

Fondia

Laaja raportti

25.3.2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Valtavirrasta poikkeava liikejuridiikan osaaja

Toistamme Fondialle lisää-suosituksen tavoitehinnalla 8,0 euroa laajassa raportissamme. Viime vuosien vaikeuksista huolimatta näemme Fondian liiketoimintamallin hyvin kilpailukykyisenä ja odotamme yhtiöltä paluuta kannattavaan kasvuun lähivuosina pandemian negatiivisten vaikutuksien väistyessä. Ennustamaamme vahvaan tuloskasvuun (oik. EPS yli 30 % 2020-2023 CAGR) liittyy merkittävää epävarmuutta yhtiön ollessa tällä hetkellä käänneyhtiö, mutta mielestämme arvostustasossa riskejä on huomioitu enemmän kuin tarpeeksi.

Erilainen lakipalveluyritys, joka herättää tunteita

Fondia on Suomen 10. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys, joka tarjoaa keihäänkärkituotteena jatkuvaa tuotteistettua lakiosastopalvelua kiinteällä kuukausihinnalla (LDaaS, Legal Department as a Service). Käytännössä asiakkaat voivat ulkoistaa oman lakiosaston osittain tai kokonaan Fondialle. Vuoden 2020 liikevaihdosta 45 % on jatkuvaa LDaaS-liikevaihtoa ja loput projekteja joko LDaaS-asiakkaille (25 %) tai muille (35 %). Yhtiö on panostanut uusiin toimintamalleihin ja digitaalisiin palveluihin, ja on digitaalisuudessa edelläkävijä konservatiivisella toimialalla. Yhtiön strategiaa tukee MyFondia -alusta, joka on digitaalinen työskentely-ympäristö juristien ja asiakkaiden välillä. Suomen miljardin euron liikejuridiikkamarkkinalla Fondian ydinkohderyhmä on alipalvellut pk-yritykset, mutta tuotteistettujen palvelujen kautta (esimerkiksi DPOaaS) tarjonta soveltuu hyvin myös suurille yrityksille. Valtavirrasta poikkeava liiketoimintamalli ja digiajan edelläkävijä antavat yhtiölle kilpailuedun. Yhtiön toimintatapa tai kulttuuri eivät vetoa kaikkiin, mutta näemme yhtiöllä erinomaiset mahdollisuudet nostaa markkinaosuuttaan. Fondialla on Suomen lisäksi toimintaa Ruotsissa (2020: 18,5 % liikevaihdosta) ja Baltiassa.

Odotamme yhtiön palaavan kannattavaan kasvuun vaikeiden vuosien jälkeen

Fondian kannattava kasvu oli vuosina 2013-2017 vakuuttavaa, mutta vuonna 2018 yhtiö teki Jansson & Norin -yritystoston Ruotsissa ja organisaatioon iski pahoja kasvukipuja. Vuodet 2018-2019 olivat sisäisen murroksen aikaa, ja lupaavasti alkaneen vuoden 2020 pilasi koronapandemia. Vaikka liikejuridiikan markkina on defensiivinen, Fondia on kärsinyt taantumista myös historiassa. Odotamme Fondialta vahvaa tuloskasvua lähivuosina, mikä johtuu osittain vuoden 2020 heikosta lähtötasosta. Ennustamme Fondian oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2020-2023 noin 32 % (CAGR). Suurin tekijä tuloskasvussa on liikevaihdon kasvu, sillä Fondian kulurakenne on liian korkea suhteessa nykyiseen liikevaihtoon. Yhtiön ”infrastruktuuri” on rakennettu nykyistä huomattavasti laajempaa liiketoimintaa ajatellen, joten kasvun mukana kannattavuudella olisi tilaa skaalautua. Lisäksi kriittisiä tekijöitä ovat tehokkuuden parantaminen (liikevaihto/juristi) sekä Ruotsin kääntäminen voitolliseksi.

Riski/tuotto-suhde on erittäin houkuttelevalla tasolla

Fondian arvostus on kohtuullinen sekä absoluuttisilla kertoimilla (2021e oik. EV/EBIT 12x) että suhteessa verrokkiryhmään. Arvostuksessa täytyy huomioida ylikapitalisoitunut tase (kassa 5,2 MEUR) sekä liikearvopoistot, jotka oikaisemme vertailukelpoisuuden takia. Osakkeen käypä arvo on arviomme mukaan 8-10 euroa. Asetamme tavoitehintamme haarukan alalaitaan, koska sijoittajien kuuluu nykytilanteessa saada oleellinen korvaus lähivuosien tuloskasvuun liittyvän ennusteriskin kantamisesta. Viime vuosien heikon kehityksen jälkeen Fondia on ainakin osittain käänneyhtiö, joka on osin menettänyt sijoittajien luottamuksen. Nykyisellä kurssitasolla riski/tuotto-suhde on kuitenkin mielestämme erittäin houkutteleva huomioiden, että hyvässä skenaariossa Fondialla on potentiaalia myös pitkän aikavälin arvonluojaksi. Ensimmäisen yhtiön on kuitenkin saatava liikevaihto ja tulos kasvuun.

Suositus

Lisää

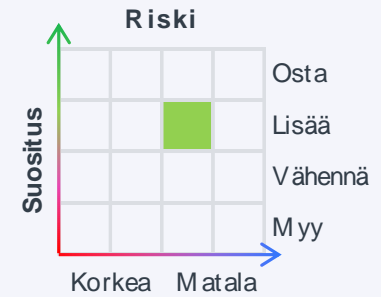
(aik. Lisää)

8,00 EUR

(aik. 8,00 EUR)

Osakekurssi:

7,10



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	20	21	23	25
kasvu-%	-3 %	6 %	9 %	10 %
EBIT oik.	1,5	1,9	2,4	3,0
EBIT-% oik.	7,5 %	9,2 %	10,6 %	12,1 %
Nettotulos	0,8	1,3	1,7	2,2
EPS (oik.)	0,26	0,37	0,47	0,60
P/E (oik.)	30,7	19,0	15,0	11,7
P/B	5,3	4,5	4,2	3,7
Osinkotuotto-%	3,5 %	4,2 %	4,5 %	5,4 %
EV/EBIT (oik.)	17,9	11,9	9,2	6,9
EV/EBITDA	13,6	9,1	7,1	5,6
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,0	0,8

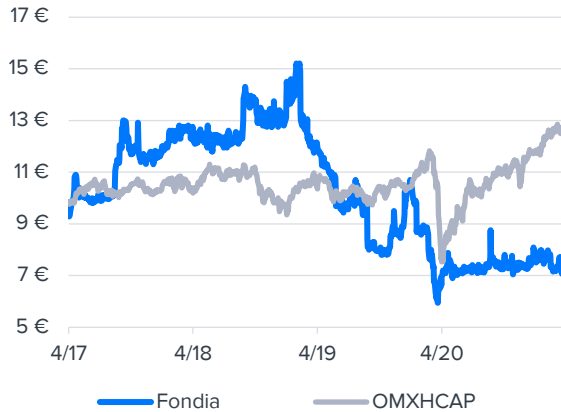
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

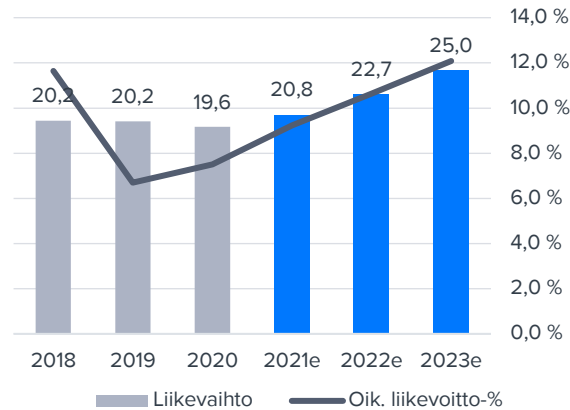
Fondian keskipitkän aikavälin tavoitteena on noin 15 %:n vuotuinen liikevaihdon keskimääräinen kasvu ja keskimäärin noin 15 %:n liikevoittomarginaali.

Osakekurssi



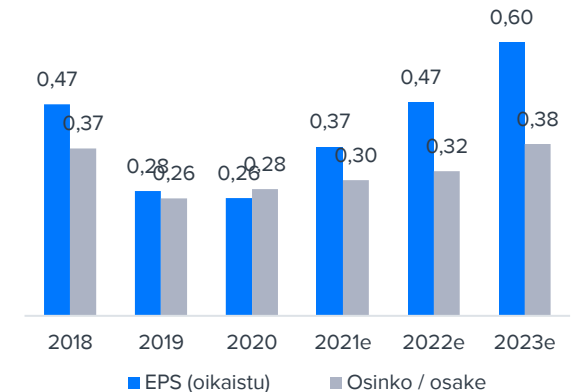
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
28
MEUR

EV
23
MEUR

EV/EBIT
9,2
2022e

P/E (oik.)
15,0
2022e

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

- Vuonna 2019 nähdyn heikon tuottavuuden jatkuminen
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen myös pidemmällä aikavälillä
- Maineriski toimialan luonteen takia
- Henkilöstötyytyväisyyden ylläpitäminen sekä mahdolliset sisäiset ongelmat
- Koronapandemian vaikutus liiketoimintaan

Arvostus

- Osakkeen arvostus on kohtuullinen, mutta tuottopotentiaali nojaa pääosin epävarmaan tuloskasvuun
- Ennustamaamme voimakkaaseen 2021-23e tuloskasvuun liittyä huomattavaa epävarmuutta
- Näemme yhtiössä merkittävästi realisoitumatonta potentiaalia, jonka avaaminen vie kuitenkin hyvissäkin skenaariossa aikaa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-14
Markkinat ja kilpailukenttä	15-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-21
Historiallinen kehitys	22-24
Ennusteet	25-29
Arvonmääritys	30-35
Taulukot	36-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Fondia lyhyesti

Fondia on Suomen 10. suurin lakiasiantoimialan yritys ja ainoa listattu lakitoimialan yritys Pohjoismaissa

2004

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen

19,6 MEUR (-2,6 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

1,3 MEUR (6,5 % lv:sta)

Liikevoitto 2020

#10 Markkinaosuus Suomessa

Suomen lakiasianmarkkina 2019

149

Henkilöstö 2020 lopussa

11

Toimipaikkaa Suomessa, Ruotsissa, Virossa ja Liettuassa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 10. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondia on täyden palvelun liikejuridiikan lakiasiainyritys ja sen palvelut kattavat kaikki yritysjuridiikan erityisalalat. Fondialla oli vuoden 2020 lopussa toimipaikkoja Helsingissä, Tampereella, Turussa, Kuopiossa, Lahdessa, Vaasassa ja Oulussa. Näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa, Göteborgissa, Tallinnassa ja Vilnassa.

Fondian keihäänkärkituote on lakiosastopalvelu, 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 9,6.

Erlainen toimija perinteisellä alalla

Fondia eroaa monella tavalla perinteisestä

lakiasiaintoimistosta. Toisin kuin suorat verrokkit, Fondia ei kuulu Asianajajaliittoon eikä yhtiö ole asianajotoimisto. Tämä mahdollistaa muun muassa sen, että yhtiötä omistava johto ja hallituksen jäsenet voivat olla koulutustaalaltaan myös muita kuin juristeja ja Fondialla voi olla myös muuta liiketoimintaa kuin lakiasiaintoimintaa.

Fondia on perustamisesta lähtien panostanut vahvasti uusiin toimintamalleihin ja digitaalisiin palveluihin, mikä 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.

Fondian palvelumalli edellyttää, että yhtiön palveluksessa on kokeneita juristeja. Fondian juristeilla oli vuonna 2020 keskimäärin noin 17 vuoden työkokemus ja heillä on aikaisempaa kokemusta juridiikan eri toimialoilta. Fondia panostaa henkilöstötyytyväisyyteen ja pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Toisin kuin useilla asianajotoimistoilla, Fondiassa pyritään pääsääntöisesti pysymään normaalien työaikojen 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
149



LDaaS-
asiakkaita
>250

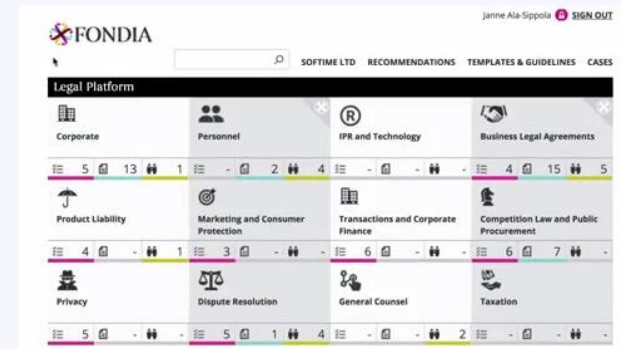


Asiakkaita
>2500

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 2020 noin 45 % 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 2020 yli 250 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 erittäin tärkeä osa kokonaispalvelua ja mahdollistaa 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

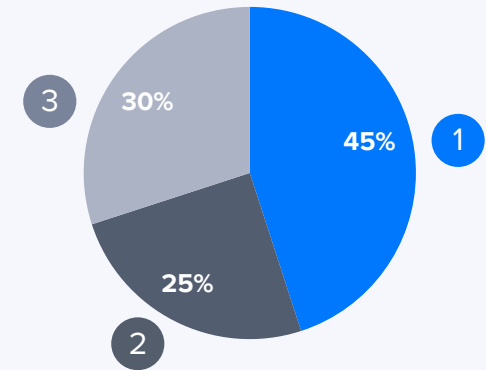
Jatkuvien palvelujen lisäksi Fondia toteuttaa neuvonantajana myös perinteisiä projekteja LDaaS-asiakkaille sekä muille asiakkaille. Näitä ovat esimerkiksi yrityskauppoihin liittyvät projektit, rahoitusjärjestelyt, pääomamarkkinajärjestelyt ja riidanratkaisut. Näiden lisäksi yhtiö järjestää erilaisia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

Projekteissa laskutus toimii pääasiassa alalle perinteiseen tapaan tuntilaskutuksena. Vuonna 2020 Fondian liikevaihdosta noin 25 % muodostui lisätöistä ja projekteista LDaaS-asiakkaille ja 30 % 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 2020

LDaaS-asiakkaiden osuus liikevaihdosta noin 70 %



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 delegeoivat toimeksiannot tämän jälkeen usein Senior Associates -tason juristeille, jotka puolestaan delegeoivat tehtäviä ja tekevät työt yhdessä nuorempien juristien kanssa. Nämä varsinaisen työn suorittavat juristit ovat usein 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 asiakasrajapinnassa mukana. Tällöin lakipalvelun tuottavat juristit tuntevat tarkemmin loppuasiakkaan tarpeet ja toimivan itsenäisemmin asiakkaan kanssa. Myös henkilöstötyytyväisyys on Fondian mukaan korkeampi, sillä työntekijöiden tehtäväkuva on tyypillisesti laajempi kuin asianajotoimistoissa.

