi tunnettavuus ja suuremmat resurssit kuin Fondialla. Fondia ei Inderesin käsityksen mukaan pyri kilpailemaan asianajotoimistoja vastaan suurissa asiakasprojekteissa (kuten suuret yrityskaupat), vaan yhtiön fokus on enemmän asiakasyritysten päivittäisten liikejuridiikan tarpeiden täyttämässä. Suurissa projekteissa asiakkaat arvostavat todella paljon ”nimeä”, jonka ainakin koetaan tarjoavan laatutakuun tehtävässä. Kyseessä on hyvin perinteinen ilmiö, jota vastaan Fondian olisi näkemyksemme mukaan erittäin hankala taistella.

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. Fondia on siis paremmin kiinni asiakkaan jokapäiväisessä toiminnassa. Näemme kuitenkin Fondian kilpailukyvyyn korreloivan merkittävästi yhtiön kokoluokan kanssa: kansainvälisen mittakaavan yhtiöissä se on arviomme mukaan yleensä heikompi kuin keskisuurissa yhtiöissä, koska suuret kilpailijat ovat aktiivisempia suurissa yhtiöissä.

## Yritysten omat lakimiehet

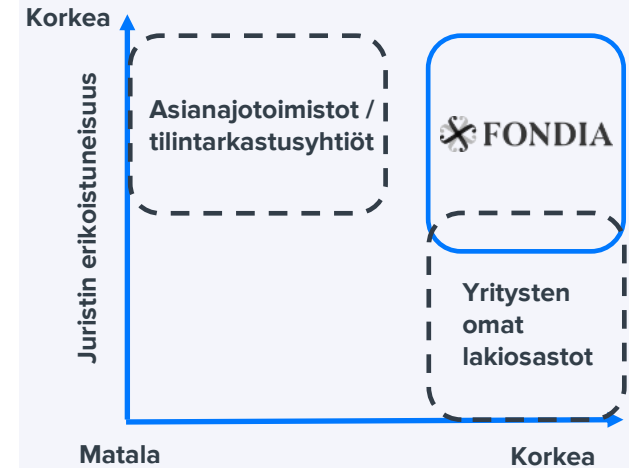
Fondian pääasiallisia kilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yritysten omat lakiosastot ja lakimiehet. Fondian keihäänkärkituote eli LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata omaa lakimiestä tai lakiosastoa, ja joille lakipalveluiden

ostaminen ulkopuoliselta taholta juoksevien asioiden hoitamiseen ei myöskään ole mielekästä.

Usein yritysten omat lakimiehet ovat ”generalisteja” eli he eivät ole erikoistuneet syvällisesti yksittäisiin liikejuridiikan alueisiin. Toisaalta heillä on yleensä vahva osaaminen kyseisen toimialan yleisistä vaatimuksista. Fondia pystyy juristitiiminsä avulla yhdistämään ulkopuolisen toimijan eri liikejuridiikan alueiden erityisosaamisen ja oman juristin liiketoiminnan tuntemuksen. Näin Fondia voi tarjota asiakasyrityksille kilpailukykyisen ratkaisun ja yhtiön asiakkaat ovat valtaosin olleet tyytyväisiä palveluun, kun ovat lähteneet sitä kokeilemaan.

Fondian palvelut tarjoavat ratkaisun ”alipalveltuun” markkinaan eli sellaisille yrityksille, joille ei ole ollut järkevää palkata omaa juristia palkkalistoille, mutta joilla on silti päivittäisiä juoksevia lakipalvelutarpeita. Yleensä yhtiöt ovat silloin keskisuuria tai Suomen mittakaavassa suuria. Olemme havainnollistaneet näkemyksemme Fondian positioitumista kilpailijoihin nähden sivupalkissa sekä hahmottaneet kilpailutilannetta myös seuraavalla sivulla olevassa suuremmissa kuvaajassa.

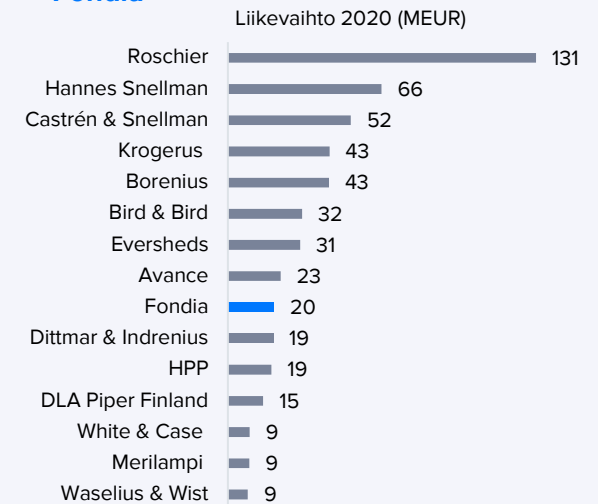
## Fondian positioituminen markkinassa



## Juristin asiakasyrityksen tuntemus

Lähde: Inderes, hahmotelma LDaaS-mallin pohjalta

## Suomen suurimmat asianajotoimistot ja Fondia



Lähde: Talouselämä, Alma Talent Tietopalvelut

# Fondian positioituminen markkina- ja kilpailukentässä



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Keskiössä asiakkaat, teknologia ja kulttuuri

Fondian strategiana on tuottaa lakipalveluja innovatiivisesti ja inhimillisesti. Yhtiön visiona on olla yritysten ensisijainen valinta lakikumppaniksi. Yhtiön strategian keskiössä ovat asiakkaat, teknologia ja Fondia-kulttuuri. Vaikka kulttuuria on vaikea havainnoida sekä arvioida yhtiön ulkopuolelta, sen merkitystä ei pidä väheksyä osaavien työntekijöiden ollessa lisäarvon ytimessä. Yhtiö palvelee asiakkaitaan kaikissa liikejuridiikan tarpeissa eri tavoin paketoituihin palvelumalleihin. Fondian toimintatapa poikkeaa selvästi ”perinteisestä” asianajotoimistosta, mikä näkyy myös yhtiön strategian kulmakivissä.

## LDaaS strategian ytimessä

Strategian ytimessä on yhtiön jatkuvan palvelun LDaaS -liiketoimintamalli. Palvelumallissa asiakasyritysten päivittävät liikejuridiikan tarpeet voidaan tuottaa jatkuvana ja ennakoitavana palveluna, jolloin yritysten omia lakiosastoja ei välttämättä enää tarvita. Yhtiön mukaan LDaaS ja sekä muut lakipalvelut perustuvat syvään asiakasymmärykseen, joka muodostuu pitkäaikaisen yhteistyön mukana, sekä vahvaan ammatilliseen kokemukseen.

Fondian liikevaihdesta lähes puolet tulee jatkuviin sopimuksiin perustuvista tuotteistetuista palveluista, joilla on ennalta sovittu hinta. Tämä poikkeaa merkittävästi perinteisestä mallista, joka perustuu valtaosin tuntihinnoitteluun. Jatkuvan palvelun ohella Fondian tavoitteena on toteuttaa yksittäisiä toimeksiantoprojekteja sekä omille lakiosastoasiakkaille että ulkopuolisille asiakkaille. Yhtiön näkemyksen mukaan tämä ratkaisee perinteisen lakipalvelujen hankinnan ongelmia.

## Teknologiastategia

Fondian strategiaa tukee yhtiön kehittämä digitaalinen MyFondia-alusta, joka on digitaalinen työskentely-ympäristö juristien ja asiakkaiden yhteistyöhön sekä kommunikointiin. Yhtiön tavoitteena on kehittää myös muita digitaalisia työvälineitä tukemaan yhtiön sisäistä tehokkuutta sekä kansainvälistä kasvua. Digitaaliset työkalut helpottavat ja tehostavat yhtiön juristien työtä. Yhtiö haluaa panostaa erityisesti palvelujen tuotteistamiseen ja automaatioon. Fondialla on teknologista osaamista, mutta yhtiö ei ole varsinaisesti ohjelmistoyhtiö. Näin ollen tarvittava osaaminen ja teknologia ostetaan pääsääntöisesti ulkoa. Fondian pääyhteistyökumppani ohjelmistokehityksessä on Siili.

Osana teknologian kehittämistä Fondia osallistuu Helsingin ja Jyväskylän yliopistojen koordinoimaan yhteistutkimushanke CREDU-hankkeeseen. Kesällä 2020 alkanut kaksivuotinen hanke on jo loppusuoralla ja sen tavoitteena on viennin edistäminen sekä digitaalisten palveluiden kehitys. Business Finland rahoittaa hanketta Fondian osalta enimmillään 1,2 MEUR:lla, mikä vaatii yhtiöltä vastaavan investoinnin. Fondia voi siis tuella kattaa 50 % panostuksestaan, mikä parantaa investoinnin tuottosuhdetta. Vuonna 2021 teknologiahankkeen myötä yhtiön verkkosivuja uusittiin sekä kehitettiin MyFondia-palvelualustaa. Kuluvana vuonna teknologiahanke keskittyy Virtuaalilakimies-palvelun kehittämiseen. Teknologiainvestointien kautta yhtiö hakee tehokkuutta mm. automatisaation ja tekoälyn kehittämiseen. Pidemmällä aikavälillä yhtiö haluaa luoda skaalautuvan perusalustan, jossa on selkeä toimintamalli kaikissa toimintamaisissa.



## Fondian strategian kulmakivet

### Asiakkaat

- Aito kumppanuus
- Yhteistyön helppuus
- Arvon luominen
- Suunnitellut saumattomat palvelut

### Teknologian hyödyntäminen

- Teknologia antaa aikaa asiakaslisäarvon luomiselle
- Kansainvälinen skaalautuva liiketoimintamalli (CREDU)

### Fondiaanit ja yrityskulttuuri

- Arvot ja intohimo
- Asiantuntijuus ja jatkuva oppiminen
- Humaanit ja kivenkovat osaajat
- Yritysvastuu

Lähde: 2021 Fondia tilinpäätösesitys (videolinkki alla)



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Kulttuuri ja henkilöstö

Asiantuntijaorganisaation menestys lähtee aina henkilöstöstä, jonka täytyy olla osaava, motivoitunut ja tyytyväinen työnantajansa. Tämän myötä yrityskulttuurilla on suuri vaikutus asiantuntijaorganisaation menestykseen, vaikka kyse onkin ns. pehmeistä arvoista, joita on hankala kvantifioida. Erityisesti kasvuhaluiseksi yhtiölle kuten Fondia on kriittistä olla haluttu ja arvostettu työpaikka.

Fondia ei ole perinteinen asianajotoimisto, jossa on vahva hierarkia ja joissa kompensatio ja työtaakka jakautuvat usein erittäin epätasaisesti. Yleensäkin Fondian toimintamalli poikkeaa perinteisestä ja vetoaa arviomme mukaan eri tavoin erilaisiin työntekijöihin. Yhtiön mukaan suurin osa Fondian juristeista tulee yhtiöiden sisäisten lakimiesten tehtävistä ja paikoitellen myös järjestöistä tai valtiolta. Samalla kun Fondian toimintamalli on arviomme mukaan selkeä vetovoimatekijä monille, se voi olla myös negatiivinen tekijä kunnianhimoisille juristeille, joiden päämääränä on päästä partneriksi.

Fondialla on ollut historiassa ajoittain merkittäviäkin haasteita vaihtuvuuden kanssa, mikä asettaa mielestämme kysymysmerkkejä myös yrityskulttuurin päälle. Henkilöstötyytyväisyys on kuitenkin käsityksemme mukaan yleisesti hyvällä tasolla ja Fondia on vetovoimainen työnantaja monille, vaikkei se kaikkia miellytä.

## Kansainväliset mahdollisuudet kiinnostavat, mutta nyt fokus on perusliiketoiminnassa

Fondia näkee merkittävää kysyntää palveluilleen myös kansainvälisesti ja on laajentanut liiketoiminnan jo pitkä aika sitten Ruotsiin ja Baltiaan

(enemmän tukitoiminto). Kansainväliset mahdollisuudet kiinnostavat yhtiötä, ja käsityksemme mukaan yhtiö on erityisen kiinnostunut digitaalisista, teknologiapohjaisista liiketoimintamahdollisuuksista.