Toisin kuin asianajotoimistot, Fondia ei kuulu Asianajajaliittoon. Tämä mahdollistaa sen, että yhtiötä omistava johto ja hallituksen jäsenet voivat

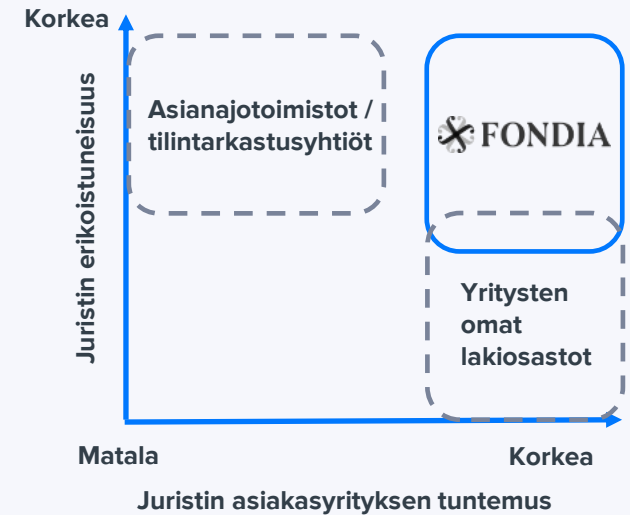
olla koulutustaustaltaan myös muita kuin juristeja. Tämä mahdollistaa monipuolisemman näkökulman ja osaamisprofiiliin johdossa.

Menestyminen vaatii vetovoimaa

Asiantuntijaliiketoiminnassa kaikki lähtee aina osajista. Henkilöstön tyytyväisyys ja yhtiön asema haluttuna työpaikkana ovat kriittisiä kilpailutekijöitä toimialalla, jossa osajista on pulaa. Kasvuhakuiselle yhtiölle kuten Fondia uusien osajien hankkiminen sekä vanhoista kiinnipitäminen ovat kriittisiä tekijöitä, vaikka liiketoimintamallissa vaihtuvuus ei suoraan tarkoita asiakkaiden menettämistä osajaan mukana. Tämä on yksi LDaaS-mallin vahvuuksista.

Korkea työtyytyväisyys heijastuu myös esimerkiksi alhaisiin sairaspöissaoloihin sekä rekrytointikuluihin. Osaavien ja kokeneiden juristien palkkaaminen voi kuitenkin olla myös haaste, sillä yhtiö ei välttämättä pysty tarjoamaan yhtä rahakkaita tehtäviä kunnianhimoisille juristeille, kun mitä he voisivat saavuttaa asianajotoimistoissa ”partneriputkessa”. Tämän takia yhtiön pitää myös jatkossa panostaa vahvasti työntekijöiden työtyytyväisyyteen ja työhyvinvointiin. Vaihtuvuus on ollut Fondialle viime vuosina haaste, mutta yhtiön mukaan organisaatiokulttuuri on kuitenkin vahva. Lisäksi on hyvä huomioida, että tietty vaihtuvuus kuuluu toimialan luonteeseen.

Fondian positioituminen markkinassa



Lähde: Inderes, hahmotelma LDaaS-mallin pohjalta

Fondian asiakkaita



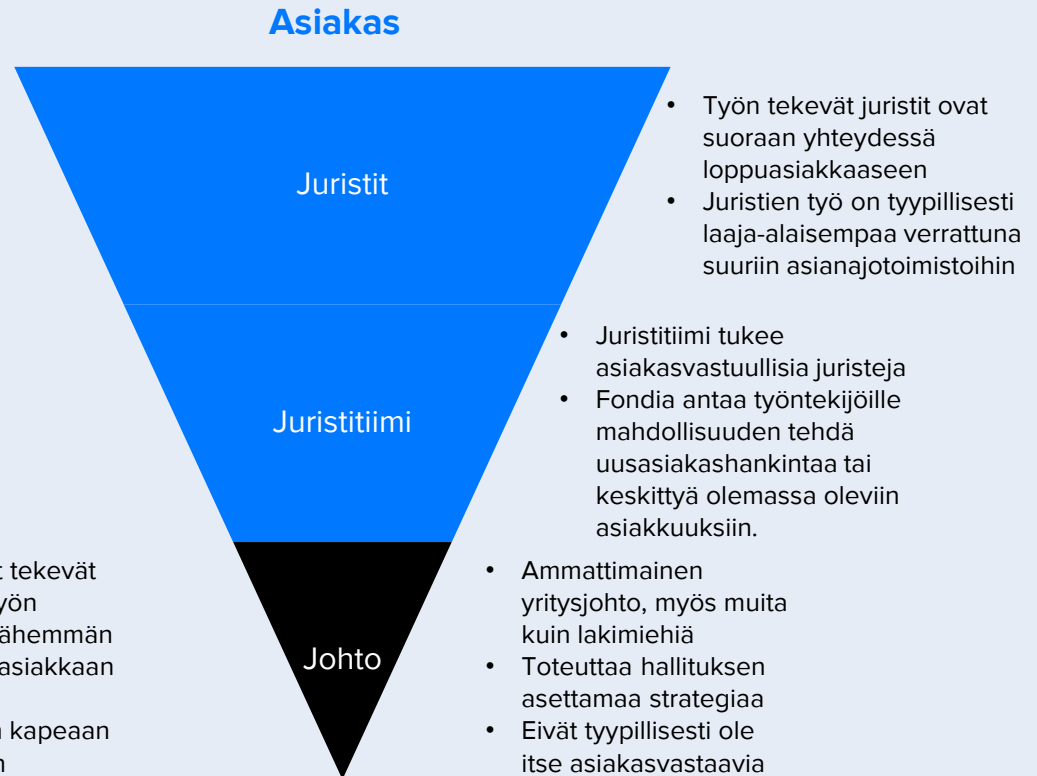
Lähde: Fondian esitys 2020

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 välttämättä ole kaikille yrityksille myöskään 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 omiin tarpeisiin räätälöity eri oikeudenaloihin keskittynyt juristitiimi käytössä, mikä tarjoaa käytännön helppoutta ja mielenrauhaa eri tilanteissa.

Fondian toimintamalli on arviomme mukaan ollut historiallisesti menestynyt Suomessa. Suomessa yhtiö on pystynyt kasvamaan kannattavasti ja selvästi yleistä markkinakasvua nopeammin. Fondian Suomen liikevaihto on noussut välillä 2013-2020 noin 7,8 % vuosittain, vaikka viime vuosina kasvu on hyytynyt pahasti. Lisäksi asiakastytyväisyys on ollut jatkuvasti erittäin korkealla tasolla ja LDaaS-asiakkaiden vaihtuvuus on ollut vähäistä. Liiketoimintamallin toimivuus onkin Suomessa todistettu, mutta ulkomailla kehitys on ollut toistaiseksi heikompaa. Fondian haasteet ovatkin pääasiassa ulkomailla, jossa LDaaS-malli ei ole niin merkittävässä roolissa.

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 11 % 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.

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.

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.



Sijoitusprofiili 1/2

Käänneyhtiöstä jälleen kasvuyhtiöksi

Fondia profiloituisi mielestämme lähtökohtaisesti defensiiviseksi kasvuyhtiöksi, mutta viime vuosien heikon kehityksen takia profiili on mielestämme tällä hetkellä käänneyhtiö. Vaikkei yhtiö ole kriisissä ja liiketoiminta on kannattavaa, odotuksiin sekä potentiaaliin nähden Fondia on ollut selkeä alisuorittaja viime vuosina. Yhtiön kasvu ja kannattavuus heikentyivät selvästi vuosina 2018 ja 2019, jolloin johtoryhmässä ja henkilöstössä oli vaihtuvuutta. Lisäksi yhtiön ja sen kahden perustajaosakkaan välillä oli työsuhderiita, mikä heijastui osaltaan kehitykseen.

Arviomme mukaan yhtiön tilanne normalisoitui ja sisäiset haasteet olivat jo valtaosin takanapäin, mutta pian tämän jälkeen iski koronapandemia. Tämä jäädytti uusasiakashankinnan ja aiheutti merkittäviä ongelmia erityisesti Ruotsissa, jossa jatkuvan liikevaihdon osuus on pienempi.

Odotamme Fondian liikevaihdon ja tuloksen kääntyvän jälleen nousu-uralle koronapandemian vaikutusten hälvetessä oletettavasti keväällä 2021. Jos yhtiö yltää jälleen kannattavaan kasvuun, yhtiön sijoittajaprofiili muuttuu aiemmasta käänneyhtiöstä jälleen defensiiviseksi kasvuyhtiöksi, mikä heijastuisi positiivisesti hyväksyttävään arvostustasoon.

Lakiasiaimarkkina on näkemyksemme mukaan vakaasti kasvava, suhteellisen turvallinen ja defensiivinen toimiala, johon yleisellä talouskehityksellä ei ole merkittävää vaikutusta. Fondialla on kohtuullisen hyvä markkina-asema

Suomessa, mutta ulkomailla yhtiö on edelleen selvästi haastajan asemassa. Ruotsin liiketoiminta on ollut käsityksemme mukaan alusta asti tappiollista tai heikosti kannattavaa. Ruotsin osalta Fondia onkin selkeä käänneyhtiö.

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 lakiasiaipalvelujen 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 erittäin korkeita. LDaaS-asiakkaiden pysyvyys onkin ollut erittäin hyvällä tasolla. Liikevaihto on myös jakautunut varsin tasaisesti, joten suuria asiakasriskejä ei käytännössä ole.

Heikkoudet

Ruotsin liiketoiminnan kannattavuutta ei ole vieläkään pystytty todistamaan. Vuonna 2020 tämä olisi ollut käsityksemme mukaan muuten mahdollista, mutta koronapandemia heikensi tilannetta merkittävästi. Vuonna 2021 tähän pitäisi olla uusi mahdollisuus.

Sijoittajien heikko luottamus. Fondia on ollut tietynlaisessa murroksessa viime vuosina ja tuloskehitys on jäänyt selvästi odotuksista. Tällä hetkellä vaikuttaa, että tilanne olisi normalisoitunut ja yhtiö olisi palaamassa kannattavaan kasvuun. Sijoittajien luottamuksen voittaminen takaisin on myös selkeä mahdollisuus, mutta tällä hetkellä tilanne heijastuu arvostukseen negatiivisesti.

Henkilöstön vaihtuvuus on ollut viime vuosina kohtuullisen 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 käynnissä olevasta ja edelleen kiihtyvistä digimurroksesta voittajana.

Sijoitusprofiili 2/2

Kannattava kasvu: Fondia kasvoi vuosina 2014-2018 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. Yhtenä merkittävänä osa-alueena tässä on Ruotsin kannattavuuden kääntäminen, joka olisi myös strategisesti tärkeää. Jos Fondian liiketoimintamalli saataisiin toimimaan Ruotsissa tehokkaasti ja kannattavasti, yhtiön kansainvälistysstrategia saisi uskottavuutta.

Riskit (ja uhat)

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

Henkilöriski on arviomme mukaan kokonaisuutena suhteellisen pieni, sillä Fondian palveluksessa oli vuoden 2020 lopussa 149 henkilöä eikä yhtiö ole riippuvainen yksittäisistä henkilöistä. Kuitenkin yhtiön keskimääräiset henkilöstökulut (2020: 84 TEUR vuodessa) ovat keskimäärin asianajotoimistoja pienempiä ja osaavan henkilöstön houkuttelevuus yhtiön palvelukseen vaatii siksi jatkuvia panostuksia henkilöstötyytyväisyyteen. Mikäli yhtiö

epäonnistuisi tässä ja sen haluttavuus työnantajana vähenisi, voisi se johtaa työntekijöiden siirtymiseen kilpailijoille. Tällä olisi erittäin negatiivinen vaikutus yhtiön liiketoimintaan ja erityisesti yhtiön kasvunäkymiin.

Epäonnistuminen kansainvälistymisessä: Fondia aloitti kansainvälistymisen jo vuonna 2012, mutta se on edennyt hitaasti ja yhtiön track-record Ruotsissa on mielestämme heikko. Arviomme mukaan on olemassa riski siitä, että yhtiö lähtee laajentamaan toimintaansa ulkomaille liian aggressiivisesti. Kansainvälistymisessä epäonnistuminen voisi painaa koko konsernin kannattavuutta kestävästi alaspäin, jolloin yhtiön tuloskehitys jäisi ennustamaamme heikommaksi. Lisäksi epäonnistumiset ulkomailta heijastuvat negatiivisesti myös Suomen toimintoihin.

Ruotsin liiketoimintojen tuleva kannattavuus on arviomme mukaan yksi keskeinen lyhyen tähtäimen kannattavuuteen liittyvä riskitekijä. Fondian track-record Ruotsissa vuosilta 2012-2020 on mielestämme heikko ja yhtiön liiketoimintamalli ei ole mielestämme vielä todistanut toimivuuttaan Ruotsissa. Yleisestikään Fondian kannattavuuskehitys ei ole viime vuosina vakuuttanut, minkä takia nostamme riskien joukkoon myös kiristyvän kilpailun uhan.



Sijoitusprofiilin SWOT-analyysi

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Vakaa markkina-asema SuomessaVahva tase ja hyvät mahdollisuudet investoidaPääomatehokas liiketoimintamalliKorkea asiakastytyväisyys	<ul style="list-style-type: none">Ruotsin liiketoiminnan kannattavuutta ei ole todistettuViime vuosien heikko tuloskehitys, joka on johtanut sijoittajien heikkoon luottamukseenHenkilöstön vaihtuvuus
<ul style="list-style-type: none">Uudet digitaaliset palvelutPaluu kannattavaan kasvuunRuotsin käänne ja tämän jälkeen kansainväliset mahdollisuudet	<ul style="list-style-type: none">MaineriskitHenkilöriskit ja vetovoima työnantajanaEpäonnistuminen kansainvälistymisessäRuotsin kannattavuusKilpailun kiristyminen

Mahdollisuudet

Uhat

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, joka vaatii kuitenkin Ruotsin käännettä

Potentiaali



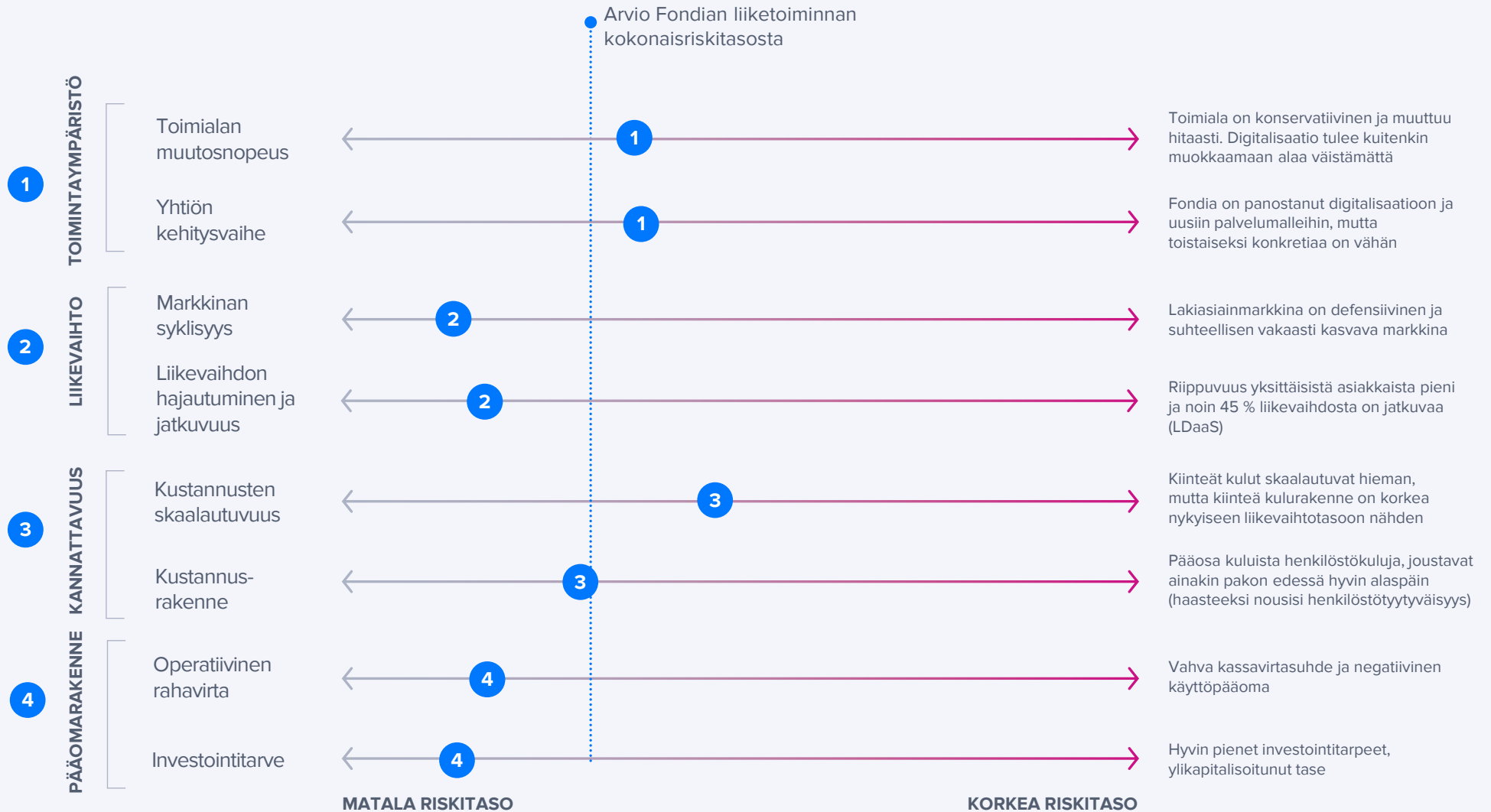
- Mahdollisuus palata kannattavaan kasvuun lähivuosina
- Suomen liiketoiminnan matala riskiprofiili
- Vahva tase ja kassavirta mahdollistaa investoinnit
- Uudet tuotteistetut palvelut sekä digitaalisuuden tuomat mahdollisuudet
- Pitkällä aikavälillä kansainvälinen potentiaali digitaalisen tarjonnan kautta