Tällä hetkellä fokus on nyt vahvasti nykyisen liiketoiminnan kääntämisessä takaisin kannattavaan kasvuun. Arviomme mukaan Fondian täytyy vankistaa nykyistä liiketoimintaa sekä Ruotsin liiketoimintaa ennen uusia kansainvälisiä avauksia Fondian. Käsityksemme mukaan Fondian johto on asiassa samoilla linjoilla.

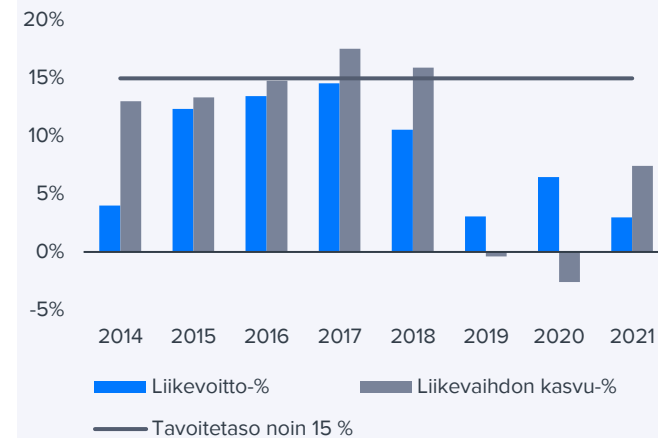
## Taloudelliset tavoitteet ovat haastavia

Fondian keskipitkän aikavälin tavoitteet ovat liikevaihdon vuosittainen kasvu keskimäärin noin 15 % ja keskimäärin noin 15 %:n liikevoittomarginaali. Tavoitteet ovat todella haastavia, ja yhtiön päässyt tavoitteisiin vain kasvun osalta muutamana vuonna. Viime vuosina tavoitteista on jääty kauas sekä kasvun että kannattavuuden heikennyttyä merkittävästi. Omat ennusteemme ovat selvästi tavoitetasoa alhaisempia eivätkä tavoitteet mielestämme ole lyhyellä tähtäimellä realistisia, joskin pitkällä tähtäimellä ne voivat olla saavutettavissa.

Voitonjakopolitiikkana on jakaa vähintään 2/3 vuotuisesta tuloksesta osinkoina. Fondia on maksanut koko ajan runsaita osinkoja, mikä on hyvin ymmärrettävää yhtiön noin 4 MEUR:n nettokassan takia. Fondian tase onkin erittäin vahva ja mielestämme ylikapitalisoitunut, joten tarvittaessa osinkoja voidaan lähivuosina maksaa myös merkittävästi tulosta enemmän.



Historiallinen toteuma vs. taloudelliset tavoitteet



# Historiallinen kehitys 1/2

## Track-record vuosilta 2013-2017 oli vakuuttava

Fondian näytöt kannattavasta kasvusta olivat erittäin vahvoja vuosilta 2013-2017. Yhtiön liikevaihto kasvoi organisesti keskimäärin 14,7 %:n vuosivauhdilla (CAGR-%) ja kasvuvauhti oli selvästi Suomen lakiasianmarkkinan markkinakasvua (jaksolla noin 4,4 % vuodessa) nopeampaa. Yhtiö pystyi tällä jaksolla jatkuvasti kasvattamaan markkinaosuuttaan Suomessa. Kasvu tapahtui myös kannattavasti. Oikaistu liikevoittomarginaali nousi vuoden 2013 noin 0,8 prosentista noin 14,6 prosenttiin vuonna 2017. Taustalla oli arviomme mukaan erityisesti yhtiön tehokkuuden parantuminen. Liikevaihto per työntekijä nousi vuoden 2013 noin 104 TEUR:sta noin 148 TEUR:oon vuonna 2017, mikä tarkoittaa noin 42 %:n nousua.

Toinen merkittävä tekijä kannattavuuden parantumisessa oli se, että Fondian kiinteät kulut skaalautuivat 2012-2017. 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. Vuodet 2013-2017 mielestämme todistivat liiketoimintamallin ja konseptin toimivuuden, minkä jälkeen yhtiöllä on kuitenkin ollut paljon erilaisia haasteita.

## Hyvä kehitys kääntyi vuonna 2018

Vuodesta 2018 tuli käännepointti erityisesti Fondian kannattavuuden suhteen. Suurin tekijä oli arviomme mukaan tammikuussa 2018 toteutettu yhtiön historian ensimmäinen yrityskauppa, sen integraatiokulut sekä muut kasvupanostukset Ruotsissa. Fondia osti tammikuussa 2018 Ruotsista 21 henkilöä työllistävän ja 1,4 MEUR:n liikevaihdon omaavan lakitoimiston Jansson & Norin AB:n (J&N) noin 1,6 MEUR:lla (myöhemmin lisäkauppahinta

noin 0,4 MEUR). Yrityskaupalla Fondia saavutti Ruotsissa kohtuullisen volyymitason ja Ruotsin 2018 liikevaihto nousi 3 MEUR:oon.

Jansson & Norin oli vuonna 2017 tappiollinen, minkä lisäksi Fondia panosti Ruotsin toimintoihin kaupan jälkeen ja rekrytoi lisää työntekijöitä Ruotsiin. Yhdessä integraatiokulujen kanssa tämä painoi Ruotsin toiminnon arviomme mukaan selvästi tappiolle. Ruotsi heikensi Fondian kannattavuutta 2018-2020 merkittävästi. Ruotsin kannattavuutta painoi merkittävästi koronapandemia vuonna 2020 ja tulos oli käsityksemme mukaan vielä selvästi tappiolla, mutta Fondia saavutti Ruotsissa break-even tavoitteen vuonna 2021.

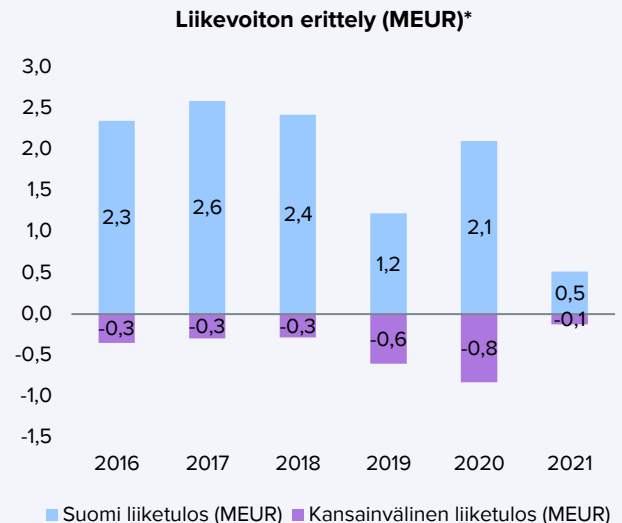
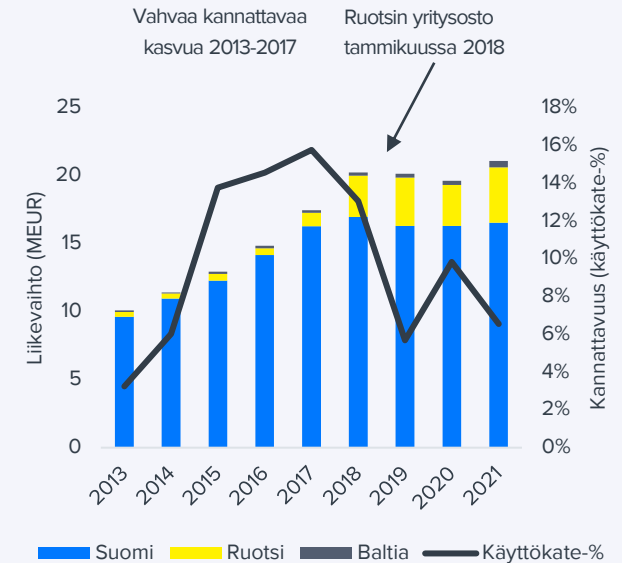
## Ongelmia Suomessa

Ruotsin liiketoiminnan asteittaisen tervehtymisen jälkeen vuonna 2021 yhtiön ydinliiketoiminta Suomessa kohtasi huomattavia haasteita. Ongelmien ytimessä oli voimakkaasti kasvanut henkilöstön vaihtuvuus, johon vaikutti uusi haastaja Vestra (taustalla Fondian perustajat) sekä koronapandemian yleisesti nostama vaihtuvuus (työyhteisöön heikentävä vaikutus). Paikatakseen vaihtuvuutta yhtiö joutui rekrytoimaan voimakkaasti vuonna 2021. Uusien juristien laskutusasteet eivät ole heti alussa optimaalisella tasolla, mikä heijastui negatiivisesti kasvuun ja kannattavuuteen.

Samalla Fondialla oli vuosien 2018-2021 aikana muitakin kasvukipuja, kun organisaatio oli kasvanut kokoluokkaan, jossa aiempi tapa toimia ei ollut enää perusteltu. Fondian johtoon ja organisaatioon vaikuttaisi syntyneen ristiriitoja. Vaihtuvuus johdossa kasvoi vaikeiden vuosien aikana merkittävästi, ja myös Fondian toimitusjohtaja vaihtui vuonna 2021.



## Fondian kaksijakoinen track-record



\* Erittely tehty suomalaisen emoyhtiön ja konsernilukujen erotuksen perusteella, eikä vastaa täysin yhtiön raportointia.

# Historiallinen kehitys 2/2

## Riita perustajaosakkaiden kanssa

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.

Vuoden 2020 lopussa Marianne Saarikko Janson ja Märten Janson perustivat yhdessä muiden henkilöiden kanssa Vestra Group Oy lakiasiaintoytimen. Vestra rekrytoi osaajia aggressiivisesti Fondialta, ja onnistui myös saamaan merkittävän määrän työntekijöitä Fondialta vuoden 2021 aikana. Näin ollen yhtiö oli näkemyksemme mukaan suuri syy siihen, että Fondian vaihtuvuus oli erittäin korkea. Käsittelemme mukaan suurempi henkilöstön siirtyminen Vestralle on rauhoittunut vuoden 2022 puolella. Vestran liikevaihto oli vuonna 2021 2,5 MEUR, mutta käsittelemme mukaan kasvupanostukset ovat jatkuneet. Yhtiön kotisivulla oli 15.9.2022 yhteensä 21 työntekijää, mikä viittaisi suunnilleen Fondian tasolla olevaan liikevaihtoon per henkilö (2021 keskimääräinen henkilöstö ei tiedossa). Fondian kilpailukenttää Vestra ei varsinaisesti muuta, mutta yhtiöllä vaikuttaisi olevan voimakas intressi Fondian voittamiseen markkinoilla.

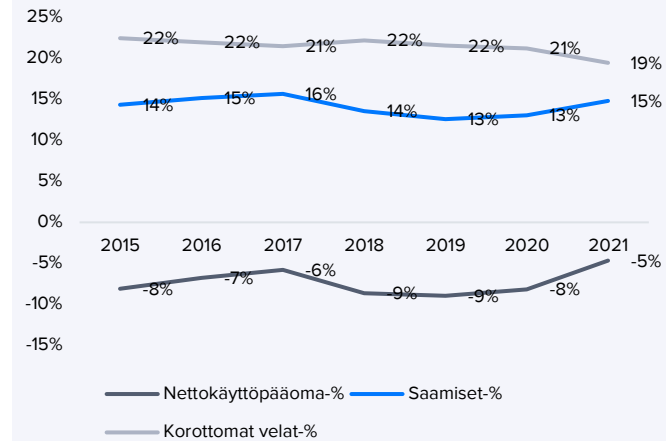
## Tase ja pääomatehokkuus ovat erinomaisia

Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia ja yhtiöllä oli negatiivinen käyttöpääoma vuosina 2014-2021. Vuonna 2021 käyttöpääoma oli noin -5 % liikevaihdosta, mikä on viime vuosia korkeampi taso. Käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostovelosta. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön liikevaihdon kasvu ei sido pääomaa, vaan päinvastoin vapauttaa sitä. Kasvu on siis itsessään kassavirtaa vahvistavaa, mikä on yleisesti erinomainen tekijä kasvuyhtiölle.