Riskit



- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Mahdollinen epäonnistuminen henkilöstötyytyväisyyden ylläpidossa ja osaajien houkuttelemisessa
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen
- Viime vuosien vaisun tuloskehityksen jatkuminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat ja kilpailukenttä 1/4

Kasvava ja defensiivinen kokonaismarkkina

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

Mielestämme Fondian liikevaihdolla ja Suomen talouskehityksellä on ollut kuitenkin tietty korrelaatio historiassa – ainakin liikevaihdon kasvu on ollut yleensä heikompa 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. 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

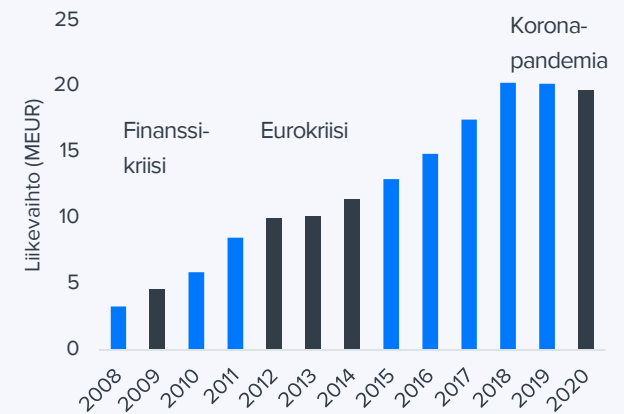
vuonna 2019 tilastokeskuksen mukaan noin 1,2 miljardin euron kokoinen. Toisen osan markkinasta muodostavat yrityksissä ja yhteisöissä työsuhteessa toimivat lakimiehet. Tämän markkinan tarkkaa kokoa on vaikea arvioida, mutta Suomessa Lakimiesliiton selvityksen mukaan yrityksissä ja yhteisöissä työskenteli vuonna 2015 noin 6500 lakimiestä joiden yhteenlaskettu palkkasumma oli arviomme mukaan karkeasti noin 500 MEUR. Tästä markkina on todennäköisesti kasvanut selvästi.

Suomen lakiasianpalvelumarkkina on kasvanut viimeisen vuosikymmenen aikana suhteellisen tasaisesti ja keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 4 %. Kuitenkin vuonna 2019 erityisesti asianajotoimistojen liikevaihdot hyppäsivät Tilastokeskuksen mukaan yli 45 %. Taustalla on käsityksemme mukaan laskentavan muutos - palvelualojen kokonaiskokoa ilmoitettaessa useita eri toimijoiden palveluluokkia on yhdistetty. Viime vuosina markkina on kasvanut erityisesti Euroopan Unionin regulaation kiristyessä, mutta näin voimakasta hyppyä ei ole tapahtunut.

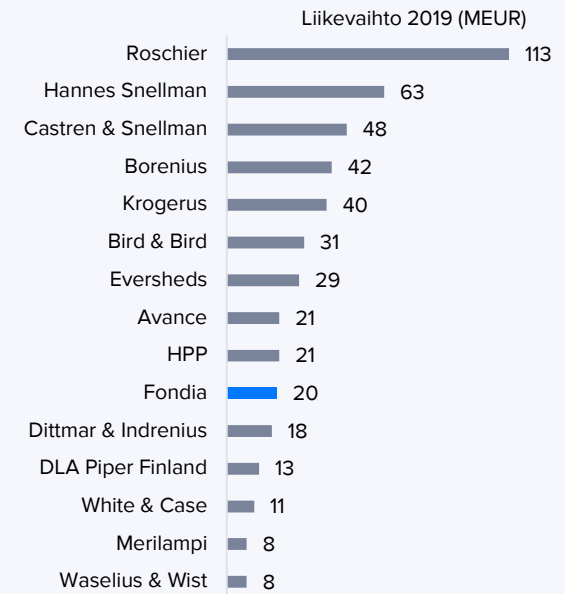
Arviomme mukaan toimialan todellinen kasvu on ollut vuonna 2019 nopeampaa kuin historiallinen keskiarvo (2013-2018: 4,1 %), mutta ei lähelläkään Tilastotiedon indikoimaa 35 %:n loikkaa. Tätä tukee toimialan suurimpien yhtiöiden tilinpäätöstiedot vuodelta 2019, sillä 30 suurimman yhtiön mediaani liikevaihdon kasvu oli noin 4 % (lähde: Talouselämä, Alma Talent Tietopalvelut). Tämä tarkoittaa, että markkinakoko poikennee merkittävästi Tilastokeskuksen ilmoittamasta 1,2 miljardista eurosta. Liikejuridiikan markkinan arviomme olevan noin miljardi euroa Suomessa.



Fondian liikevaihdon kehitys ja Suomen talouden taantumat



Suomen suurimmat asianajotoimistot ja Fondia



Lähde: Talouselämä, Alma Talent Tietopalvelut

Markkinat ja kilpailukenttä 2/4

Ruotsin markkina on suuri ja kasvaa nopeasti

Ruotsin lakiasianmarkkina on arviomme mukaan selvästi yli kaksinkertainen Suomeen verrattuna (lakiasianpalvelut ja yrityksissä työskentelevät lakimiehet). Arviomme mukaan Ruotsin lakiasianmarkkinan kokoluokka on karkeasti noin kolme miljardia euroa. Tämä perustuu aiempiin tilastoihin (Statistics Sweden) sekä keskimääräiseen noin 4,8 %:n kasvuvauhtiin.

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 siksi Fondialle mielenkiintoinen.

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. Näin ollen emme pidä tarpeellisena tarkastella markkinaa toistaiseksi tarkemmin.

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 kireää, sillä asianajotoimistojen kannattavuudet ovat erityisesti johtavien yhtiöiden osalta todella korkeita. Vuonna 2019 toimialan 30 suurimman yhtiön liikevoittomarginaali oli keskimäärin noin 26,5 %. 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 asiantuntijapalvelualueat (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.

Markkinoiden trendit

Näkemyksemme mukaan lakipalveluiden markkinassa on havaittavissa viisi selkeää 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 kokonaisuuksien 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 kehity kilpailukykyään katoavat lopulta pitkällä aikavälillä markkinoilta. Näkemyksemme mukaan muutos tulee tapahtumaan, mutta sen aikataulua on erittäin vaikea arvioida. Uskomme että muutosvastarinta tulee olemaan merkittävää.

Markkinat ja kilpailukenttä 3/4

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. Deloitte vuoden 2016 tutkimuksen perusteella jopa 52 % vastanneista yrityksistä olisi valmis ostamaan lakipalveluita ulkopuoliselta yritykseltä, emmekä usko suhtautumisen muuttuneen viime vuosina. Ulkoistamistrendi tukee suoraan Fondian liiketoimintaa, sillä yhtiön jatkuvien palveluiden avulla asiakasyritysten on mahdollista ulkoistaa oma lakiosasto tai lakimies osittain tai kokonaan Fondialle.

Lisääntyvä sääntely: Kansainvälisten sopimusten sääntely ja erityisesti EU-sääntely tulevat useiden arvioiden mukaan lisääntymään tulevaisuudessa. Tämä kasvattaa 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.

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 suhteellisen hyvin, sillä yhtiön tarjoamassa lakiosastopalvelussa hinnoittelu on ennakoitavaa ja asiakkaat näkevät mihin toimenpiteisiin Fondian juristit ovat aikansa käyttäneet. Yhtiö on myös pyrkinyt tuotteistamaan palveluitaan yhä selkeämmin.

Kilpailukenttä Suomessa

Suomessa lakiasiamarkkina on suhteellisen fragmentoitunut, sillä lakiasiaintoomialalla oli vuonna 2020 yhteensä 1187 yritystä, joissa työskenteli keskimäärin noin 3 työntekijää per yhtiö. Keskimääräinen lakiasiantomisto on siis erittäin pieni. Toisaalta Suomen 20 suurinta yhtiötä keräsivät yli 500 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2019, ja vastasivat siten karkeasti noin puolesta Suomen markkinaa. 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.



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

Suuret asianajotoimistot

Suomessa lakiasiainallalla suurimman kilpailupaineen Fondialle muodostavat näkemyksemme mukaan suurehkot, yli 10 MEUR:n liikevaihdon asianajotoimistot, joita oli Suomessa vuonna 2019 yhteensä 13. Nämä ovat pääasiassa maineikkaita, pitkään toimineita täyden palvelun liikejuridiikkaan keskittyneitä asianajotoimistoja. Lisäksi suurten ns. Big 4-tilintarkastustoimistojen lakipalveluosastot kilpailevat osittain Fondian tarjoamien projektipalveluiden kanssa.

Erityisesti viisi suurinta asianajotoimistoa ovat selvästi Fondiaa suurempia (2019 liikevaihdot 40-119 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 vastaa 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.

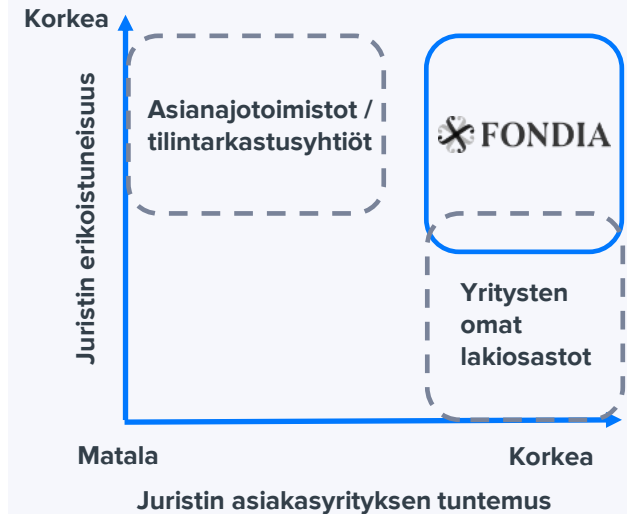
Yritysten omat lakimiehet

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

Usein yritysten omat lakimiehet ovat ”generalisteja” eli he eivät ole erikoistuneet syvällisesti yksittäisiin liikejuridiikan alueisiin. 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. Olemme havainnollistaneet näkemyksemme Fondian positioitumista kilpailijoihin nähden sivupalkissa sekä hahmottaneet kilpailutilannetta myös seuraavalla sivulla olevassa suuremmassa kuvaajassa.

Fondian positioituminen markkinassa



Lähde: Inderes, hahmotelma LDaaS-mallin pohjalta

Fondian valikoituja referenssejä

PONSSE

SUPERCELL

siili_

LAPPSET

HEDENGREN

Fondian positioituminen markkina- ja kilpailukentässä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Fondian strategiana on tuottaa lakipalveluja innovatiivisesti ja inhimillisesti. Yhtiön visiona on olla yritysten ensisijainen valinta lakikumppaniksi. Uudistetun strategian keskiössä ovat asiakkaat, teknologia ja Fondia-kulttuuri. Yhtiö palvelee asiakkaitaan kaikissa liikejuridiikan tarpeissa eri tavoin paketoituihin palvelumalleihin. Fondian toimintatapa poikkeaa selvästi ”perinteisestä” asianajotoimistosta, mikä näkyy myös yhtiön strategian kulmakivissä.

Strategian kulmakivet: LDaaS

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

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

Strategian kulmakivet: Teknologia

Fondian strategiaa tukee yhtiön kehittämä digitaalinen MyFondia-alusta, joka on digitaalinen työskentely-ympäristö Fondian 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](#). Hanke on kaksivuotinen 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.

Teknologiainvestointien kautta yhtiö hakee tehokkuutta mm. automatisaation ja tekoälyn kehittämiseen. Pidemmällä aikavälillä yhtiö haluaa luoda skaalautuvan perusalustan, jossa on selkeä toimintamalli kaikissa toimintamaissa.



Fondian strategian kulmakivet

Asiakkaat

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

Teknologian hyödyntäminen

- Digitalisaatio vapauttaa aikaa asiakaslisäarvon luomiselle
- Kansainvälinen skaalautuva liiketoimintamalli (CREDU)

Fondiaanit ja yrityskulttuuri

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

Lähde: 2020 Fondia tilinpäätösesitys (videolinkki alla)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Strategian kulmakivet: Kulttuuri ja henkilöstö

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

Fondia ei ole perinteinen asianajotoimisto, jossa on vahva hierarkia ja joissa usein kompensatio ja työtaakka jakautuvat erittäin epätasaisesti. Yleensäkin Fondian toimintamalli poikkeaa perinteisestä ja vetoaa arviomme mukaan eri tavoin erilaisiin työntekijöihin. Yhtiön mukaan noin 65 % Fondian juristeista tulevat yhtiöiden sisäisten lakimiesten tehtävistä, mikä on keskimääräistä korkeampi lukema toimialalla.

Fondialla on ollut historiassa 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, mutta fokus

on nyt vahvasti nykyisen liiketoiminnan kääntämisessä takaisin kannattavaan kasvuun.

Ennen uusia kansainvälisiä avauksia Fondian täytyy vankistaa nykyistä liiketoimintaa sekä saada Ruotsin liiketoiminta vakaalle ja hyvin kannattavalle pohjalle. Käsityksemme mukaan Fondian johto on asiassa samoilla linjoilla.

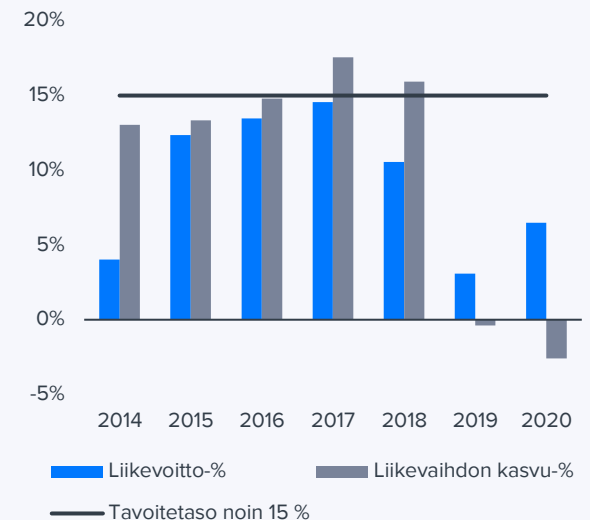
Taloudelliset tavoitteet ovat haastavia

Fondian keskipitkän aikavälin tavoitteet ovat liikevaihdon vuosittainen kasvu keskimäärin noin 15 % ja keskimäärin noin 15 %:n liikevoittomarginaali. Tavoitteet ovat todella haastavia, mutta yhtiö on historiassa päässyt suhteellisen lähelle niiden toteutumista. Viime vuosina tavoitteista on jääty kauas sekä kasvun että kannattavuuden heikennyttä merkittävästi. Omat ennusteemme ovat selvästi tavoitetasoja alhaisempia, mutta mielestämme tavoitteet ovat kuitenkin realistisia pitkällä aikavälillä.

Voitonjakopolitiikkana on jakaa vähintään 2/3 vuotuisesta tuloksesta osinkoina. Fondia on maksanut koko ajan runsaita osinkoja, mikä on hyvin ymmärrettävää yhtiön noin 5 MEUR:n nettokassan takia. Fondian tase onkin erittäin vahva ja mielestämme ylikapitalisoitunut, joten osinkoja voitaisiin 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 orgaanisesti keskimäärin 14,7 %:n vuosivauhdilla (CAGR-%) ja kasvuvauhti oli selvästi Suomen lakiasiaimarkkinan markkinakasvua (jaksolla noin 4,4 % vuodessa) nopeampaa. Yhtiö pystyi tällä jaksolla jatkuvasti kasvattamaan markkinaosuuttaan Suomessa.

Fondian 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 yhtiön liiketoimintamallin ja konseptin toimivuuden. Tälle kehityspolulle Fondian täytyy päästä uudelleen, ja samat tekijät ovat tärkeitä myös kannattavuuden palauttamisessa.

Hyvä kehitys kääntyi vuonna 2018

Vuodesta 2018 tuli käännekehitys erityisesti Fondian kannattavuuden suhteen. Suurin tekijä oli arviomme mukaan tammikuussa 2018 toteutettu yhtiön historian ensimmäinen yrityskauppa, sen

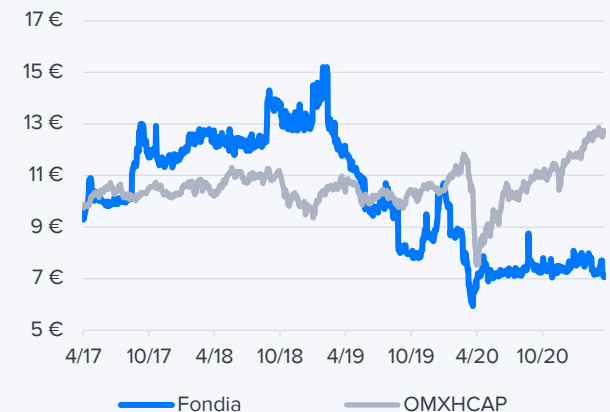
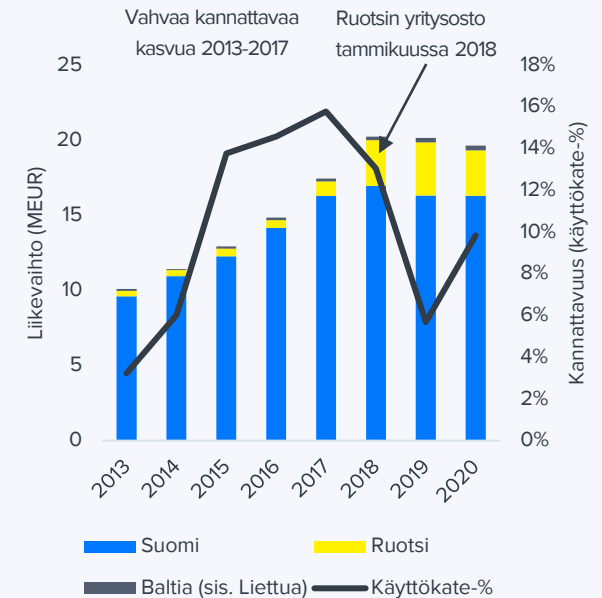
integraatiokulut sekä muut kasvupanostukset Ruotsissa. Fondia osti tammikuussa 2018 Ruotsista 21 henkilöä työllistävän ja 1,4 MEUR:n liikevaihdon omaavan lakitoimiston Jansson & Norin AB:n (J&N) noin 1,6 MEUR:lla (myöhemmin lisäkauppahinta noin 0,4 MEUR). Yrityskaupalla Fondia saavutti Ruotsissa järkevän 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 toiminnot arviomme mukaan selvästi tappiolle. Ruotsi heikensi Fondian kannattavuutta 2018-2020 merkittävästi. Ruotsin kannattavuuden piti saavuttaa break-even-piste vuonna 2020, mutta koronapandemia muutti markkinatilannetta ja tämä Fondian tavoite siirtyi vuoteen 2021.

Arviomme Ruotsin haasteiden vaikuttaneen heikentävästi myös Suomen kasvuun niiden viedessä johdon resursseja. Samalla Fondialla oli muitakin kasvukipuja, kun organisaatio oli kasvanut kokoluokkaan, jossa aiempi tapa toimia ei ollut enää perusteltu. Samalla Fondian johtoon ja organisaatioon vaikuttaisi syntyneen ristiriitoja. Vaihtuvuus johdossa kasvoi merkittävästi, ja vuosina 2017-2019 5 henkilöä yhtiön kesäkuun 2017 lopun 9 hengen johtoryhmästä lähti yhtiöstä. Osittain taustalla voi tulla myös aiemmin tehty listautuminen ja siihen liittyvät menettelyt. Käsityksemme mukaan samoihin aikoihin alkoi yhtiön ja sen kahden perustajaosakkaan välinen riita, joka heijastui organisaation eri tasoille.



Fondian kaksijakoinen track-record



Lähde: Thomson Reuters

Historiallinen kehitys 2/2

Riita perustajaosakkaiden kanssa

Fondia tiedotti toukokuussa 2019, että yhtiön perustajaosakkaisiin kuuluvat Marianne Saarikko Janson ja Mårten 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 Mårten 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 Mårten Janson perustivat yhdessä muiden kanssa Vestra Group Oy lakiasiaintoytimen. Kyseessä on toistaiseksi pieni yhtiö, emmekä näe sen muuttavan oleellisesti kilpailukenttää. Fondian kannalta tärkeintä mielestämme on, että sisäiset ristiriidat ovat käsityksemme mukaan päättyneet. Fondialta siirtyi muutamia henkilöitä Vestraan, mutta yleisesti vaihtuvuuden osalta tilanne on rauhoittunut ja johtoryhmä vakiintunut. Mielestämme on selvää, että ristiriidoilla on ollut selkeä negatiivinen vaikutus Fondian kehitykseen viime vuosina. Emme kuitenkaan usko, että se olisi aiheuttanut pysyviä vaurioita Fondiaan.

Tase ja pääomatehokkuus ovat erinomaisia

Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia ja yhtiöllä oli negatiivinen käyttöpääoma vuosina 2014-2020. Käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostovelosta. Vuonna 2020 käyttöpääoma oli selvästi negatiivinen eli -8,2 % liikevaihdosta. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön

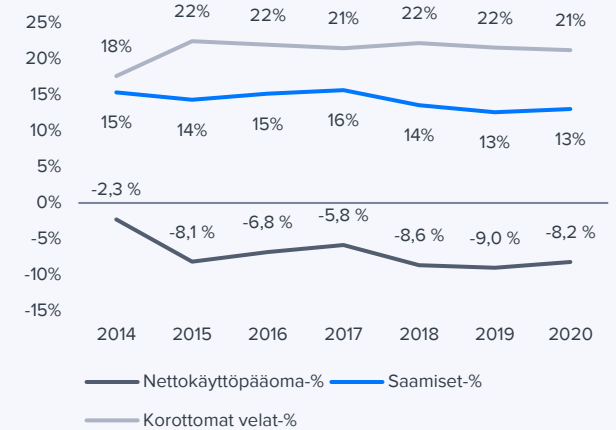
liikevaihdon kasvu ei sido pääomaa, vaan päin vastoin vapauttaa sitä. Kasvu on siis itsessään kassavirtaa vahvistavaa, mikä on yleisesti erinomainen tekijä kasvuyhtiölle.

Fondian tase on erittäin kevyt ja se koostui vuoden 2020 lopussa lähinnä käyttöpääomasta ja kassavaroista. Korollista velkaa taseessa ei ole ja vuoden 2020 lopun kassa oli noin 5,2 MEUR. Mielestämme tase on vahvasti ylikapitalisoitunut ja mahdollistaa korkean osingonmaksun myös tulevaisuudessa. Taserakenne on esitetty seuraavalla sivulla.

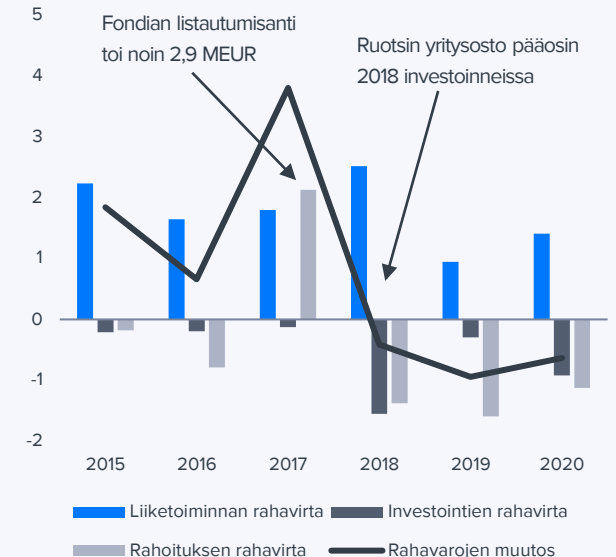
Fondian investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen ovat olleet historiassa pieniä. Vuonna 2020 investoinnit nousivat kuitenkin yli 1,0 MEUR:oon ollen noin 5,2 % liikevaihdosta (2019: 0,4 MEUR). Suurin osa investoinneista kohdistuu käsityksemme mukaan CREDU-hankkeen kautta yhtiön digitaalisten työkalujen ja palveluiden kehittämiseen. Lisäksi H2'20 Fondia siirtyi uusiin toimitiloihin, mikä oli käsittääksemme yhtiölle oleellinen investointi ja nosti selvästi myös yhtiön poistoja.

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 hyödyttyä ja toisaalta investointien kasvettua. Isossa kuvassa liiketoimintamalli on kuitenkin erittäin pääomatehokas ja investointitarpeet ovat yleisesti maltillisia.

Käyttöpääoman kehitys suhteessa liikevaihtoon

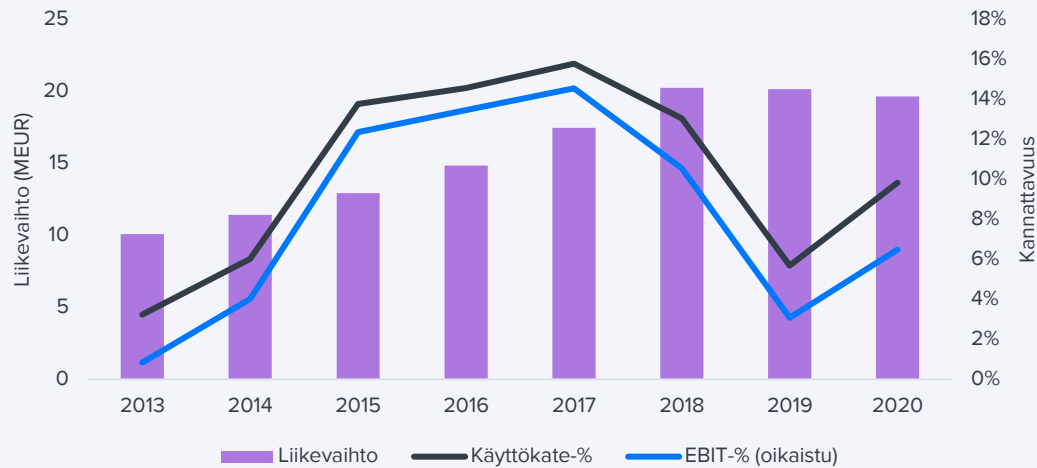


Fondian rahavirrat (MEUR)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

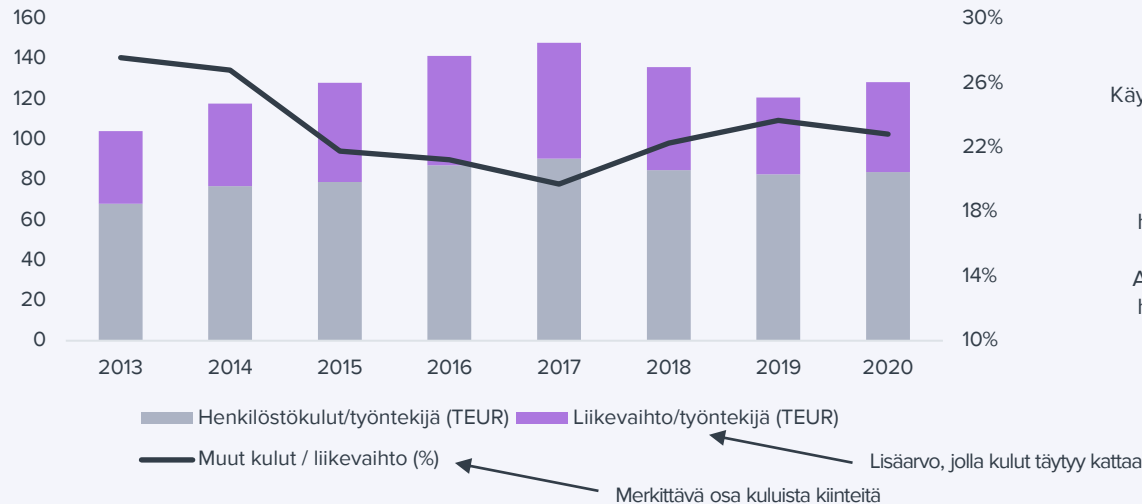
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2013-2020



Fondian taserakenne 2020 (MEUR)



Muiden avainlukujen kehitys 2013-2020



Ennusteet 1/4

Asiantuntijayhtiön kulurakenne

Fondian kulurakenne on tyypillinen asiantuntijayhtiöille. Ylivoimaisesti suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat vuonna 2020 noin 72 % kaikista kuluista. Liikevaihto/henkilöstökulut olivat viime vuonna noin 65 %, mikä antaa pohjan kannattavalle liiketoiminnalle. Tämä tarkoittaa, että asiantuntijat tuovat liikevaihtoa noin 35 %:n katteella, mikä on kohtuullisen taso.