Fondian tase on erittäin kevyt ja se koostui vuoden 2021 lopussa lähinnä käyttöpääomasta ja kassavaroista. Korollista velkaa taseessa ei ole ja vuoden 2021 lopun kassa oli noin 3,6 MEUR. Mielestämme tase on selvästi ylikapitalisoitunut ja mahdollistaa korkean osingonmaksun myös tulevaisuudessa. Taserakenne on esitetty seuraavalla sivulla. Fondian investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen ovat olleet historiassa pieniä. Vuosina 2020 ja 2021 investoinnit ovat olleet kasvussa muun muassa CREDU-hankkeen mukana. Vuonna 2021 investoinnit olivat 1,3 MEUR olleen noin 6,3 % liikevaihdosta. Investoinneissa on kuitenkin hyvä huomioda, että Fondia saa osan investoinneista takaisin Business Finlandin kautta.

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. Suhdeluku on heikentynyt selvästi viime vuosina kasvun hyydyttyä ja toisaalta investointien kasvettua. Isossa kuvassa liiketoimintamalli on kuitenkin erittäin pääomatehokas ja investointitarpeet ovat maltillisia.

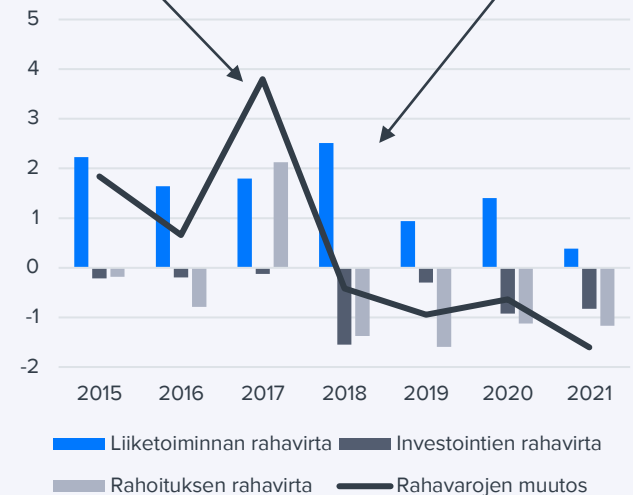
## Käyttöpääoman kehitys



Fondian listautumisasiin  
toi noin 2,9 MEUR

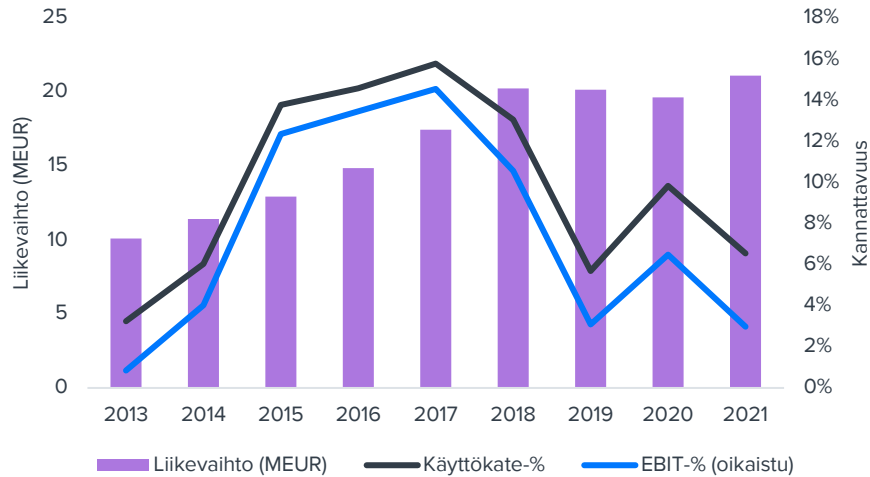
Ruotsin yritysosto pääosin  
2018 investoinneissa

## Fondian rahavirrat (MEUR)

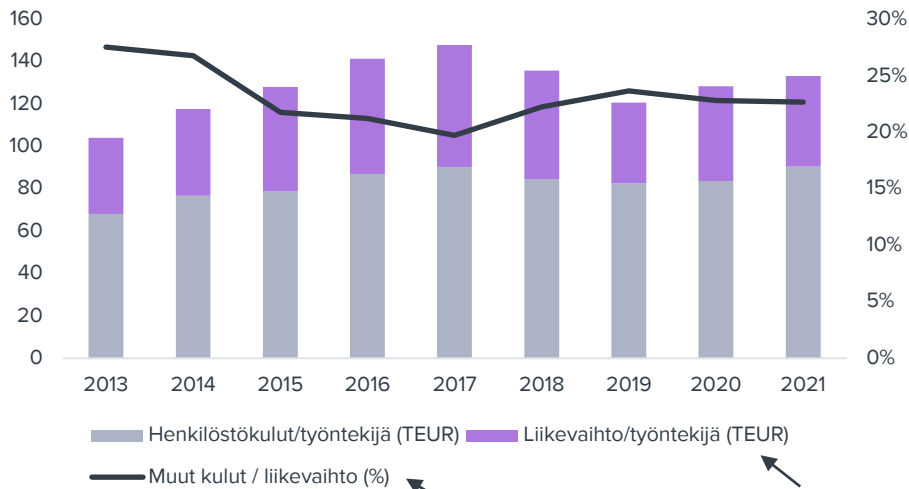


# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2013-2021



## Muiden avainlukujen kehitys 2013-2021



## Fondian taserakenne 2021 (MEUR)



Lähde: Inderes

Merkitsevää osaa kuluista kiinteitä

Lisäarvo, jolla kulut täytyy kattaa



# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Liikearvo	1,4	1,2	1,0	0,8	0,6
Aineettomat hyödykkeet	0,6	1,0	1,3	1,3	1,1
Käyttöomaisuus	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>7,8</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>9,2</b>
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	2,6	3,1	3,3	3,6	3,8
Likvidit varat	5,2	3,6	4,0	4,3	5,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,2	1,2	1,2	1,4	2,1
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	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,2	4,1	4,7	5,1	5,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>

# Ennusteet 1/4

## Asiantuntijayhtiön kulurakenne

Fondian kulurakenne on tyypillinen asiantuntijayhtiöille. Ylivoimaisesti suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat vuonna 2021 noin 72 % kaikista kuluista. Henkilöstökulut/liikevaihto olivat viime vuonna noin 68 %, mikä antaa pohjan kannattavalle liiketoiminnalle. Tämä tarkoittaa, että asiantuntijat tuovat liikevaihtoa noin 32 %:n katteella, mikä on sinänsä kohtuullisen taso.

Kun vertaamme tätä esimerkiksi IT-palveluyhtiöihin (esimerkiksi Vincit 2021: 33 %) tai suunnittelu-yhtiö Etteplaniin (2021: 34 %), huomaamme tasojen olevan suunnilleen linjassa. Luvut eivät ole vertailukelpoisia, koska eri IT-palveluyhtiöt käyttävät esimerkiksi alihankintaa ja Etteplanilla on enemmän oleellisia hankintoja. Silti Fondian palveluiden suora katetaso on mielestämme terveellä tasolla, vaikka viime vuodet ovat olleet tuloksellisesti vaisuja. Parantamisen varaa on kuitenkin mielestämme reilusti, kun huomioimme Fondian palveluiden korkean lisäarvon ja luonteen.

Fondian kannattavuuden vertaaminen asianajotoimistoihin on houkuttelevaa, mutta yhtiön liiketoimintamalli poikkeaa voimakkaasti perinteisesti asianajotoimistoista. LDaaS-palvelun vahvuuksiin kuuluu hyvä näkyvyys ja ennakoitavuus, mutta korkeammat katteet ovat projekteissa. Perinteisten projekti- ja osakasvetoisten lakitoimistojen kannattavuuksiin Fondialla ei ole asiaa, mutta luvut eivät ole myöskään suoraan vertailukelpoisia. Fondialla on lisäksi paljon muutakin henkilöstöä kuin juristeja, ja yhtiö tekee merkittäviä investointeja teknologiaan ja esimerkiksi CREDU-hankkeeseen. Lisäksi on huomioitava, että perinteisissä osakasmalleissa

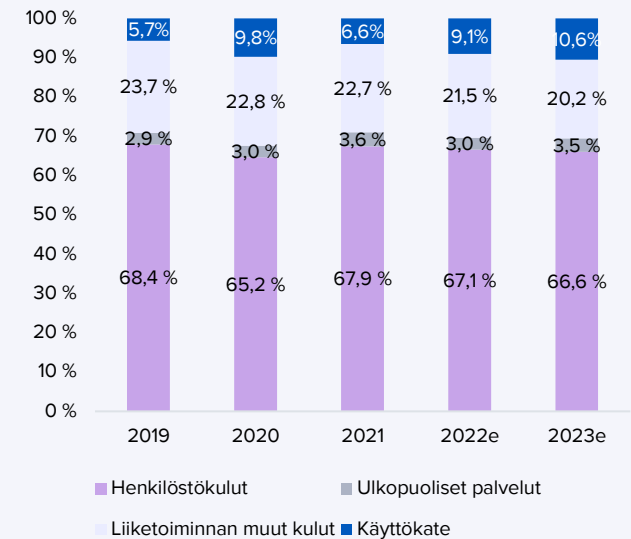
myös osingot ovat osa kompensatiomallia. Tämä nostaa partnerivetoisten yhtiöiden tulosta ja kannattavuutta osin teennäisesti.

## Muut kulut ovat korkeat suhteessa nykyiseen liikevaihtotasoon

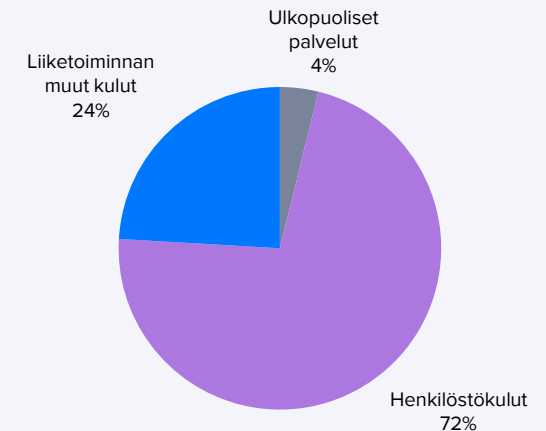
Toinen merkittävä kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, jotka kuvaavat yleisesti liiketoiminnan pyörittämiseen liittyvään ”infraan”. Fondialla tämä oli 24 % liikevaihdosta vuonna 2021, mikä on erittäin korkea taso asiantuntijaorganisaatiolle. IT-palvelusektorilla on perinteisesti pyritty pitämään muut kulut alle 10 %:n tasolla liikevaihdosta (Siili 2021: 8,8 %) ja Etteplanin vastaavat taso oli 9,5 % vuonna 2021. Luvut eivät ole vertailukelpoisia, mutta ne antavat suuntaviivoja ja kertovat liiketoiminnan kulutehokkuudesta. Mielestämme muiden, yleensä kiinteiden kulujen painaminen alas suhteessa liikevaihtoon on kriittinen tekijä Fondian kannattavuuden parantamisessa. Fondian muut kulut olivat parhaimmillaan 19,7 % liikevaihdosta vuonna 2017, kun liikevoittomarginaali oli kiitettävä 14,6 %. Potentiaalia tässä olisi paljon.