Kun vertaamme tätä esimerkiksi IT-palveluyhtiöihin (esimerkiksi Siili 2020: 39 %) tai suunnittelu-yhtiö Etteplaniin (2020: 32 %), 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 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

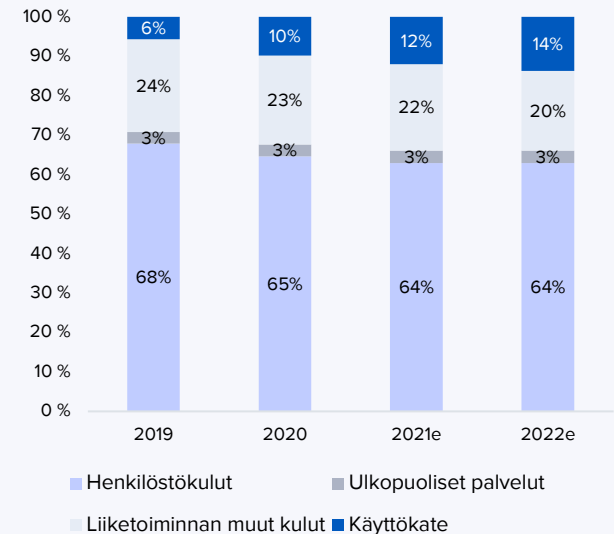
huomioitava, että perinteisissä osakasmalleissa myös osingot ovat osa kompensatiomallia.

Muut kulut ovat korkeat suhteessa nykyiseen liikevaihtotasoon

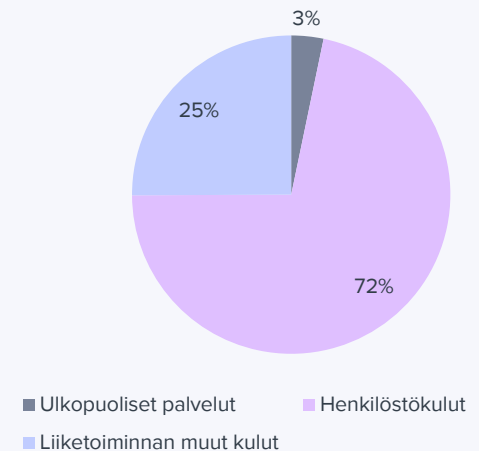
Suorat henkilöstökulut ovat vain yksi osa kulurakennetta. Toinen merkittävä kuluerä on liiketoiminnan muut kulut. Fondialla tämä oli 23 % liikevaihdosta vuonna 2020, mikä on mielestämme erittäin korkea taso asiantuntijaorganisaatiolle. IT-palvelusektorilla on perinteisesti pyritty pitämään muut kulut alle 10 %:n tasolla liikevaihdosta (Siili 2020: 9,0 %) ja Etteplanin vastaavat taso oli vain 8,6 % vuonna 2020. Luvut eivät toki ole vertailukelpoisia ja viime vuosi oli poikkeuksellinen monella tavalla, mutta ne antavat suuntaviivoja. 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 %.

Lisäksi kulurakenteessa on eroteltu pienet ulkoiset palvelut (3 % kuluista), joiden merkitys on Fondialle pieni. Näiden kulujen kautta pääsemme käyttökattetasolle ja poistoihin. Fondian 2020 poistot ja arvonlennukset olivat yhteensä 0,66 MEUR ja kasvoivat merkittävästi loppuvuonna. Näistä 0,34 MEUR oli aineettomia poistoja ja 0,20 MEUR konserniliikearvopoistoja, joita yhtiö voi tehdä FAS-kirjanpidossa (ei IFRS). Olemme oikaisseet vertailukelpoisuuden takia liikearvopoistot liikevoitosta. Kannattavuutta kannattaakin seurata myös EBITA-tasolla kuten teemme myös mm. IT-palvelusektorilla.

Kulujen jakautuminen suhteessa liikevaihtoon



Kulujen jakautuminen (2020)



Ennusteet 2/4

Liikevaihdon kasvu avainasemassa

Mielestämme Fondian kulurakenne on tällä hetkellä korkea suhteessa yhtiön liikevaihtotasoon. Käsitksemme mukaan yhtiön infrastruktuuri (toimistot, organisaation tukifunktiot jne.) on rakennettu kantamaan huomattavasti nykyisempää suurempaa liikevaihtoa, mikä heijastuu tällä hetkellä negatiivisesti kannattavuuteen. Käsitksemme mukaan kulurakennetta on nykytasolta silti vaikea laskea merkittävästi, joten oleellinen tuloskasvu vaatii taakseen liikevaihdon kasvua. Näin suhteellisen korkea kiinteä kulurakenne jakautuisi suuremmalle liikevaihdolle ja kannattavuus nousisi. Ennusteemme sisältävät silti lievää kustannus-inflaatiota (1-2,5 %) myös muissa kuluissa.

Fondian kannattavuuden skaalautuvuus perustuukin valtaosin juuri kiinteiden kulujen parempaan jakautumiseen ennusteissamme. Kannattavuutta voidaan tietysti parantaa henkilöstön paremman laskutusasteen kautta, mutta tällä hetkellä oletamme tämän vivun olevan toissijainen alkuvaiheen elpymisen jälkeen. Liikevaihdon kasvaessa Fondia tulee rekrytoimaan uusia juristeja, joiden ylösajo ”täyteen kapasiteettiin” voi hyvin viedä 6-12 kuukautta. Juuri tällä hetkellä kokoneiden juristien ylösajon ei pitäisi kestää kauaa, koska tietyillä alueilla Fondialla on jo työkuormaa paljon.

Oletamme omissa ennusteissamme, että tehokkuuden parantuminen jatkuu vuonna 2021 ja Fondian liikevaihto/työntekijä nousee noin 4,3 % (2020: +6,3 %). Tämän jälkeen oletamme

kuitenkin, että työntekijäkohtainen liikevaihto kasvaa suunnilleen linjassa henkilöstökulujen kanssa.

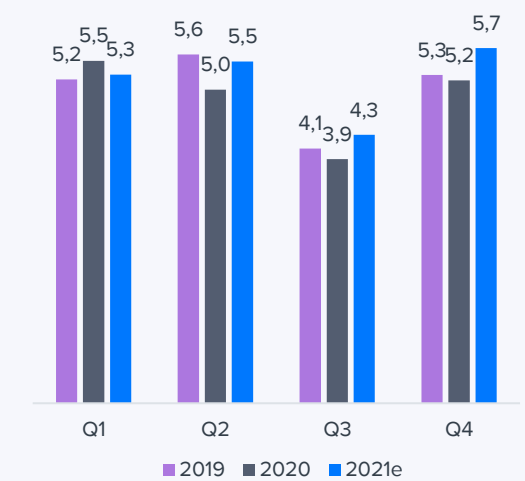
Odotamme liikevaihdon kääntyvän kasvuun Q1:n jälkeen

Ennusteissamme Fondian liikevaihto pysyy paineessa Q1:llä, jossa vuoden 2020 vertailukausi oli vielä erittäin hyvä. Viime vuosi alkoi hyvällä 5,7 %:n kasvulla, minkä jälkeen tahti kuitenkin hidastui merkittävästi ja koko vuonna 2020 liikevaihto laski 2,6 %. Luonnollisesti epävarmuutta aiheuttaa myös jälleen heikentynyt koronapandemiatilanne.

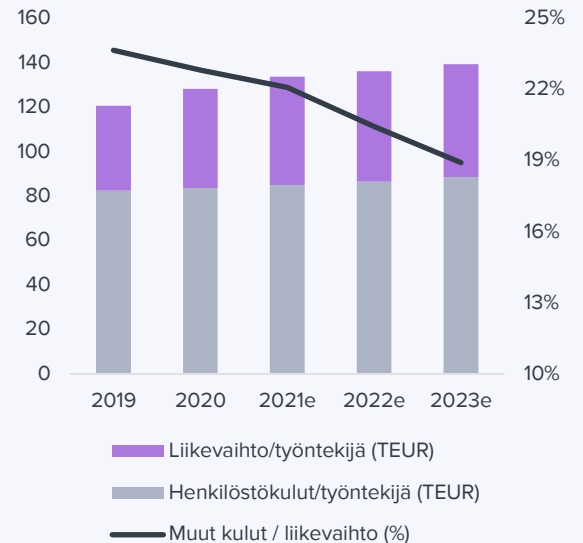
Odotamme Fondian liikevaihdon laskevan Q1:llä noin 4 %, mutta kääntyvän tämän jälkeen voimakkaaseen noin 10 %:n nousuun. Vaikkei markkinatilanne oletettavasti ole läheskään normalisoitunut Q2:lla, parannuksen edellisvuoteen pitäisi silti olla huomattava. Loppuvuotta kohti koronapandemia on oletettavasti ainakin lieventynyt merkittävästi, kun rokotesuoja on parantunut. Tämän pitäisi tukea tasapainoisempaa kysyntää, mahdollisesti M&A-projekteja keskusuurissa yhtiöissä (nyt keskittynyt suuriin) sekä antaa Fondialle mahdollisuuksia uusmyynissä. Asiakaspito ja -tyytyväisyys ovat olleet erittäin hyvällä tasolla, mutta kriisin keskellä erityisesti ennakoiva lakityö on jäänyt pois.

Liikevaihdon kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta, mutta markkinatilanteen normalisoituessa luotamme Fondian liikevaihdon vähintään elpyvän loppuvuonna. Ruotsin kehitys on suurennuslasin alla, koska siellä toiminta on ollut Suomea herkempää esimerkiksi koronalle.

Liikevaihdon kasvu kvartaaleittain



Kiinteät kulut skaalautuvat



Ennusteet 3/4

Tämä johtuu pääasiassa siitä, että Ruotsissa jatkuva liikevaihtoa on selvästi Suomea vähemmän. Suurin kasvupotentiaali on kuitenkin näkemysmme mukaan Ruotsissa (2020e +9 %), jossa liikevaihto tuli viime vuonna 15 % alas. Jos markkina normalisoituu ja Fondia saa uusmyynnin hyvin käyntiin pandemian jälkeen, mahdollisuuksia Ruotsissa on paljon. Baltian liikevaihtoa emme erikseen ennusta, vaan oletamme sen kehittyvän suunnilleen Suomen (2020e +5,2 %) tahdissa. Baltia on pääosin tukitoiminto ja niin pieni, ettei sillä ole suurta merkitystä kokonaisuudelle.

Jatkuvan liikevaihdon osuus nousee hitaasti

Odotamme LDaaS-liikevaihdon osuuden pysyvän tänä vuonna suunnilleen samalla tasolla kuin 2020, jolloin sen osuus oli noin 45 %. Lähivuosina odotamme osuuden kasvavan hiljalleen yhtiön kasvattaessa LDaaS-asiakkaiden määrää. Nopeimmin kasvua (ja tulosta) olisi arviomme mukaan saatavilla projekteista, mutta Fondian fokus on vahvasti jatkuvan liikevaihdon kasvattamisessa.

Yhtiö panostaa tällä hetkellä myös muiden jatkuvien palvelukonseptien kehittämiseen ja kaupallistamiseen, mitä kautta yhtiö voi edelleen lisätä jatkuvaa ja ennakoitavaa liikevaihtoa. Tästä esimerkkinä on Tietosuojavastaava palveluna (DPOaaS), joka lanseerattiin viime vuonna. Jos jatkuvan liikevaihdon osuus kasvaa LDaaS-palvelun ulkopuolella, uskomme Fondian alkavan raportoidaan jatkuvaa liikevaihtoa kokonaisuutena. Toistaiseksi uusien palvelukonseptien menestystä on vaikea arvioida, mutta näemme uusissa palveluissa potentiaalia.

Kannattavuus paranee kasvun mukana

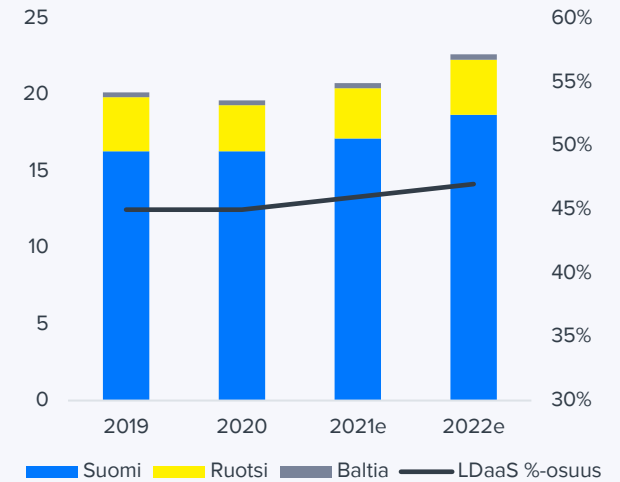
Arviomme mukaan Fondian kannattavuus tulee paranemaan selvästi vuoden 2020 tasosta, jos odottamamme liikevaihdon kasvu toteutuu. Yhtiön kiinteät kulut nousivat viime vuoden loppupuolella yhtiön muutettua Helsingissä uuteen toimistoon, mutta vaikutus on käsittääksemme maltillinen. Investoinnit digitaalisiin työkaluihin ja liiketoimintamalleihin jatkuvat mm. CREDU-hankkeen kautta, mutta uutta hyppäystä investoinneissa tai poistoissa ei pitäisi olla näköpiirissä.

Rekrytoinnit tulevat luonnollisesti nostamaan henkilöstökuluja, mutta arviomme mukaan valtaosa rekrytoinneista pystytään ajoittamaan ”tarpeeseen”, mikäli markkina elpyy odotetusti. Näin ollen uusien juristien pitäisi pystyä tuomaan myös liikevaihtoa nopealla aikataululla, jolloin laskutusaste säilyisi vähintään viime vuoden tasolla. Silloin jokainen uusi miljoona liikevaihtoa toisi teoriassa 0,35 MEUR liiketulosta (marginaali 35 %), mikä tekisi kasvusta erittäin kannattavaa.

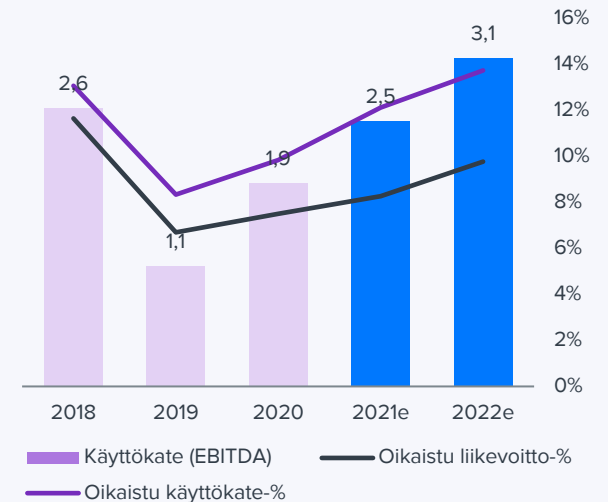
Kannattavuuden parantumisessa Ruotsilla on merkittävä rooli. Fondia arvioi [tuloslukituksen](#) yhteydessä, että Ruotsin liiketoiminta saavuttaa vuonna 2021 vähintään nollatuloksen (”break-even”). Tämä olisi Fondian toistaiseksi karikkoiselle kansainvälistymiselle erittäin tärkeä rajapyykki. Käsityksemme mukaan Ruotsi oli jo viime vuonna hyvällä matkalla kohti kannattavuutta, mutta korona siirsi tämän tähän vuoteen. Johto vaikutti hyvin luottavaiselta Ruotsin kehityksen suhteen, mikä on rohkaisevaa. Oletamme kuitenkin, että odotuksissa on markkinatilanteen normalisoituminen sisällä.



Liikevaihtoennusteet (MEUR) ja liikevaihdon jakautuminen



Kannattavuus nousee liikevaihdon mukana hyvällä vivulla



Ennusteet 4/4

Odotamme vahvaa tuloskasvua heikolta tasolta

Odotamme Fondialta vahvaa tuloskasvua lähivuosina, joka toki osittain johtuu vuoden 2020 heikosta lähtötasosta. Vuonna 2020 liikearvopoistoista oikaistu osakekohtainen tulos oli 0,26 euroa, mitä on mielestämme kaukana Fondian todellisesta potentiaalista. Tältä tasolta kuitenkin lähdeittäessä ennustamme Fondian osakekohtaisen tuloksen kasvunopeuden olevan 2020-2023 noin 32 %. Odotamme tällä hetkellä vuoden 2023 oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan 0,60 euroa.

Ennustettu tuloskasvu kuulostaa todella voimakkaalta ja siihen liittyy tietysti todella paljon epävarmuutta. Huomautamme kuitenkin, että vuoden 2023 ennusteissamme Fondian liikevaihto on 25,0 MEUR, mikä vaatisi vuosittain 8,4 %:n kasvua (2020-2023). Vastaavasti ennustamme liikevoittomarginaalin olevan noin 12,3 %, kun oikaisemme liikearvopoistot (2020: 7,5 %). Fondian omat tavoitetasot vuotuisalle liikevaihdon kasvulle sekä liikevoittomarginaalille ovat keskimäärin noin 15 %, joista molemmista olemme edelleen kaukana vuoden 2023 ennusteissa. Ennusteemme ovat korkeat suhteessa tämän hetken tulostasoon, mutta mielestämme täysin saavutettavissa.

Tuloskasvupotentiaalia Fondialla on siis erittäin paljon, mikä tekee yhtiöstä kiinnostavan sijoituskohteen. Samalla on tärkeää muistaa, ettei Fondian viime vuosien tuloskehitys ole ollut ennakkoidulla tasolla. Suunnan on käännyttävä nopeasti ja voimakkaasti, jotta ennusteemme olisivat realistisia.

Kassavirta ja osingot seuraavat pitkälti tulosta

Fondian liiketoiminnan rahavirta seuraa ennusteissamme hyvin pitkälti tuloskehitystä. Yhtiön liiketoimintamalli on hyvin pääoma- ja kassavirtatehokas, ja odotamme käyttöpääoman olevan myös jatkossa negatiivinen (noin 8-9 %). Kasvu ei siis ennusteissamme sido pääomaa. Investoinnit nousivat viime vuonna 1,0 MEUR:n tasolle, mikä on arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä kestävä taso. Suurin osa investoinneista kohdistuu käsityksemme mukaan CREDU-hankkeen kautta yhtiön digitaalisten työkalujen ja palveluiden kehittämiseen.

Fondian tase on vahvasti ylikapitalisoitunut ja kassassa oli vuoden 2020 noin 5,2 MEUR. Tästä yhtiö maksaa noin 1,1 MEUR osinkoa, mutta operatiivinen kassavirta riittää ennusteissamme paikkaamaan tämän sekä investoinnit vuonna 2021. Tase on erittäin vahva, mutta kannattavuuden kehittyessä odotuksiemme mukaisesti myös yhtiön oman pääoman tuotto (ROE-%) nousisi lähivuosina erittäin hyvällä tasolla.

Kvartaaliennusteisiin liittyy paljon epävarmuutta

Fondia tulee vuonna 2021 raportoimaan kvartaaleittain myös tuloskehityksen avainluvut, mikä parantaa selvästi läpinäkyvyyttä tuloskehitykseen. Viime vuonna yhtiö aloitti raportoimalla liikevaihdon myös Q1 ja Q3 (liiketoimintakatsaus), minkä ansiosta meillä on kohtuullinen käsitys yhtiön kausivaihtelusta. Toisaalta kannattavuuskehitykseen liittyy edelleen ylimääräistä epävarmuutta, koska tulos- tai kannattavuuslukuja vertailukausilta ei ole.

Oikaistu EPS ja ROE-%

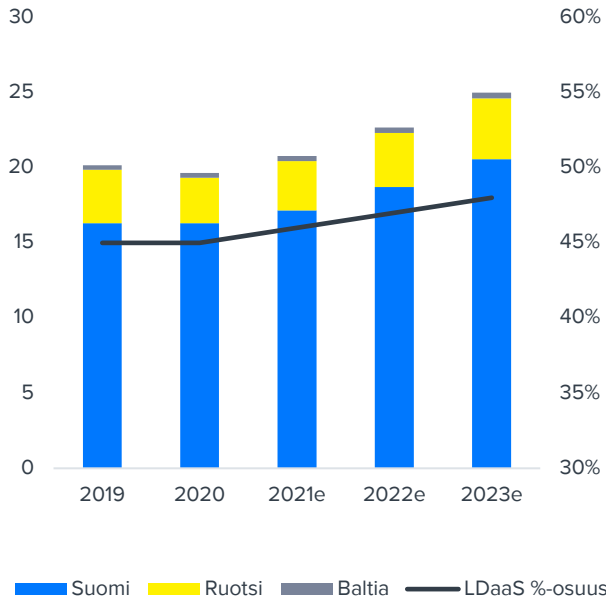


Rahavirrat ja ennusteet (MEUR)

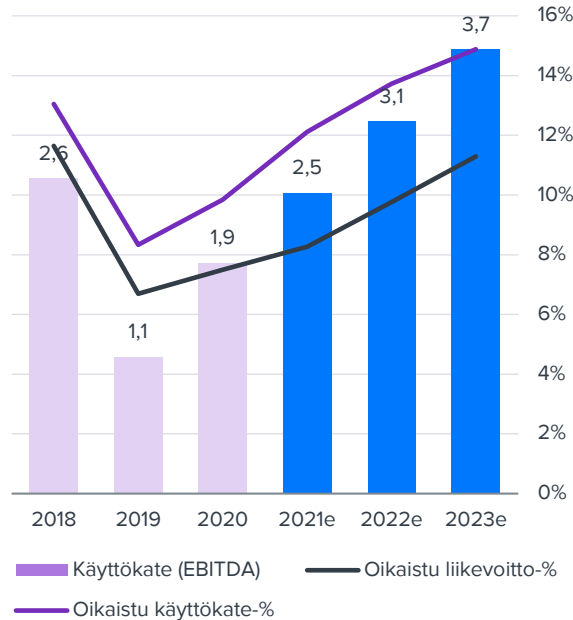


Ennustegraafit ja ennustemuutokset

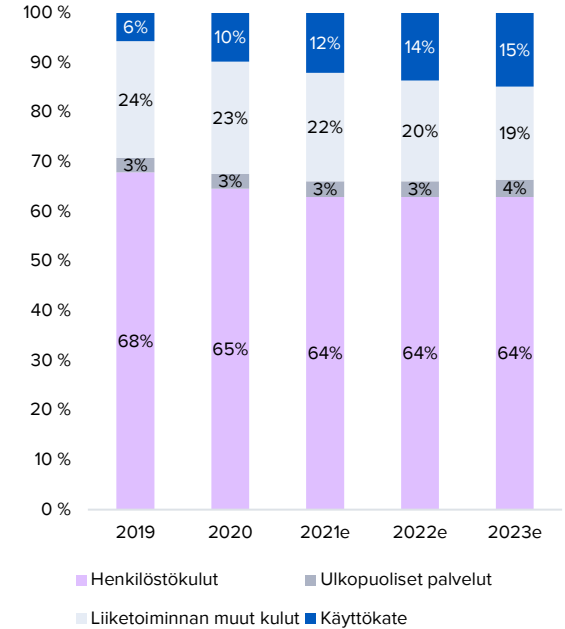
Liikevaihtoennusteet (MEUR) ja liikevaihdon jakautuminen



Käyttökate- ja kannattavuusennusteet



Ennustettu kulurakenteen kehitys



Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	20,8	20,8	0 %	22,7	22,7	0 %	25,4	25,0	-2 %
Käyttökate	2,7	2,5	-5 %	3,1	3,1	2 %	3,4	3,7	9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,9	1,9	3 %	2,3	2,4	7 %	2,8	3,0	8 %
Liikevoitto	1,9	1,7	-7 %	2,3	2,2	-2 %	2,8	2,8	1 %
Tulos ennen veroja	1,8	1,7	-8 %	2,2	2,2	-2 %	2,8	2,8	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,36	0,37	5 %	0,44	0,47	7 %	0,56	0,60	8 %
Osakekohtainen osinko	0,32	0,30	-6 %	0,38	0,32	-16 %	0,38	0,38	0 %

Huomio ennustemuutoksiin

Ennusteissa on tapahtunut paljon pieniä muutoksia, kun olemme rakentaneet Fondian ennustemallin uudelleen laajan päivityksen yhteydessä. Yksittäisien muutoksien kautta tilannetta on siten vaikea avata.

Huomautamme, että olemme oikaisseet liikearvopoistot liikevoittotasolla. IFRS-kirjanpidossa näitä ei tehtäisi (Fondilla FAS) ja muutos tekee Fondian luvuista vertailukelpoisia verrokkien kanssa.

Arvonmääritys (1/5)

Käännetarina, jossa on merkittävää potentiaalia

Fondia on viime vuosien pettymyksien takia käännetarina, jonka arvostukseen heijastuu tuloskasvuun liittyvä merkittävä epävarmuus sekä sijoittajien epäluottamus. Viime vuoden toteutunut tulos on heikko, eikä mielestämme anna oikeaa kuvaa Fondian tuloksentelekyvystä. Silti odotamme vahvan tuloskasvun realisoitumiseen liittyä huomattavaa epävarmuutta ennen kuin yhtiö on todistanut kestäväen tuloskäänteen. Silloin osakekurssi on toisaalta todennäköisesti jo uudella tasolla.

Haasteista huolimatta Fondialla on mielestämme kaikki edellytykset erittäin hyväksi pitkän aikavälin sijoitustarinnaksi. Fondia toimii houkuttelevalla, suhteellisen defensiivisellä ja konservatiivisella lakipalvelutoimialalla, jossa on näkemysmme mukaan tilausta erilaiselle toimijalle. Fondia on panostanut LDaaS-liiketoimintamalliin, joka tarjoaa jatkuvuutta, sekä digitaalisuuteen, joka näkemysmme mukaan tulee olemaan tulevaisuuden trendi myös lakipalveluissa. Nämä tekijät tarjoavat Fondialle mielestämme kilpailuedun, jota yhtiö ei ole kuitenkaan viime vuosina onnistunut tehokkaasti hyödyntämään.

Viime vuosina moninaisten haasteiden kanssa paininut yhtiö on menettänyt sijoittajien luottamusta, mikä on heijastunut voimalla osakekurssiin. Näin ollen rima ei ole korkealla, jos yhtiö saa käännettyä suuntansa. Vaikka Fondian useat ongelmat ovat syöneet myös meidän luottamusta yhtiöön laatuun ja kilpailuedun vahvuuteen liittyen, pidämme yhtiötä edelleen kilpailukykyisenä emmekä usko ongelmien aiheuttaneen pysyviä vahinkoja yhtiöön. Näin ollen osake on nyt mahdollisuus riskiä sietävällä sijoittajalle, joka uskaltaa mennä valtavirtaa vastaan.

Suuri nettokassa ja muita arvostuksessa huomioitavia tekijöitä

Perinteisillä arvostuskertoimilla Fondian arvostus voi vaikuttaa korkealta ilman lukujen lähempää tarkastelua. Esimerkiksi vuoden 2020 raportoidulla tuloksella P/E on noin 38x ja EV/EBIT noin 21x, jotka ovat lähtökohtaisesti erittäin korkeita. Arvostusta tarkastellessa on kuitenkin mielestämme tärkeää huomioida mm. seuraavat tekijät:

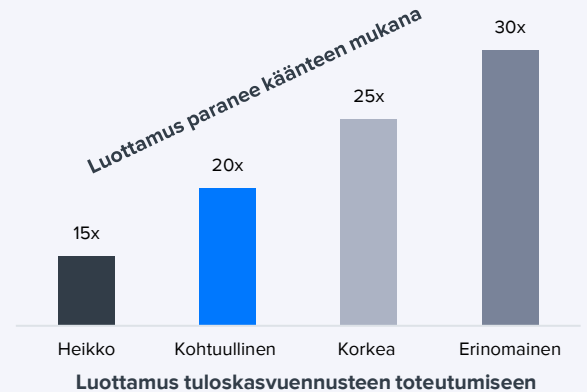
1) Fondialla on yli 5 MEUR:n nettokassa, mikä on erittäin merkittävä huomioiden yhtiön noin 28 MEUR:n markkina-arvo. Tämä heikentää erityisesti P/E-luvun hyödyllisyyttä, koska suuri nettokassa ei tuota mitään nollakorkoympäristössä. Seuraamme enemmän nettokassan huomioivia EV-kertoimia EV/EBIT sekä EV/EBITDA. Lisäksi olemme laskeneet kassaoikaistun P/E-luvun, joka on periaatteessa EV/E-kerroin.

2) Fondian tulosta painavat FAS-kirjanpidon liikearvopoistot, joita ei tehtäisi IFRS-kirjanpidossa. Näin ollen näistä oikaistu tulos tarjoaa huomattavasti vertailukelpoisemman ja kassavirtaa lähempänä olevan tuloksen. Suosittelemme seuraamaan oikaistua liiketulosta sekä oikaistuja arvostuskertoimia, joita käytämme arvostuksessa. Lisäksi EBITA-tunnusluku ja siitä laskettu EV/EBITA ovat hyödyllisiä.

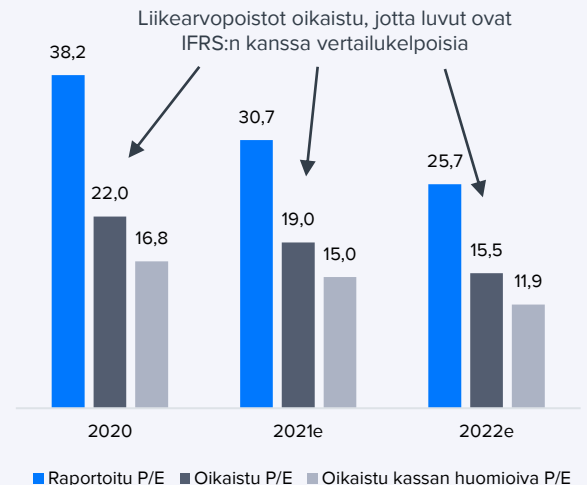
3) Arviomme mukaan vuoden 2020 tulos on kaukana Fondian normalisoidusta tulosasosta mm. koronapandemian sekoitettua markkinatilannetta merkittävästi. Vaikka Fondian viime vuosien tuloskehitys on ollut vaisua, arviomme mukaan yhtiön normalisoitu osakekohtainen tulos on tällä hetkellä suunnilleen 0,38 euroa ja oikaistuna liikearvopoistoista noin 0,43 euroa. Odotamme tulosason myös nousevan merkittävästi lähivuosina, jos yhtiö palaa kannattavaan kasvuun.

Käänneyhtiön arvostukseen vaikuttaa luottamus odotettuun tuloskasvuun

Jos tuloskasvuennuste 20 %, P/E voi olla



Fondian P/E-lukujen tarkempi tarkastelu



Arvonmääritys (2/5)

Relevanttien arvostuskertoimien tarkastelu

Fondialla tärkeimpiä arvostuskertoimia ovat mielestämme oikaistu P/E-luku, oikaistu EV/EBIT sekä EV/EBITA. Relevantteja arvostuksen kannalta ovat myös EV/EBITDA, EV/S sekä osinkotuotto-%, mutta jätämme nämä vähemmälle tarkastelulle.