Lisäksi kulurakenteessa on eroteltu pienet ulkoiset palvelut (4 % kuluista), joiden merkitys on Fondialle pieni. Näiden kulujen kautta pääsemme käyttökateetasolle ja poistoihin. Fondian 2021 poistot ja arvonalennukset olivat yhteensä 0,75 MEUR. Näistä 0,45 MEUR oli aineettomia poistoja ja 0,20 MEUR konserniliikearvopoistoja, joita yhtiö voi tehdä FAS-kirjanpidossa (ei IFRS). Olemme oikaisseet vertailukelpoisuuden takia liikearvopoistot oikaistusta liikevoitosta ja osakekohtaisesta tuloksesta. Kannattavuutta kannattaakin seurata myös EBITA-tasolla kuten teemme myös mm. IT-palvelusektorilla.

## Kulujen jakautuminen suhteessa liikevaihtoon



## Kulujen jakautuminen (2021)



# Ennusteet 2/4

## Liikevaihdon kasvu avainasemassa kiinteiden kulujen skaalautuessa

Fondian kulurakenne on tällä hetkellä erittäin korkea suhteessa yhtiön liikevaihtotasoon. Käsitksemme mukaan yhtiön infrastruktuuri (toimistot, organisaation tukifunktiot jne.) on rakennettu kantamaan huomattavasti nykyisempää suurempaa liikevaihtoa, mikä heijastuu nyt negatiivisesti kannattavuuteen. Tilanne on siinä mielessä hankala, että arviomme mukaan kulurakennetta on nykytasolta vaikea laskea merkittävästi. Erityisesti henkilöstöstä ja siihen liittyvistä kuluista on vaikea säästää tilanteessa, jossa vaihtuvuus on jo korkealla ja henkilöstötyytyväisyys on kriittinen kilpailutekijä.

Näin ollen oleellinen tuloskasvu vaatii liikevaihdon kasvua, mitä kautta korkea kiinteä kulurakenne jakautuisi laajemmin ja kannattavuus nousisi. Lisäksi on hyvä huomioida, että jo korkeista kiinteistä huolimatta odotettavissa on tiettyä kustannusinflaatiota nykyisessä korkean inflaation ympäristössä. Esimerkiksi yhtiön vuokra nousee indeksin mukana, joten ennusteemme sisältää lievää kustannus-inflaatiota (1-2,5 %). Tämä vaatii yhtiöltä säästötoimia muilla osa-alueilla.

## Tehokkuuden parantuminen toinen ajuri

Fondian kannattavuuden skaalautuvuus perustuukin valtaosin juuri kiinteiden kulujen parempaan jakautumiseen ennusteissamme. Kannattavuutta voidaan tietysti parantaa henkilöstön paremman laskutusasteen kautta, mutta tässäkin on omat haasteensa. Arviomme mukaan kilpailu osaajista on tällä hetkellä erittäin kovaa, mikä aiheuttaa vaihtuvuutta ja painaa keskimääräistä laskutusastetta. Samalla tämä

asettaa myös tiettyä painetta siihen, miten paljon juristeilta voidaan vaatia (laskutettavaa työtä) ja miten merkittävää katetta Fondia pystyy saamaan juristikohtaisesta liikevaihdosta. Hintojen korotukset tarjoavat tähän kuitenkin ”helpon” tavan, joiden ennustamisen suhteen olemme kuitenkin tällä hetkellä varovaisia.

Parantamisen varaa on yleisesti paljon, minkä takia suunnan pitäisi olla ainakin lyhyellä aikavälillä selkeä. Oletamme ennusteissamme, että tehokkuuden parantuminen jatkuu vuonna 2022 ja Fondian liikevaihto/työntekijä nousee noin 2-3 % (2021: +3,9 %). Ennustamista vaikeuttaa sekä juristien ja kokopäiväistä suhdelukujen arviointi. Tämä on kriittinen tekijä käänneessä, koska tehokkuus tarjoaa suoraa vipua tulokselle. Lähivuosina työntekijäkohtainen liikevaihto kasvaneen suunnilleen linjassa henkilöstökulujen kanssa korkeahkon palkkainflaation takia.

## Tänä vuonna yhtiöllä on näytön paikka

Kuluva vuoden alkupuoliskolla Fondia on osoittanut rohkaisevia merkkejä käänteen osalta yhtiön liikevaihdon kasvaessa 15 %. Samalla yhtiön kannattavuus on kehittynyt suunnilleen odotuksien mukaisesti ja liikevoittomarginaali on noussut 7,0 %:n tasolle (H1'21: 6,0 %). Vaikka tulosvipu on edelleen suhteellisen laimea, olosuhteisiin nähden kehitys on ollut varsin hyvää. Fondia on edelleen kamppaillut korkean vaihtuvuuden kanssa, mikä on ongelmallista tehokkuuden kannalta, ja toisaalta yleinen kustannusinflaatio on ollut voimakasta. Varsinaiset näytönpaikat ovat kuitenkin vielä edessä vertailutasojen koventuessa erityisesti Ruotsissa. Alkuvuonna kehitys on ollut erinomaista juuri

Ruotsissa samalla, kun Suomessa positiivinen kehitys on ollut merkittävästi vaimeampaa.

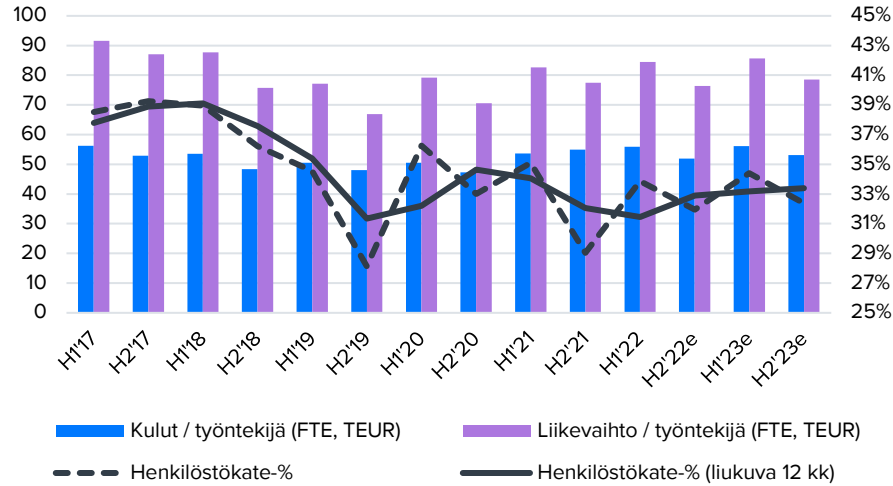
Ennustamme Fondian kasvuvauhdin hidastuvan loppuvuonna, ja koko vuoden 2022 liikevaihdon olevan noin 23,5 MEUR. Tämä tarkoittaisi yli 11 %:n kasvua. Loppuvuonna yhtiö ei enää saa merkittävää tukea henkilöstömäärän kasvusta, mutta H2'21:lla juristikohtainen liikevaihto jäi heikolle tasolle voimakkaiden rekrytointien takia. Nyt tilanne on rauhoittunut, ja laskutusasteiden pitäisi olla vuoden loppupuoliskolla suunnilleen normaalilla tasolla. Tämä toki edellyttää, ettei vaihtuvuus nouse nykytasolta.

Odotamme suhteellisen voimakkaan liikevaihdon kasvun jatkuvan Ruotsissa, missä yhtiö vaikuttaa päässeen kiinni voimakkaaseen kasvutrendiin ja positiiviseen kierteseen. Suomessa tilanne on merkittävästi epävarmempi, vaikka yhtiön markkina-asema on sinänsä merkittävästi parempi ja merkittävä osa liikevaihdosta on jatkuvaa. Loppuvuotta kohti makrotaloustilanteen heikkeneminen luo epävarmuutta kasvun osalta, vaikka pääsääntöisesti Fondian liiketoiminta on suhteellisen taantumakestävää.

Ennustamme kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton kasvavan 1,6 MEUR:oon (2021: 0,8 MEUR), mikä vastaisi 6,6 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2021: 4,0 %). Viime vuosi oli tuloksen osalta poikkeuksellisen heikko ja kuluvana vuonna yhtiöllä pitäisi olla edellytykset tehdä ehjä tulos. Tämä olisi erittäin tärkeää sijoittajien luottamuksen kannalta, mutta ulkoiset tekijät ovat vaikeuttaneet tilannetta viime aikoina. Absoluuttisesti tulostaso on kuitenkin edelleen heikko ja kaukana yhtiön potentiaalista.

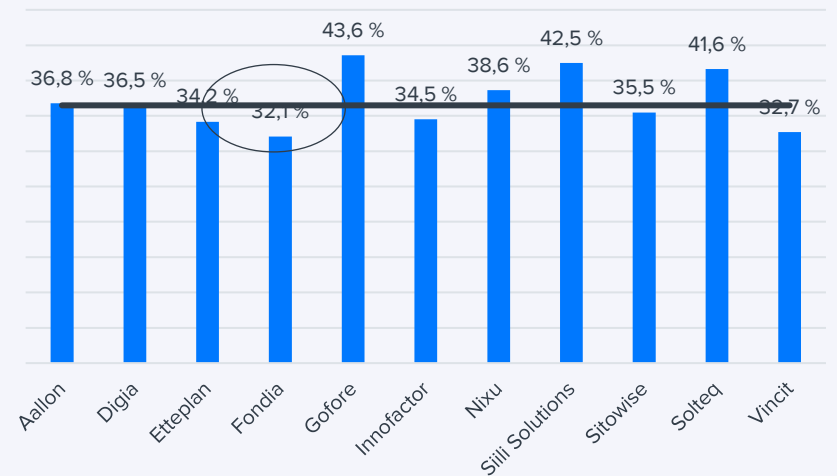
# Ennusteiden avainkomponentit sekä vertailu muihin asiantuntijoihin

## Liikevaihto ja kulut per työntekijä (TEUR) sekä katetaso (%)

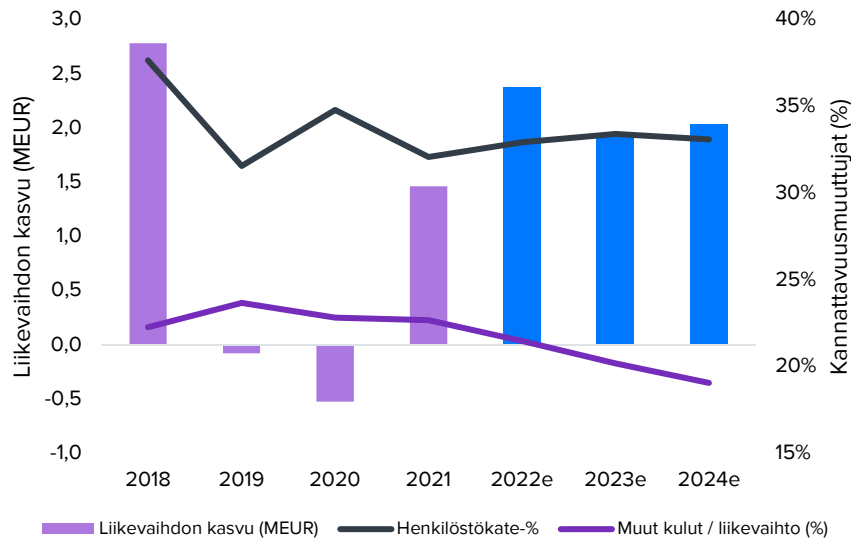


## Helsingin pörssin asiantuntijayhtiöiden avainlukuja (2021)

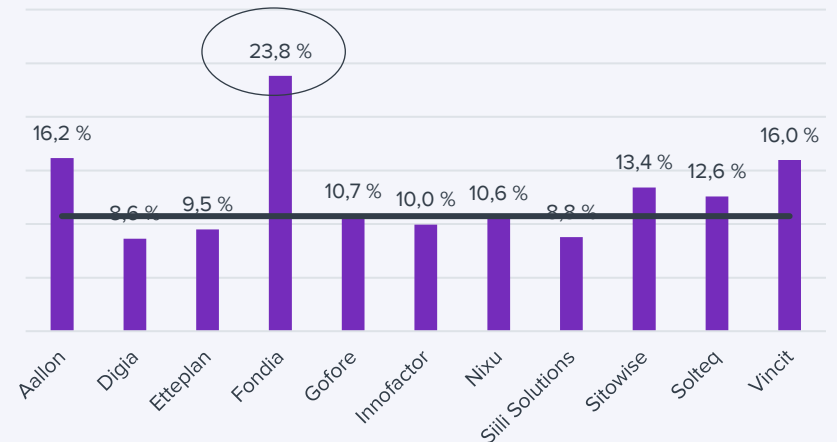
### Liikevaihdon kate henkilöstökulujen jälkeen (%)



## Tulosparannukset tärkeimmät ajurit



### Muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



# Ennusteet 3/4

## Kannattavuus paranee lähivuosina kasvun mukana

Arviomme mukaan Fondian kannattavuus tulee paranemaan lähivuosina selvästi vuoden 2022 tasosta, jos odottamamme liikevaihdon kasvu toteutuu. Odotamme yhtiön kiinteiden kulujen olevan suunnilleen edellisvuoden tasolla (kustannusinflaatio noin 2 %), mikä mahdollistaa kannattavuuden skaalautumisen liikevaihdon kasvun mukana. Investoinnit digitaalisiin työkaluihin ja liiketoimintamalleihin jatkuvat mm. CREDU-hankkeeseen osallistumisen kautta, mutta uutta hyppäystä investoinneissa tai poistoissa ei pitäisi olla näköpiirissä. Tätä kautta täältä ei pitäisi myöskään olla tulossa merkittävää vastatuulta.