Vuoden 2021e oikaistu P/E on 19x, mikä on mielestämme käännevaiheessa olevalle yhtiölle kohtuullinen. Suuren kassan paremmin huomioiva oikaistu EV/EBIT on kuluvan vuoden ennusteella noin 12x, mitä pidämme jo houkuttelevana. Suhteessa verrokkiryhmään, jossa käytämme erilaisia asiantuntijaorganisaatioita, kerroin on erittäin matala (ryhmän mediaani noin 17x). Yleisesti vuoden 2021 ennusteiden toteutuessa Fondian arvostus on hyvinkin kohtuullinen, mutta suurempi nousuvara nojaa tulevaisuuden tuloskasvuun.

Katsottaessa koronapandemian yli vuoteen 2022 arvostus muuttuu merkittävästi houkuttelevammaksi, mutta samalla ennusteriski kasvaa selvästi. Vuoden 2022 oikaistu P/E on noin 15x ja oikaistu EV/EBIT vain 9x. Mielestämme molemmat ovat selvästi alle Fondialle neutraalin tason, joten sijoittajat saavat tällä hetkellä ennusteriskin kantamisen vastapainoksi merkittävän nousupotentiaalin ennusteiden toteutuessa. Sijoittajien luottamus Fondiaan on matala, mutta paranisi vahvan tuloskehityksen mukana. Tämä heijastuisi oletettavasti positiivisesti myös hyväksyttävään arvostustasoon.

Arviomme mukaan Fondian normalisoitu nettotulos on tällä hetkellä noin 1,5 MEUR, mikä tarkoittaisi noin 15x "kassaoikaistua" P/E-lukua (2021e yritysarvo vain 23 MEUR). Fondian keskimääräinen nettotulos oli hieman yli 1,5 MEUR vuosina 2016-2018, joten ihmeitä tuloksen saavuttaminen ei vaadi. Pidämme tasoa

realistisena markkinatilanteen normalisoitumisen jälkeen eli aikaisintaan vuonna 2022.

Arvostus suhteessa suomalaisiin asiantuntijayhtiöihin

Fondialla ei ole hyviä listattuja verrokkeja, koska yhtiö on ainoa listattu lakiasiantoimisto Pohjoismaissa. Ulkomailta löytyy Fondian liiketoimintaa ajatellen kohtuullisen hyviä verrokkeja, mutta näiden sijoitusprofiilit ovat mielestämme erilaisia. Fondia on pohjimmiltaan asiantuntijayhtiö, joita Helsingin pörssistä löytyy paljon eri toimialoilta. Mielestämme eri asiantuntijayhtiöiden ympärille voidaan rakentaa verrokkiryhmä, joka antaa vähintään suuntaviivoja Fondian hyväksyttävälle arvostukselle.

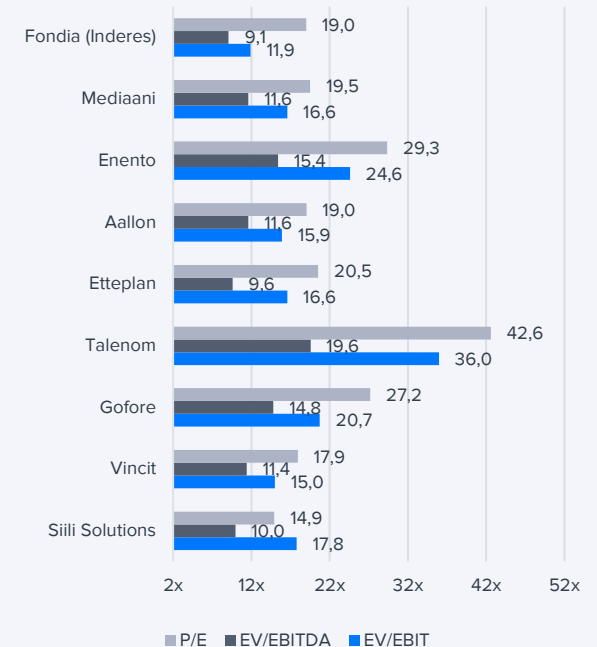
Olemme valikoineet Fondian suomalaiseen verrokkijoukkoon IT-palvelusektorilta Goforen, Vincitin sekä Siilin. Kaikki ovat sektorillaan hyvin menestyneitä keskisuuria kasvavia. Lisäksi otimme mukaan suunnitteluyhtiö Etteplanin, jolla on vahva track-record kannattavasta kasvusta, sekä tiloimistot Talenom sekä Aallon Group. Lisäksi mukana on Enento. Kokonaisuudessaan ryhmä on mielestämme hyvä kattaus yrityspalveluista Helsingin pörssistä. Yhtiöt ovat keskimäärin myös erittäin hyvin menestyneitä.

Verrokkiryhmän 2021e mediaani P/E-luku oli noin 19x, mikä on linjassa Fondian kanssa. Vastaava EV/EBIT oli noin 17x eli selvästi Fondiaa korkeampi, ja sama koskee myös EV/EBITDA-kerrointa (noin 12x). Tarkasteltaessa Fondian ja verrokkiryhmän tuloskasvunäkymiä, yhtiön suhteellinen arvostus on tällä hetkellä varsin houkutteleva. Tuloskasvunäkymän toteutuessa Fondia on aliarvostettu erityisesti 2022e arvostuskertoimilla, mutta mielestämme nykytilanteessa tämä voidaan perustella Fondian osittaisella käänneystiöstatuksella.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,10	7,10	7,10
Osakemäärä, milj. kpl	3,95	3,95	3,95
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	23	22	21
P/E (oik.)	19,0	15,0	11,7
P/E	22,0	16,8	12,8
P/Kassavirta	25,5	14,9	10,9
P/B	4,5	4,2	3,7
P/S	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,1	5,6
EV/EBIT (oik.)	11,9	9,2	6,9
Osinko/tulos (%)	92,9 %	75,9 %	68,6 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,5 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2021e)



Arvonmääritys (3/5)

Arvostus suhteessa kansainvälisiin verrokkeihin

Fondialla on rajallisesti listattuja verrokkeja, koska useissa maissa rajoitetaan muun muassa asianajotoimistojen omistajia (asianajotoimiston omistajien täytyy olla juristeja). Rajoitukset omistajille tekevät lakitoimiston listautumisen mahdolliseksi mm. suuressa osaa Yhdysvaltoja osavaltioiden säännellessä toimistojen omistusta omissa lainsäädännössään eri tavoin. Sen sijaan ainakin Iso-Britanniassa sekä Australiassa myös ulkopuoliset omistajat sallitaan, ja erityisesti Lontoon pörssistä löytyy Fondialle kohtuullisia verrokkeja.

Mielestämme sektorin mielenkiintoisin verrokki on Keystone Law, joka on hyvin menestynyt kasvutarina Iso-Britanniassa. Yhtiön tarinassa ja liiketoimintamallissa on paljon samaa kuin Fondiassa, joskin Keystone on kokoluokkaa suurempi ja toimii paljon suuremmalla markkinalla UK:ssa. Keystoneen taloudellinen menestys on ollut mainiota: 2016-2020 yhtiön liikevaihto kasvoi keskimäärin 24 % ja liikevoitto peräti 42 % (CAGR-% lukuja). Myös arvostuskertoimet ovat ymmärrettävästi huppeita: 2021e P/E on noin 43x ja EV/EBIT noin 32x, eivätkä kertoimet ole hurjasti houkuttelevampia ensi vuodelle (40x ja 30x). Fondian kertoimet ovat eri kokoluokassa, mutta Keystoneen track-record on toistaiseksi erittäin hyvä.

Brittiläinen Knights Group on verokkiryhmämme toiseksi suurin yhtiö, vaikka senkin markkina-arvo on alle 500 MEUR. Varsinaisia jättiläisiä ryhmässä ei siis ole. Knights tarjoaa lakipalveluiden lisäksi muitakin yrityspalveluita kuten valtaosa verrokeista, mutta on melko puhtaasti Iso-Britanniaan keskittynyt lakifirma. Yhtiö on kasvanut nopeasti useiden yritysostojen tukena ja yhtiö on tehnyt tämän suhteellisen hyvällä kannattavuudella. Osakkeen vuoden 2021e

P/E on noin 25x ja EV/EBIT noin 23x. Kansainvälisen verokkiryhmän suurin yhtiö on lähes miljardin euron yritysarvolla australialainen IPH, joka on keskittynyt patenteihin ja immateriaalioikeuksiin.

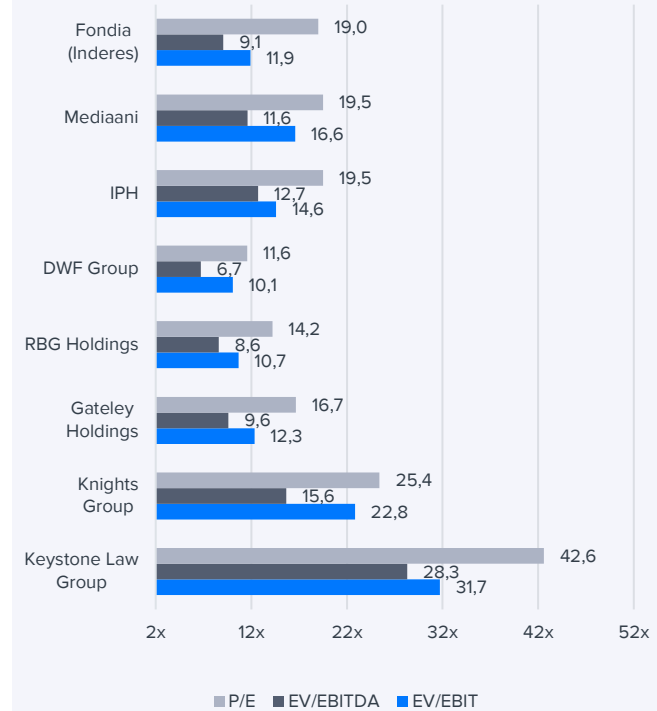
Muuten kansainväliseen verokkiryhmäämme kuuluvat Gateley Holdings, RBG Holdings ja DWF Group. Muitakin lakiyhtiöitä löytyi, mutta niistä ei ollut ennusteita saatavilla. Näistä Gateley on toistaiseksi suhteellisen hyvä verrokki, koska yhtiön liikevaihdosta noin 90 % tulee lakineuvonnasta (Gateley Legal) ja liiketoiminnassa on samankaltaisia elementtejä kuin Fondialla, mutta perustuen toimeksiantoperusteiseen liiketoimintaan. Loput 10 % Gateleyn liikevaihdosta tulee muista asiantuntijapalveluista, ja Gateleyn strategia on laajentaa palvelutarjontaa yritysostoin. RBG on myös mielenkiintoinen, mutta merkittävä osa liiketoiminnasta kohdistuu käräjöintiin ja korvauksien hakemiseen ("Litigation Finance").

Suhteellisen tuore listautuminen sektorilla on DWF Group, joka tuli Lontoon pörssiin reilu vuosi sitten. Yhtiö tarjoaa integroitua laki- ja muita yrityspalveluita kansainvälisellä fokuksella. Yritysostoja on tehty paljon ja velkaa on kertynyt, mutta tulos ei ole kehittynyt suotuisasti ja alkutaival pörssissä on ollut vaikea. Kansainvälisesti eri sektoreihin erikoistuneen yhtiön yhteydet Fondiaan ovat väkisin rajalliset.

Legal Tech ei ole vielä päätyntä pörssilistoille

Toimiala on murroksessa, ja tulevaisuudessa digitalisaatio ja automatisaatio tulevat muuttamaan koko toimialan luonnetta. Teknologian merkityksen nousussa lakialalle on noussut ns. Legal Tech -sektori. Fondia pyrkii myös tähän segmenttiin, mutta tällä hetkellä yhtiöllä ei ole ulospäin myytävää teknologiaa emmekä tätä kautta pidä yhtiötä Legal Tech-yhtiöinä. Silti tätä segmenttiä on hyvä tarkastella.

Kansainvälisen verokkiryhmän arvostuskertoimet (2021e)



Arvonmääritys (4/5)

Kiinnostavia Legal Tech -yhtiöitä on Euroopassa useita, mutta merkittäviä listattuja teknologia-yhtiöitä sektorilta emme ole havainneet. Ruotsalainen dokumenttien luomiseen, hallintaan ja digitaalisiin allekirjoituksiin keskittyvä Oneflow on yksi esimerkki. Syvemmälle teknologiaan uppoaa brittiläinen tekoälypohjainen Luminance, jonka työkaluilla juristit voivat tehostaa tiedonhakuja ja faktojen tarkistusta. Luminance arvotettiin edellisellä rahoituskierroksella 100 MUSD:n arvoon vuonna 2019.

Sektorilla mediahuomiosta on nauttinut erityisesti pohjoisamerikkalainen ROSS Intelligence. Yhtiöllä on todella laaja tietokanta Yhdysvaltojen eri tasojen oikeudenkäyntien päätöksistä ja yhtiön työkalujen kautta voidaan tehdä automaattisesti laajoja ja normaalisti paljon aikaa vieviä tietohakuja. Nämä ovat erittäin hyödyllisiä Yhdysvalloissa, mutta toisaalta ne ovat vahvasti kiinni paikallisessa lainsäädännössä ja käytännössä. Yhtiön ratkaisut eivät siksi ole yhtä keskeisessä asemassa esimerkiksi eurooppalaisessa markkinassa. Tekoälypohjaisten järjestelmien kohdalla on otettava huomioon yhdysvaltalaisen ja brittiläisen sääntelyn ennakkotapauksiin pohjautuvaa sääntelyä painottava common law –luonne ("tapaoikeus").

Pienempiä ja monesti tietyllä kullmalla sektoria lähestyviä yhtiöitä ovat mm. IronClad, UpCounsel, Rocket Lawyer, Casetext, Priori ja LegalVision. Nousevia yhtiöitä on paljon, mutta on vaikea arvioida, mitkä näistä ovat mahdollisia voittajia.

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Fondian osakkeelle mielestämme maltillisilla oletuksilla noin 8,5 euron arvon. Vaikka DCF-arvoa ajaa yleensä erittäin voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin

kasvusta ja kannattavuudesta, Fondian kohdalla terminaalijakson paino (49 %) on suhteellisen matala. Tämä johtuu osittain käyttämästämme korkeasta oman pääoman tuottovaatimuksesta (10 %) ja täysin velattomasta taserakenteesta, minkä takia pääoman keskimääräisen kustannus WACC on myös korkea 10 %. Samalla se kertoo kuitenkin, ettei nykykurssiin ole hinnoiteltu kovia pitkän aikavälin näkymiä.

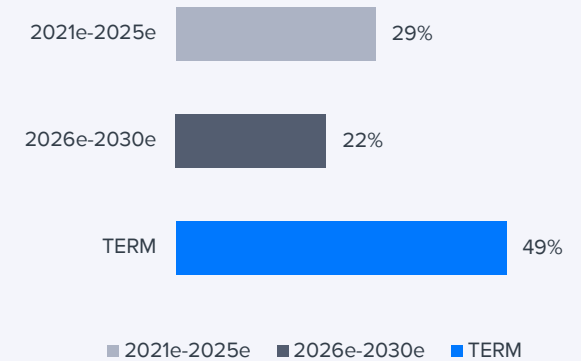
Olemme asettaneet Fondian terminaalijakson kasvuodotuksen 2,5 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 9,0 %:n tasolle (2020e: 6,5 %, tavoite noin 15 %). Mielestämme oletukset ovat konservatiivisia, mutta käänneyhtiölle perusteltuja. Lisäksi kymmenen vuoden aikana toimiala voi muuttua esimerkiksi automatisaation yleistyessä merkittävästi, ja tämän vaikutuksia on vaikea arvioida. Joka tapauksessa yhtiön kassavirtaprofiili on vahva ja kassavirtamallilla voisi tukea myös selvästi korkeampaa tavoitehintaa. Kassavirtalaskelmamme on esitetty liitetiedoissa.