Avainasemassa kannattavuuden kehitykselle on vaihtuvuuden pysyminen hallitulla tasolla, mikä lähtökohtaisesti parantaisi tehokkuutta eli laskutusasteita ja juristikohtaista kannattavuutta. Vasta rekrytoitujen juristien laskutusasteet ovat aluksi heikkoja ja näiden ylösajo ”täyteen kapasiteettiin” kestää, jos myynti ja rekrytoinnit eivät ole tehokkaasti linkitettyjä. Tätä yhtiö on pyrkinyt parantamaan ja onnistunutkin siinä, joten ”kuopan” pitäisi olla selvästi pienempi jatkossa. Joka tapauksessa henkilöstön vaihtuvuus aiheuttaa merkittäviä hidasteita kasvulle ja kannattavuudelle, koska se aiheuttaa väkisin myös välillisiä kuluja.

Teoriassa jokainen uusi miljoona liikevaihtoa toisi 0,32 MEUR liiketulosta (henkilöstökate 2021: 32 %), mikä tekisi kasvusta erittäin kannattavaa. Kiinteissä kuluissa on kuitenkin nousupainetta (esim. vuokrasopimus), minkä takia kustannuksia täytyy pystyä samalla leikkaamaan. Henkilöstöstä leikkauksia ei voi tehdä, mikä vaikeuttaa tilannetta.

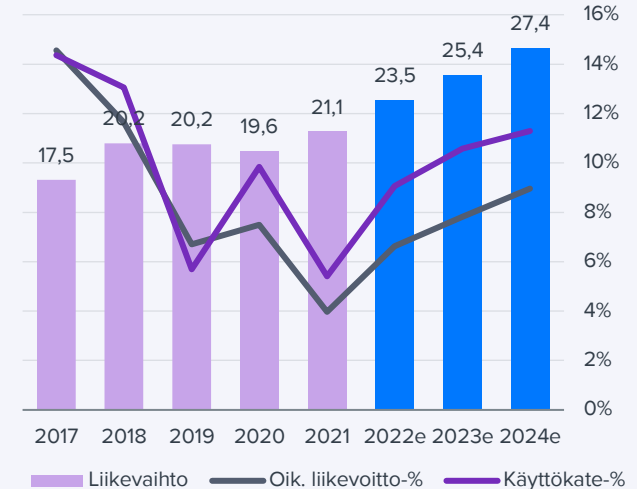
## Odotamme vahvaa tuloskasvua tulevina vuosina

Odotamme Fondialta vahvaa tuloskasvua lähivuosina, mikä johtuu osittain heikosta lähtötasosta. Mielestämme Fondialla on tädet edellytykset nostaa liikevoittomarginaali yli 10 %:n tasolle, mutta tämä vaatii aikaa, määrätietoista työtä sekä onnistumisia. Erityisen tärkeää on Suomessa ns. negatiivisen kierteen pysäyttäminen, missä yhtiö on ainakin pääosin jo onnistunut, ja positiivisen kierteen käynnistäminen. Onnistumiset ruokkivat onnistumisia henkilöstövaltaisessa liiketoiminnassa.

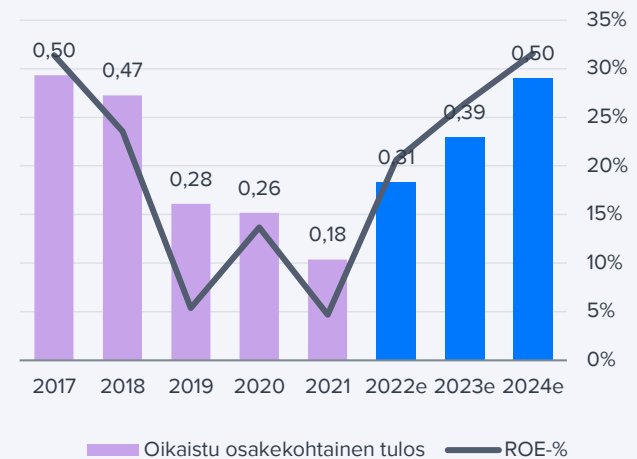
Lisäksi Ruotsilla on kannattavuuden parantumisessa merkittävä rooli. Fondia saavutti vuonna 2021 kansainvälisen liiketoiminnan (jossa Ruotsin merkitys suurin) kannattavuudessa break-even tason, minkä jälkeen positiivinen kehitys on jatkunut. Alkuvuonna 2022 Ruotsissa tehtiin selvästi positiivinen tulos veroasteesta päätellen (Ruotsissa hyödynnettäviä tappioita). Odotamme positiivisen trendin jatkuvan Ruotsissa.

Odotamme vuoden 2022 oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan noin 0,31 euroa, mikä antaisi jo kohtuullisen vertailukohdan myös seuraavien vuosien tuloskasvuodotuksille (2021 oik. EPS oli surkea 0,18 €). Odotamme Fondian oikaistun EPS:n kasvavan yli 20 %:n vuositahtia vuosina 2022e-2025e (CAGR-%), missä taustalla on liikevaihdon kasvuennuste 8,1 % (jakson CAGR-%) sekä liikevoittomarginaalin parantuminen vuoden 2022e 6,6 %:n tasolta vuoden 2025e 10,0 %:n tasolle. Tämän jälkeen emme odota kannattavuusparannuksia. Fondian omat tavoitetasot vuotuisalle liikevaihdon kasvulle sekä liikevoittomarginaalille ovat keskimäärin noin 15 %, joista molemmista omat ennusteemme ovat kaukana.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Oikaistu EPS ja ROE-%



# Ennusteet 4/4

Tuloskasvupotentiaalia Fondialla on erittäin paljon, mikä tekee yhtiöstä kiinnostavan sijoituskohteen. Fondian viime vuosien tuloskehitys ole ollut ennakkoidulla tasolla, käänteen voimakkuus on ollut vaikeampi mitä aiemmin ennakoimme ja ongelmat voivat olla syvemmällä, mitä ulkopuolelta arviomme. Markkinan antama tuki on arviomme mukaan heikentymässä talousnäkymän synkistyessä, ja kustannusinflaatio on ennakoimaamme sitkeämpää. Näiden syiden takia olemme laskeneet lähivuosien operatiivisia tulosennusteita 5-10 %.

Isossa kuvassa suuntaa on saatu käännettyä, mutta historiallisiin kannattavuustasoihin ja tavoitteisiin on edelleen erittäin pitkä matka. Käänneamatkoihin liittyy aina merkittävää epävarmuutta, joka on suuremmillaan ennen ”positiivisen kierteen” käynnistymistä. Tämän jälkeen voimakkaat parannukset ovat mahdollisia, mutta toistaiseksi todisteita tästä ei ole. Pitkän aikavälin ennusteisiin kannattaakin suhtautua suurella varauksella, ennen kuin yhtiö todistaa liiketoiminnan kehittyvän kestävästi oikeaan suuntaan.

## Jatkuvan liikevaihdon osuus nousee hitaasti

Odotamme LDaaS-liikevaihdon osuuden pysyvän tänä vuonna suunnilleen samalla tasolla kuin 2021, jolloin sen osuus oli noin 48 %. Lähivuosina odotamme osuuden kasvavan hiljalleen, missä pääajureita ovat positiivinen kehitys Ruotsissa sekä LDaaS-asiakkaiden kasvava määrä. Nopeimmin kasvua (ja tulosta) olisi arviomme mukaan saatavilla projekteista, mutta Fondian fokus on jatkuvan liikevaihdon kasvattamisessa. Lisäksi on tärkeää huomioida, että myös yhtiön projektit tulevat suurelta osin LDaaS-asiakkailta, jolloin jatkuvan osuuden kasvattaminen ruokkii myös projekteja (mahdollisuuksia myös toisinpäin).

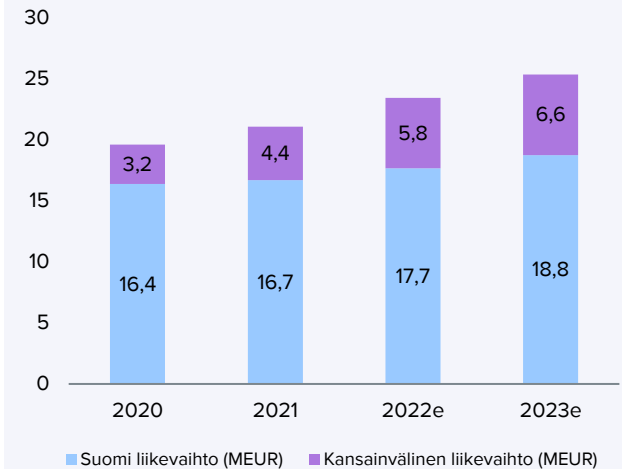
Yhtiö panostaa myös muiden jatkuvien palvelukonseptien kehittämiseen ja kaupallistamiseen, mitä kautta yhtiö voi lisätä jatkuvaa ja ennakoitavaa liikevaihtoa. Tästä esimerkkinä on Tietosuojavastaava palveluna (DPOaaS), joka lanseerattiin vuonna 2020. Tällä hetkellä yhtiö kehittää Virtuaalilakimies-palvelua. Toistaiseksi uusien palvelukonseptien menestystä on vaikea arvioida, mutta Ruotsissa ne ovat ilmeisesti jo tuottaneet tulosta. Merkittävä potentiaali on mielestämme siinä, että tietyllä ohuella palvelukokonaisuudessa saadaan ”jalka ovenväliin” ja palvelun toimiessa pystytään hiljalleen tarjoamaan yhä laajempaa kokonaisuutta.

## Kassavirta seuraa tulosta, tase edelleen kunnossa

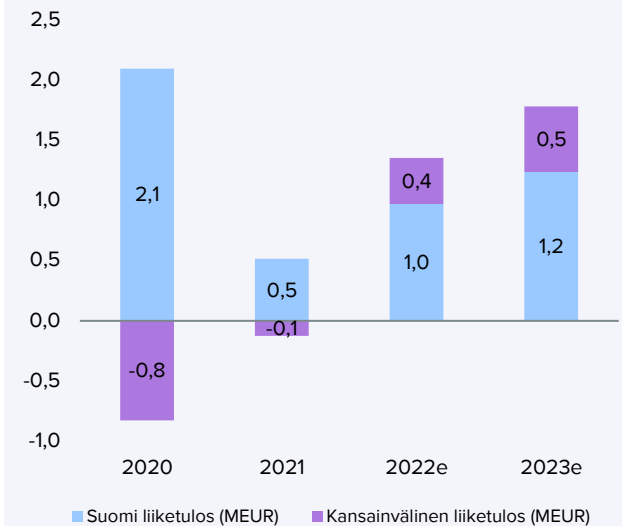
Fondian liiketoiminnan rahavirta seuraa ennusteissamme hyvin tuloskehitystä. Yhtiön liiketoimintamalli on pääoma- ja kassavirtatehokas, ja odotamme nettokäyttöpääoman olevan jatkossakin negatiivinen (noin 6 %). Kasvu ei siis sido pääomia. Investoinnit nousivat viime vuonna 1,3 MEUR:n tasolle, mutta yhtiön saama avustus pienensi nettosumman 0,8 MEUR:oon. Noin 0,8-1,0 MEUR on arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä järkevä taso. Suurin osa investoinneista kohdistuu käsityksemme mukaan yhtiön digitaalisten työkalujen ja palveluiden kehittämiseen.

Fondian tase on vahvasti ylikapitalisoitunut ja kassassa oli vuoden 2021 lopussa noin 3,6 MEUR (ei korollista velkaa). Viime vuosina nettokassa on laskenut vuosittain, koska osingosta (1,1 MEUR vuosittain) on pidetty kiinni myös heikommalla tulostasolla. Lisäksi yhtiö on ostanut omia osakkeita pienehköillä summilla. Tase on edelleen erittäin vahva, mutta hiljalleen tulosaso täytyy pystyä nostamaan jälleen osinkoa suuremmaksi.

Liikevaihdon kehitysennusteet eriteltynä (MEUR)



Liikevoiton kehitysennusteet eriteltynä (MEUR)



# Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	20,2	19,6	10,7	10,5	21,1	6,2	6,0	5,0	6,3	23,5	25,4	27,4	29,6
Käyttökate	1,1	1,9	1,0	0,2	1,1	0,6	0,6	0,2	0,7	2,1	2,7	3,1	3,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,4	1,5	0,7	0,1	0,8	0,5	0,5	0,0	0,6	1,6	2,0	2,5	3,0
Liikevoitto	0,6	1,3	0,6	-0,3	0,4	0,5	0,4	0,0	0,5	1,4	1,8	2,3	2,8
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	0,6	1,3	0,6	-0,3	0,4	0,5	0,4	0,0	0,5	1,3	1,7	2,3	2,8
Verot	-0,3	-0,4	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,4	0,8	0,5	-0,2	0,3	0,4	0,3	0,0	0,4	1,0	1,4	1,8	2,2
EPS (oikaistu)	0,28	0,26	0,15	0,13	0,18	0,10	0,09	0,00	0,11	0,31	0,39	0,50	0,60
EPS (raportoitu)	0,09	0,21	0,12	-0,03	0,07	0,09	0,08	-0,01	0,10	0,26	0,34	0,45	0,55

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,4 %	-2,6 %	1,1 %	14,8 %	7,4 %	18,1 %	12,0 %	8,0 %	7,0 %	11,3 %	8,2 %	8,0 %	8,0 %
Käyttökate-%	5,7 %	9,8 %	9,1 %	1,6 %	5,4 %	10,0 %	9,8 %	3,6 %	11,8 %	9,1 %	10,6 %	11,3 %	12,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,7 %	7,5 %	7,0 %	0,9 %	4,0 %	8,1 %	7,6 %	0,4 %	9,2 %	6,6 %	7,8 %	9,0 %	10,0 %
Nettotulos-%	1,8 %	4,2 %	4,5 %	-2,1 %	1,2 %	5,9 %	5,3 %	-0,9 %	6,4 %	4,4 %	5,3 %	6,4 %	7,3 %

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	23,5	23,5	0 %	25,4	25,4	0 %	27,7	27,4	-1 %
Käyttökate	2,2	2,1	-1 %	2,8	2,7	-3 %	3,3	3,1	-7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,6	1,6	-1 %	1,9	2,0	3 %	2,7	2,5	-8 %
Liikevoitto	1,4	1,4	-2 %	1,9	1,8	-5 %	2,5	2,3	-9 %
Tulos ennen veroja	1,3	1,3	-2 %	1,8	1,7	-5 %	2,5	2,3	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,32	0,31	-1 %	0,37	0,39	8 %	0,54	0,50	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,28	0,28	0 %	0,34	0,28	-18 %	0,34	0,31	-8 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/4

## Käännetarina merkittävällä potentiaalilla

Fondian kannattavan kasvun sijoitustarina ajoi seinään vuonna 2019, minkä jälkeen tulostasoa on heikentynyt tähän vuoteen asti. Nyt kyseessä on orastava käännetarina, jossa näemme kuitenkin merkittävää potentiaalia. Fondialla on tänä vuonna mahdollisuus tehdä ehjä tulos ja kääntää tuloskehitys pysyvästi. Lähivuosilta odottamaamme vahvaan tuloskasvuun liittyy kuitenkin edelleen huomattavaa epävarmuutta ennen kuin yhtiö on todistanut kestäväen tuloskäänteen. Silloin osakekurssi on toisaalta todennäköisesti jo uudella tasolla.

Merkittävistä haasteista huolimatta Fondialla on mielestämme kaikki edellytykset vahvaksi pitkän aikavälin sijoitustarinaksi. Fondia toimii houkuttelevalla, suhteellisen defensiivisellä ja konservatiivisella lakipalvelutoimialalla, jossa on näkemyksemme mukaan tilausta erilaiselle toimijalle. Fondia on panostanut LDaaS-liiketoimintamalliin, joka tarjoaa jatkuvuutta, sekä digitaalisuuteen, joka näkemyksemme mukaan tulee olemaan tulevaisuuden trendi myös lakipalveluissa. Nämä tekijät tarjoavat Fondialle mielestämme kilpailuedun, jota yhtiö ei ole kuitenkaan onnistunut hyödyntämään viime vuosina tuloksetkaasti sisäisten ongelmien takia. Vaikka Fondian jatkuvat ongelmat erityisesti vaihtuvuuden kanssa ovat syöneet luottamustamme yhtiöön laatuun ja kilpailuedun vahvuuteen liittyen, pidämme yhtiötä edelleen kilpailukykyisenä ja uskomme ytimen olevan edelleen täynnä potentiaalia.

Vaikka yhtiön käännteeseen liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta, osake on mielestämme myös mahdollisuus riskiä sietävällä sijoittajalle, joka uskaltaa mennä valtavirtaa vastaan. Jos yhtiö pystyy ponnistamaan lähelle tulospotentiaaliaan lähivuosina, osakkeen tuottonäkömää on mielestämme hyvä.

## Suuri nettokassa ja muita arvostuksessa huomioitavia tekijöitä

Fondian arvostusta tarkastellessa on mielestämme tärkeää huomioida mm. seuraavat tekijät:

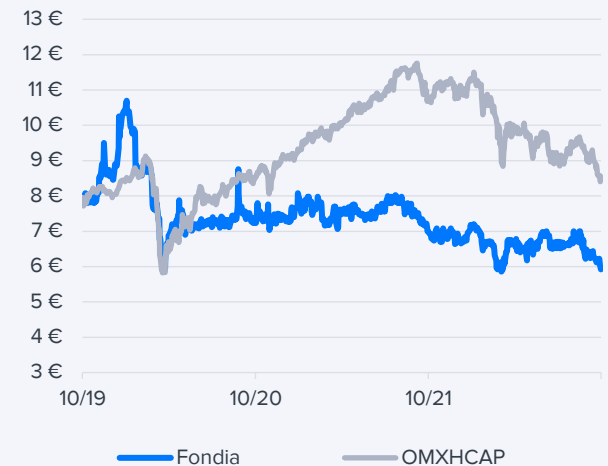
1) Fondialla on noin 4 MEUR:n nettokassa, mikä on erittäin merkittävä huomioiden yhtiön noin 23 MEUR:n markkina-arvo. Tämä heikentää P/E-luvun hyödyllisyyttä, koska suuri nettokassa ei tuota mitään. Seuraamme enemmän nettokassan huomioivia EV-kertoimia EV/EBIT(A) sekä EV/EBITDA. Lisäksi suuri nettokassa heijastuu korkeaan osinkotuottoon.

2) Fondian tulosta painavat FAS-kirjanpidon liikearvopoistot, joita ei tehtäisi IFRS-kirjanpidossa. Näistä oikaistu tulos tarjoaa vertailukelpoisemman ja kassavirtaa lähempänä olevan lopputuloksen. Suosittelemme seuraamaan oikaistua liike-tulosta sekä oikaistuja arvostuskertoimia, joita käytämme arvostuksessa. Lisäksi EBITA-tunnusluku ja siitä laskettu EV/EBITA ovat hyödyllisiä sekä vertailukelpoisia mm. it-palveluyhtiöiden kanssa. Kun huomioimme, että ennusteissa oikaisimme vain liikearvopoistot, Fondian kohdalla oikaistu EV/EBIT on sama kuin EV/EBITA. Tämä on mielestämme tärkein tunnusluku, mutta muissa yhtiöissä EV/EBITA voi sisältää muitakin oikaisuja (mm. yritysostoihin liittyvät PPA-poistot), se ei ole välttämättä suoraan verronnallinen muihin yhtiöihin.

3) Arviomme mukaan vuosien 2020-2022 tulokset ovat kaukana Fondian potentiaalisesta tulostasosta. Vaikka Fondian viime vuosien tuloskehitys on ollut heikkoa, arviomme mukaan yhtiön normalisoitu nettotulos on suunnilleen 1,5 MEUR (2022e: 1,0 MEUR). Odotamme tulostason myös nousevan merkittävästi lähivuosina, jos yhtiö saa käännettyä liikevaihdon kestävästi kasvuun myös vaikeammassa markkinaympäristössä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,92	5,92	5,92
Osakemäärä, milj. kpl	3,95	3,95	3,95
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	20	19	18
P/E (oik.)	18,8	15,0	11,9
P/E	22,5	17,2	13,2
P/Kassavirta	18,3	14,1	10,7
P/B	4,7	4,4	3,9
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,2	7,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	12,6	9,6	7,3
Osinko/tulos (%)	106 %	81,5 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	4,7 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Lähde: Millstream Market Data AB



# Arvonmääritys 2/4

## Relevanttien arvostuskertoimien tarkastelu

Vuoden 2022e oikaistu P/E on 19x, mikä on mielestämme käännevaiheessa olevalle yhtiölle nykyisessä markkinassa korkeintaan siedettävä. Suuren kassan huomioiva oikaistu EV/EBIT on kuluven vuoden ennusteella alle 13x, mikä on mielestämme jo kohtuullinen nykyisessäkin ympäristössä. Silti osaketuotto nojaa selvästi lähivuosien tuloskasvuun.

Katsottaessa vuoteen 2023 arvostus muuttuu merkittävästi houkuttelevammaksi, mutta samalla ennusteriski nousee selvästi. Vuoden 2023 oikaistu P/E on noin 15x ja oikaistu EV/EBIT alle 10x. P/E on edelleen varsin neutraali, mutta pääpaino täytyy mielestämme antaa EV/EBIT-kertoimelle. Aiemmassa suotuisassa hinnoitteluympäristössä korkojen ollessa alhaalla kertoimet olisivat mielestämme olleet selvästi alle Fondian hyväksyttävän arvostuksen, mutta korkojen voimakas nousu on muuttanut ympäristöä merkittävästi. Nykyisessä ympäristössä arvostus ei ole poikkeuksellisen alhainen sijoittajien tuottovaatimuksien nousua merkittävästi.

Jos Fondia onnistuu jatkamaan käännetarinaansa ja yhtiön tulos kasvaa odotetusti ensi vuonna, vuoden päästä yhtiötä hinnoitellaan lähtökohtaisesti jo vuoden 2024 kertoimilla. Ne ovat ennusteiden laskusta huolimatta houkutteleva: 2024e oik. P/E on vain noin 12x ja oik. EV/EBIT on vain 7x. Pidämme vuoden 2024 ennusteita luonnollisesti realistisina, mutta nykytilanteessa niihin on vielä vaikea nojata. Lähivuosina Fondian tuotto-odotusta tukee merkittävästi osinkotuotto, joka on arviomme mukaan vähintään 4,7% olettaen, ettei Fondia laske osinkotasoa (0,28 €/osake). Tämä on mielestämme perusteltua taseen ollessa edelleen selvästi

ylikapitalisoitunut ja liiketoiminnan kehittyessä vaikeuksista huolimatta oikeaan suuntaan.

## Arvostus suhteessa suomalaisiin asiantuntijayhtiöihin

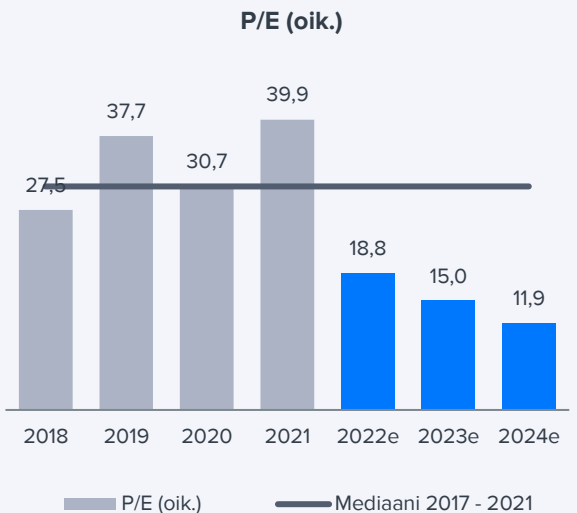
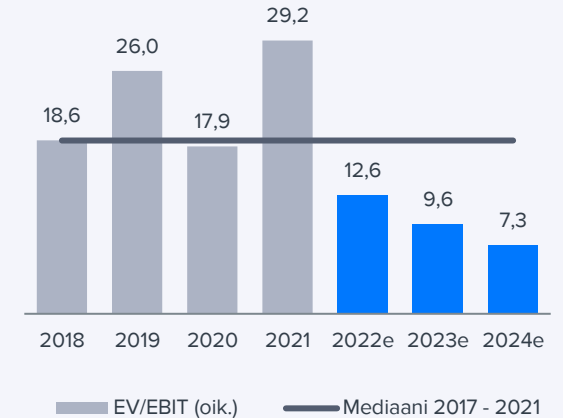
Fondialla ei ole hyviä listattuja verrokkeja, koska yhtiö on ainoa listattu lakiasiantoimisto Pohjoismaissa. Ulkomailta löytyy Fondian liiketoimintaa ajatellen kohtuullisia verrokkeja, mutta näiden sijoitusprofiilit ovat erilaisia. Fondia on kuitenkin pohjimiltaan asiantuntijayhtiö, joita Helsingin pörsissä löytyy paljon eri toimialoilta. Mielestämme eri asiantuntijayhtiöiden ympärille voidaan rakentaa verokkiryhmä, joka antaa suuntaviivoja Fondian hyväksyttävälle arvostukselle.

Olemme valikoineet Fondian suomalaiseen verokkijoukkoon IT-palvelusektorilta Goforen, Vincitin sekä Siilin. Kaikki ovat sektorillaan hyvin menestyneitä keskisuuria kasvavia. Lisäksi otimme mukaan suunnittelu-yhtiö Etteplanin, jolla on vahva track-record kannattavasta kasvusta, tietoturva-yhtiö Nixun sekä tilioimisto Aallon Groupin. Kokonaisuudessaan ryhmä on mielestämme hyvä kattaus yrityspalveluista, joiden profiili on Fondian kaltainen. Yhtiöt ovat keskimäärin myös hyvin menestyneitä ja suhteellisen laadukkaita arvonluoja, mitä Fondiasta ei voi viime vuosilta sanoa.

Vuoden 2023e kertoimia katsottaessa huomataan, että Fondia olisi oikaistulla P/E-luvulla hieman yliarvostettu mutta toisaalta EV/EBIT-kertoimella aliarvostettu. Mielestämme näistä EV/EBIT on tärkeämpi, koska se huomioi myös taserakenteen, mutta kokonaisuudessaan suhteellinen arvostus on kuitenkin suhteellisen neutraali.

Verokkiryhmän arvostus on laskenut viime aikoina voimakkaasti. Nyt 2022e mediaani P/E-luku on noin 14x ja EV/EBIT vain noin 12x, kun vuosi sitten vastaavat luvut seuraavalle vuodelle olivat noin 19x ja 17x.

## Oikaistu EV/EBIT



# Arvonmääritys 3/4

Osin tähän vaikuttaa se, että olemme ottaneet Talenomin pois verrokkiryhmästä, mikä laski mediaanikertoimia (ilman Talenomin poistoa kertoimet olivat nyt 17x ja 13x). Arvostuksiin kohdistunut vastatuuli on joka tapauksessa ollut voimakas, missä on taustalla yhtiöihin liittyviä tekijöitä (kuten osaajapula ja kysynnän heikentyminen) sekä hinnoitteluun liittyviä tekijöitä (korkojen voimakas nousu).

Aiemmin suhteellinen arvostus oli merkittävästi Fondian arvostusta tukeva tekijä, mutta nyt tilanne on kääntynyt neutraaliksi. Lisäksi nykyinen markkinaympäristö ei kehota samalla tavalla riskinottoon kääntyneissä, vaan sijoittajat etsivät enemmän vakaata tuottoa. Tämä vaikuttaa mielestämme negatiivisesti Fondiaan lyhyellä aikavälillä, mutta tilanne voi muuttua nopeastikin.

## Arvostus suhteessa kansainvälisiin verrokkeihin

Fondialla on rajallisesti listattuja verrokkeja, koska useissa maissa rajoitetaan asianajotoimistojen omistajia (täytyy olla juristeja). Rajoitukset omistajille tekevät lakitoimiston listautumisen mahdolliseksi mm. suuressa osaa Yhdysvaltoja osavaltioiden säännellessä toimistojen omistusta omassa lainsäädännössään eri tavoin. Sen sijaan ainakin Iso-Britanniassa sekä Australiassa myös ulkopuoliset omistajat sallitaan. Yleisesti voidaan sanoa, että tällä hetkellä kansainväliset yhtiöt tarjoavat mielenkiintoisia vertailukohtia Fondian suoriutumiselle, mutta niiden tarjoama viitekehys arvostukselle on heikko.

Mielestämme sektorin mielenkiintoisin verrokki on Keystone Law, joka on menestynyt kasvutarina Iso-Britanniassa. Yhtiön tarinassa ja liiketoiminta-mallissa on samoja elementtejä kuin Fondiassa, joskin Keystone on kokoluokkaa suurempi ja toimii paljon suuremmalla markkinalla UK:ssa. Keystone

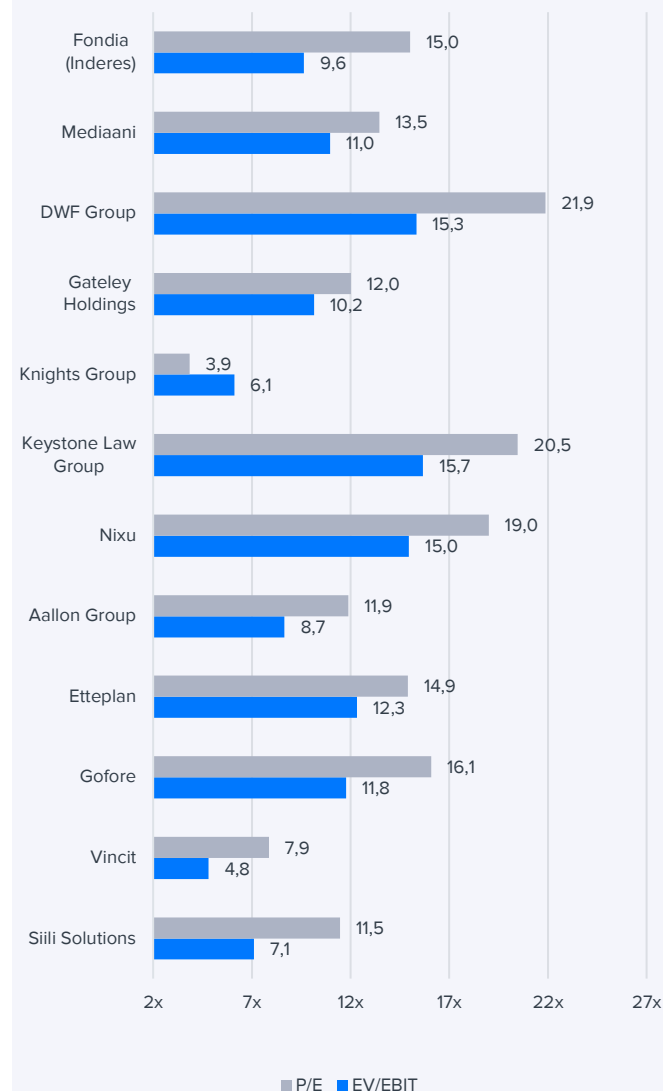
taloudellinen menestys on ollut mainiota, mutta tänä vuonna vahva tuloskehitys on heikentynyt. Samalla myös osakekurssi on romahtanut (YTD: -45 %) ja arvostus laskenut voimakkaasti. Nyt Keystone 2022e P/E on noin 19x ja EV/EBIT noin 15x, mutta toisaalta aiemmin vahvan tuloskasvun odotetaan pysähtyvän. Tämä selittää osin arvostuksen voimakasta laskua.

Brittiläisen Knights Groupin osake romahti tänä vuonna massiivisesti (YTD: -81 %). Yhtiön taloudellinen kehitys ei ole ollut odotettua (näkyvää laskettiin), mutta se ei mielestämme selitä koko pudotusta. Tällä hetkellä yhtiön 2022e P/E on vain noin 4-5x, mikä kertonee syvemmistä ongelmista. Näiden selvittäminen ei kuulunut tämän raportin laajuuteen. Knights tarjoaa lakipalveluiden lisäksi muitakin yrityspalveluita kuten valtaosa verrokeista, mutta on melko puhtaasti Iso-Britanniaan keskittynyt lakifirma.

Muuten kansainväliseen verrokkiryhmäämme kuuluvat Gateley Holdings, RBG Holdings ja DWF Group. Muitakin lakiyhtiöitä löytyi, mutta niistä ei ollut ennusteita saatavilla. Näistä Gateley on toistaiseksi suhteellisen hyvä verrokki, koska yhtiön liikevaihdosta noin 80 % tulee lakineuvonnasta (Gateley Legal) ja liiketoiminnassa on samankaltaisia elementtejä kuin Fondialla, mutta perustuen toimeksiantoperusteiseen liiketoimintaan. Loput 20 % Gateleyn liikevaihdosta tulee muista asiantuntijapalveluista.

Suhteellisen listattujen lakiyhtiöiden joukossa on DWF Group, joka listautui Lontoon pörssiin vuonna 2019. Yhtiö tarjoaa integroitua laki- ja muita yrityspalveluita kansainvälisellä fokuksella. Listautumisen jälkeen tulos ei kehittynyt suotuisasti ja alkutaival pörssissä oli vaikea, mutta nyt tuloskehitys on parantunut. Kansainvälisesti eri sektoreihin erikoistuneen yhtiön yhteydet Fondiaan ovat kuitenkin väkisin rajalliset.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e)



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Siili Solutions	111	101	8,5	7,1	6,7	5,9	13,6	11,5	1,8	2,2	2,3		
Vincit	68	57	9,7	4,8	10,0	4,5	12,2	7,9	2,4	5,8	1,5		
Gofore	310	287	13,6	11,8	12,6	10,5	18,0	16,1	1,7	2,0	3,6		
Etteplan	316	385	12,9	12,3	8,0	7,2	17,6	14,9	2,6	3,4	2,7		
Aallon Group	36	35	9,9	8,7	9,1	7,8	12,2	11,9	2,4	3,0	2,8		
Nixu	36	40	122,0	15,0	19,9	9,9		19,0			2,5		
Keystone Law Group	161	150	14,9	15,7	13,6	14,2	19,4	20,5	3,3	3,5	7,8		
Knights Group	75	161	7,2	6,1	5,3	4,5	4,5	3,9	4,5	5,3	0,7		
Gateley Holdings	273	294	11,6	10,2	9,9	8,6	13,6	12,0	4,4	5,1	3,3		
DWF Group	1371	1421	18,3	15,3	15,9	13,6	24,3	21,9	3,2	3,5	4,9		
<b>Fondia (Inderes)</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>12,6</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>	<b>7,1</b>	<b>18,8</b>	<b>15,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>		
<b>Keskiarvo</b>			<b>22,8</b>	<b>10,7</b>	<b>11,1</b>	<b>8,6</b>	<b>15,1</b>	<b>13,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>		
<b>Mediaani</b>			<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,2</b>	<b>13,6</b>	<b>13,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>		
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>3 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>38 %</b>	<b>12 %</b>	<b>85 %</b>	<b>36 %</b>	<b>69 %</b>		

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

# Arvonmääritys 4/4

## Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Fondian osakkeelle mielestämme kohtuullisilla oletuksilla noin 7,5 euron arvon. Vaikka DCF-arvoa ajaa yleensä erittäin voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta, Fondian kohdalla terminaali-jakson paino (48 %) on kohtuullinen.

Käytämme Fondian kohdalla edelleen varsin korkeaa 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksesta ja yhtiön tase on velaton, minkä takia pääoman keskimääräisen kustannus WACC on myös korkea 10 %. Aiemmin riskittömien korkojen ollessa vielä nollassa, 10 %:n tuottovaatimus oli erittäin kova. Mielestämme se oli aiemmin perusteltua yhtiön käänteen yskittyä. Nyt vuonna 2022 yhtiön käänne on lähtenyt etenemään lupaavasti, mutta korkotaso on noussut voimakkaasti ja aiheuttanut nousupainetta myös tuottovaatimukselle. Lopulta päädyimme siihen, että nämä tekijät kumoavat toistaiseksi toisensa. Jos yhtiön tuloskäänne kuitenkin alkaisi yskimään tai pitkät korot nousisivat edelleen, olisi tuottovaatimuksessa nousupainetta.

Olemme asettaneet Fondian terminaali-jakson kasvuodotuksen 2,5 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin ainoastaan 7,5 %:n tasolle (2022e: 5,8 %, yhtiön tavoite noin 15 %). Mielestämme oletukset ovat konservatiivisia, mutta kääntyneille perusteltuja. Lisäksi kymmenen vuoden aikana toimiala voi muuttua esimerkiksi automatisaation yleistessä merkittävästi, ja tämän vaikutuksia on vaikea arvioida. Joka tapauksessa yhtiön kassavirtaprofiili on vahva ja kassavirtamallilla voisi tukea myös selvästi korkeampaa tavoitehintaa, mikä kuvaa osittain osakkeessa olevaa potentiaalia. Kassavirtalaskelmamme on esitetty liitetiedoissa.

## Osinko tarjoaa kohtuullisen pohjatuoton

Fondian osinkotuotto on ennusteessamme lähivuosina noin 4-6 % yhtiön pitäessä aiemman osinkonsa sekä jakaessa valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina tuloksen noustessa. Osinko/tulos-suhde on ennusteissamme yli 100 % vielä tänä vuonna, mutta laskee sitten hiljalleen noin 70 %:n tasolle tuloksen ottaessa osinkoa kiinni. Fondia on jakanut 0,28 euron osakekohtaista osinkoa vaikeina vuosina ”siltana” parempaan, ja pidämme tätä minimitasona myös tulevaisuudessa. Yhtiön tase on mielestämme selvästi ylikapitalisoitunut, joten osinkoon liittyvä riski on mielestämme suhteellisen matala. Niin kauan kuin yhtiön hallituksella on luottamusta tuloksen merkittävään parantumiseen nykytasoilta, emme usko osingon olevan uhattuna, vaikka paluu kannattavaan kasvuun siirtyisi pidemmällä tulevaisuuteen.

## Arviomme osakkeen käyvästä arvosta

Toistamme arviomme siitä, että Fondian osakkeen käypä arvo on 7-9 euron haarukassa. Tämä kuitenkin vaatii, että 1) Fondian tulostaso palaa ainakin näkemäämme neutraaliin noin 1,5 MEUR:n nettotulokseen kestävästi ja 2) korkojen nousu loppuu ja mahdollisesti kääntyy myös lievään laskuun. Käytännössä tasot ovat mielestämme realistisia vuonna 2024, mutta epävarmuutta näihin liittyy paljon. Matkan varrella yhtiön täytyy myös voittaa takaisin sijoittajien luottamus sekä selvittää esimerkiksi koholla olevaan henkilöstön vaihtuvuuteen liittyvät haasteet. Potentiaalia yhtiöllä on myös pitkän aikavälin arvonluojaksi, mikä vaatii kuitenkin yhtiöltä konkreettisia näyttöjä pitkäaikaisesta kannattavasta kasvusta. Tällä hetkellä osakkeen riski/tuotto-suhde on mielestämme kohtuullinen, mutta vaadimme vielä lisänäyttöjä tuloskäänteen kestävydestä.

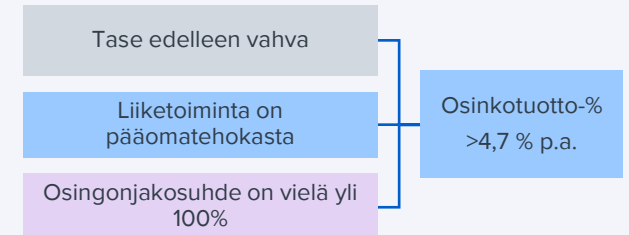
## Osaketuoton ajurit 2022-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

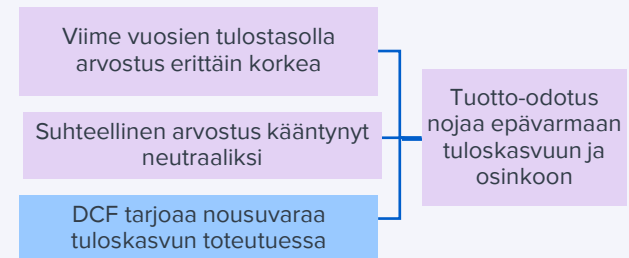
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit

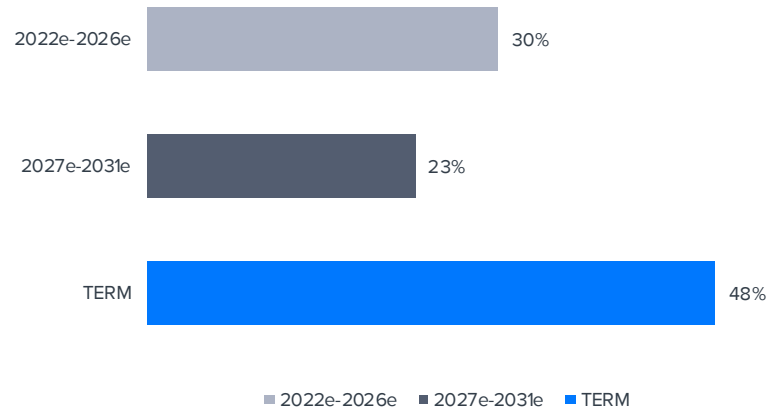


Lyhyen aikavälin riski/tuotto-suhde jää niukasti vähennä-puolelle, mutta pitkällä aikavälillä yhtiössä on paljon potentiaalia

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,4 %	11,3 %	8,2 %	8,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	1,9 %	5,8 %	7,0 %	8,2 %	9,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	
- 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	-0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,8	-1,0	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	
+/- 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	-0,4	1,3	1,7	2,2	2,5	2,5	2,6	2,5	2,3	2,2	2,3	31,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>13,0</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		27,1	25,8	24,4	22,6	20,7	19,1	17,5	16,1	14,9	13,9	13,0
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>27,1</b>										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		3,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>29,6</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,5</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,0 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	20,2	19,6	21,1	23,5	25,4	EPS (raportoitu)	0,09	0,21	0,07	0,26	0,34
Käyttökate	1,1	1,9	1,1	2,1	2,7	EPS (oikaistu)	0,28	0,26	0,18	0,31	0,39
Liikevoitto	0,6	1,3	0,4	1,4	1,8	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,33	0,10	0,58	0,61
Voitto ennen veroja	0,6	1,3	0,4	1,3	1,7	Vapaa kassavirta / osake	0,11	0,08	-0,10	0,32	0,42
Nettovoitto	0,4	0,8	0,3	1,0	1,4	Omapääoma / osake	1,55	1,52	1,29	1,27	1,33
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	Osinko / osake	0,26	0,28	0,28	0,28	0,28
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	10,4	10,2	9,2	10,0	10,4	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	-3 %	7 %	11 %	8 %
Oma pääoma	6,1	6,0	5,1	5,0	5,3	Käyttökateen kasvu-%	-57 %	68 %	-41 %	86 %	26 %
Liikearvo	1,6	1,4	1,2	1,0	0,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-43 %	9 %	-43 %	86 %	28 %
Nettovelat	-5,8	-5,2	-3,6	-3,7	-4,3	EPS oik. kasvu-%	-41 %	-6 %	-32 %	77 %	25 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	5,7 %	9,8 %	5,4 %	9,1 %	10,6 %
Käyttökate	1,1	1,9	1,1	2,1	2,7	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	7,5 %	4,0 %	6,6 %	7,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,1	-0,2	-0,6	0,4	0,1	Liikevoitto-%	3,1 %	6,5 %	1,9 %	5,8 %	7,0 %
Operatiivinen kassavirta	1,0	1,3	0,4	2,3	2,4	ROE-%	5,4 %	13,7 %	4,7 %	20,6 %	26,4 %
Investoinnit	0,0	-1,0	-0,8	-1,0	-0,8	ROI-%	9,4 %	21,0 %	7,1 %	26,2 %	33,7 %
Vapaa kassavirta	0,4	0,3	-0,4	1,3	1,7	Omavaraisuusaste	60,1 %	60,1 %	56,1 %	51,1 %	51,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-95,7 %	-86,9 %	-70,9 %	-74,4 %	-80,7 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	1,7	1,3	1,2	0,8	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	30,6	13,6	21,4	9,2	7,1						
EV/EBIT (oik.)	26,0	17,9	29,2	12,6	9,6						
P/E (oik.)	37,7	30,7	39,9	18,8	15,0						
P/B	6,7	5,3	5,5	4,7	4,4						
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,5 %	3,9 %	4,7 %	4,7 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.2.2019	Vähennä	14,60 €	14,95 €
15.2.2019	Vähennä	12,70 €	13,30 €
28.5.2019	Vähennä	11,00 €	10,80 €
30.8.2019	Vähennä	8,50 €	8,38 €
9.12.2019	Lisää	9,20 €	8,46 €
21.1.2019	Vähennä	9,20 €	9,82 €
26.2.2020	Vähennä	8,00 €	8,00 €
29.4.2020	Vähennä	7,50 €	7,60 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
28.8.2020	Lisää	8,20 €	7,74 €
29.10.2020	Lisää	8,00 €	7,32 €
19.2.2021	Lisää	8,00 €	7,32 €
25.3.2021	Lisää	8,00 €	7,10 €
26.4.2021	Lisää	8,40 €	7,74 €
15.6.2021	Lisää	8,40 €	7,58 €
27.8.2021	Lisää	8,20 €	7,48 €
1.11.2021	Osta	8,00 €	6,70 €
7.1.2022	Lisää	8,00 €	7,20 €
18.2.2022	Lisää	7,00 €	6,46 €
29.4.2022	Lisää	7,00 €	6,64 €
22.8.2022	Vähennä	7,00 €	6,88 €
26.8.2022	Vähennä	6,70 €	6,52 €
3.10.2022	Vähennä	6,20 €	5,92 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**