Herkkyysanalyysi

Ennustamme Fondialle selvää tulosparannusta lähivuosina, mutta tähän liittyy merkittävää epävarmuutta muun muassa pandemian, markkinakehityksen ja Ruotsin liiketoiminnan käänteen osalta. Tämän takia olemme havainnollistaneet osakkeen mahdollista tuottoa myös erilaisissa skenaarioissa herkkyysanalyyseissä. Herkkyysanalyyseissä tarkastelemme Fondian vuoden 2022 osakekohtaista tulosta seuraavilla muuttujilla: vuosien 2021-2022 keskimääräinen liikevaihdon kasvu (CAGR-%, pohjana 2020) ja liikevoittomarginaali vuonna 2022. Oletamme yhtiön nettorahoituskulujen olevan nolla ja veroprosentin olevan 21,5 %. Tulokset on esitetty vieressä sekä seuraavalla sivulla.



Rahavirran jakauma jaksoittain



Herkkyysanalyysi

2022 oik. osakekohtainen tulos (EPS)

		Liikevaihdon vuotuinen kasvu-%					
		5 %	7 %	9 %	11 %	13 %	15 %
Oik. EBIT-%	5 %	0,22	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26
	7 %	0,30	0,31	0,32	0,34	0,35	0,36
	9 %	0,39	0,40	0,42	0,43	0,45	0,47
	11 %	0,47	0,49	0,51	0,53	0,55	0,57
	13 %	0,56	0,58	0,60	0,63	0,65	0,67
	15 %	0,65	0,67	0,70	0,72	0,75	0,78

Arvonmääritys (5/5)

Suuressa vaihteluhaarukassa Fondian 2022 oikaistu EPS vaihtelee 0,22 euron ja 0,78 euron välillä, kun Inderesin ennuste 0,47 euroa. Olemme merkinneet sinisellä mielestämme todennäköisimmän alueen muuttujille.

Olemme havainnollistaneet samalla osakkeen mahdollista kurssitasoa vuonna 2022 eri muuttujilla. Olemme oletaneet, että osaketta arvoitettaisiin 20x oikaistulla P/E-kertoimella, jolloin arvostus pysyisi suunnilleen ennallaan. Arviomme mukaan Fondia voi ylittää 15-20 %:n vuotuisen EPS-tuloskasvuun nykyisessä liiketoimintamallissa pitkällä aikavälillä, ja historiassa yhtiö on myös näin tehnyt (2014-2017 toteutunut tuloskasvu: 25 % CAGR). Huomioiden Fondian vahva kassavirta ja defensiivisyys osaketta voitaisiin mielestämme hinnoitella vähintään 20x P/E-kertoimella, jolloin osakkeen PEG-luku olisi reilut 1,0x. Vallitsevassa markkinatilanteessa PEG-luku olisi alhainen. Toisaalta tuloskehityksen heikentyminen painaisi todennäköisesti edelleen hyväksyttävää arvostusta, minkä takia käännevaiheessa riskiprofiili on koholla. Jos tuloskehitys jäisi herkkyyksianalyysin alimmille tasoille, hyväksyttävä arvostus olisi todennäköisesti paineessa ja kurssissa edelleen laskuvaraa.

Herkkyyksianalyysissä osakkeen arvo vaihtelee todella isossa 4,3-15,5 euron haarukassa. Olemme merkinneet sinisellä oikealla mielestämme todennäköisimmän skenaarion ja sen perusteella osakkeen arvo voisi olla 8,1-10,2 euroa vuoden 2022 loppupuolella. Tämän lisäksi sijoittaja saisi osingot vuodelta 2021, joten kokonaistuotto vajaalta kahdelta vuodelta olisi kiitettävä. Korostamme kuitenkin edelleen, että tämä vaatii Fondialta merkittävää tulosparannusta lähivuosina.

Osinko tarjoaa kohtuullisen pohjatuoton

Fondian osinkotuotto on ennusteissamme lähivuosina noin 4-5 % yhtiön jakaessa valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina. Osinko/tulos-suhde on ennusteissamme noin 80 % vuosina 2021-2023 laskien tuloksen normalisoituessa. Tilikaudelta 2020 Fondian osinko oli 0,28 euroa osakkeelle, vaikka raportoitu EPS oli vain 0,21 euroa. Tätä pidämme minimitasona myös tulevaisuudessa. Fondia on maksanut reiluja osinkoja myös vaikeina viime vuosina ja yhtiön tase on mielestämme selvästi ylikapitalisoitunut, joten osinkoon liittyvä riski on mielestämme matala. Niin kauan kuin yhtiön hallituksella on luottamusta tuloksen merkittävään parantumiseen nykytasoilta, emme usko osingon olevan uhattuna, vaikka paluu kannattavaan kasvuun siirtyisi pidemmällä tulevaisuuteen.

Arvostuksen yhteenveto ja suositus

Eri arvostusmenetelmillä saamme Fondian osakkeen arvon haarukkaan 7,3-10,7 euroa, ja lisäksi olemme näyttäneet viereisessä graafissa eri menetelmien vaihteluvälit. Arviomme mukaan osakkeen käypä arvo on 8-10 euroa nykyisillä ennusteillamme. Asetamme tavoitehintamme haarukan alalaitaan, koska näkemyksemme mukaan sijoittajien kuuluu nykytilanteessa saada oleellinen korvaus ennusteriskin kantamisesta. Viime vuosien heikon tuloskehityksen jälkeen Fondia on ainakin osittain käänneyhtiö. Nykyisellä kurssitasolla osakkeen riski/tuotto-suhde on mielestämme kuitenkin houkutteleva huomioiden, että mahdollinen paluu kannattavaan kasvuun avaisi uusia pidempiaikaisia tuottoajureita. Potentiaalia yhtiöllä on myös pitkän aikavälin arvonluojaksi, mikä vaatii kuitenkin yhtiöltä konkreettisia näyttöjä kannattavasta kasvusta.

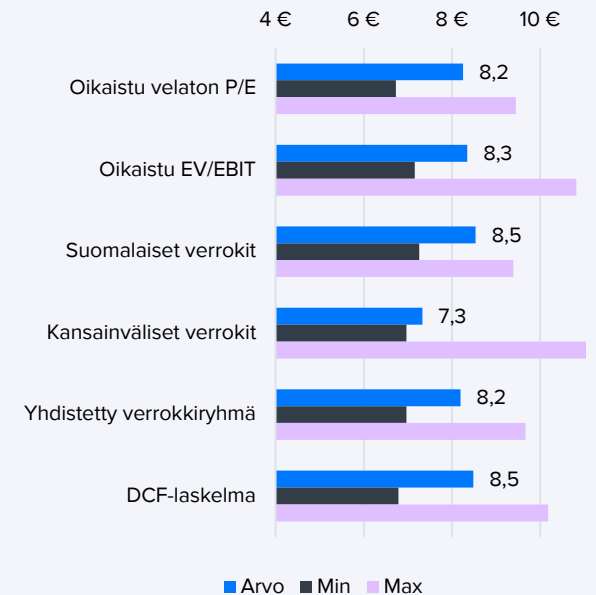


Herkkyyksianalyysi (jatkoa)

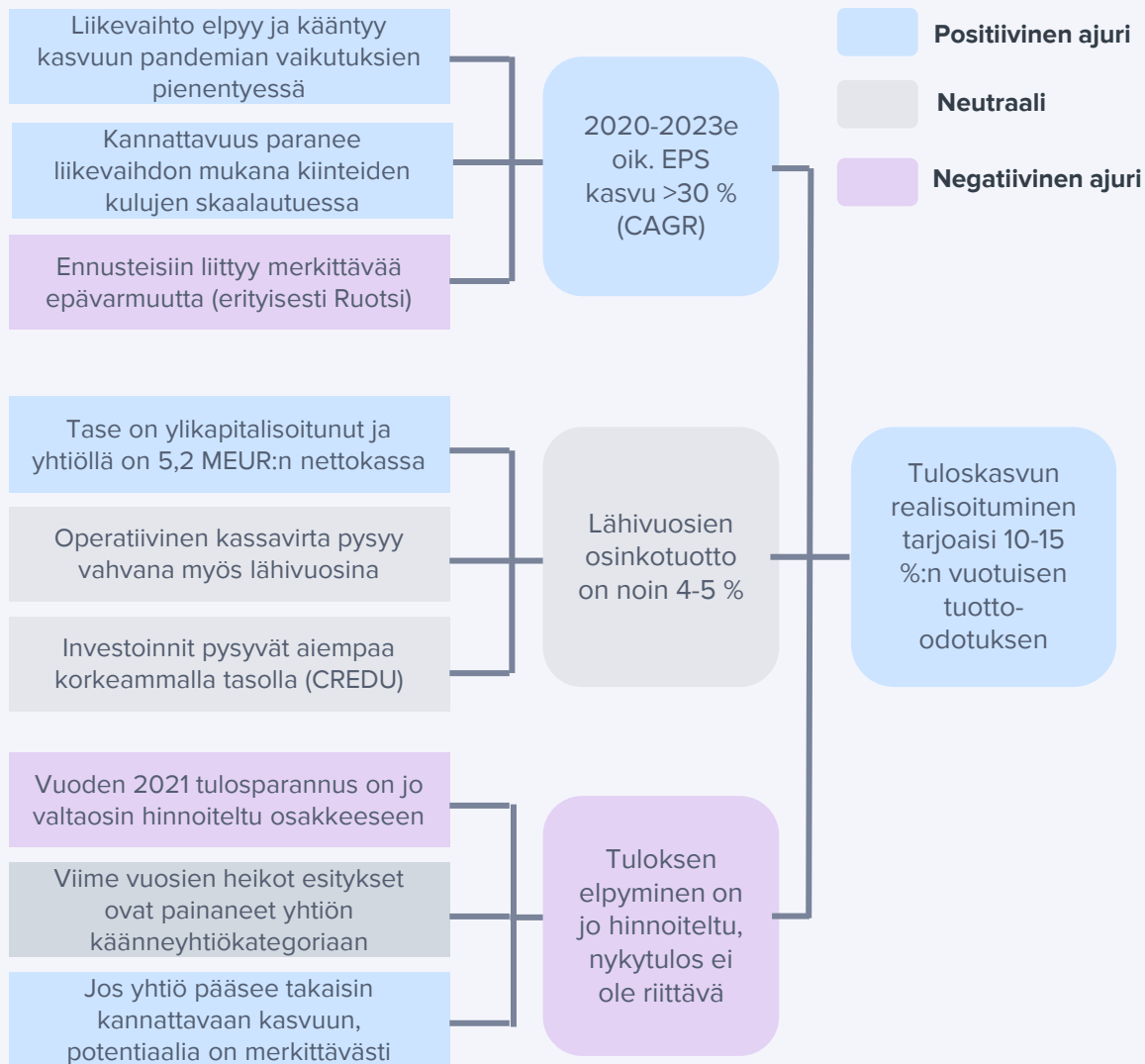
Osakkeen hinta P/E-kertoimella 20x

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

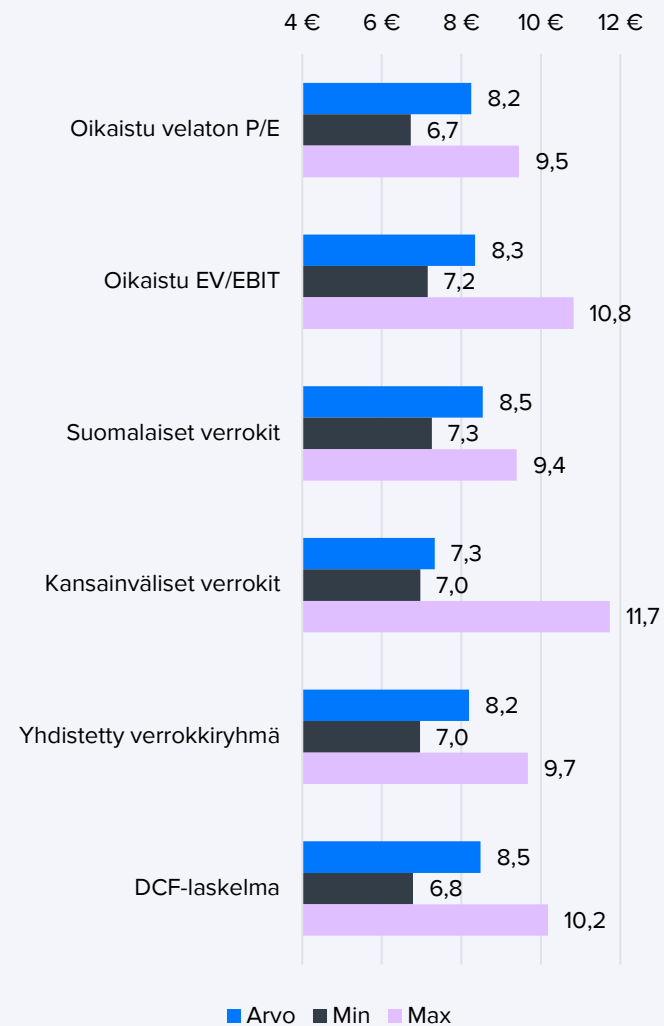
Arvostusmenetelmien vertailu



Osaketuoton ajurit lähivuosille



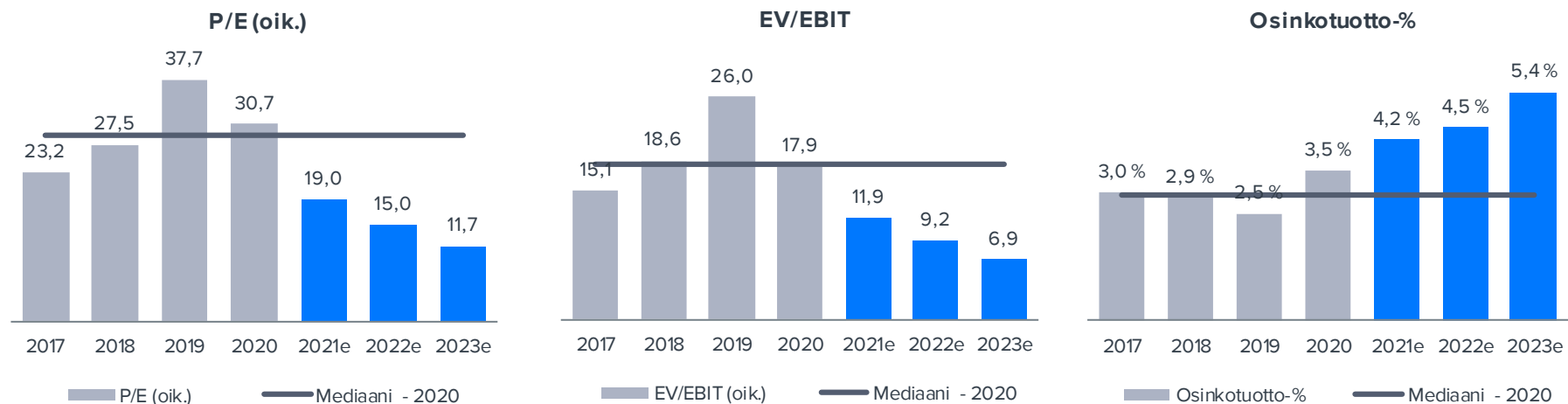
Arvostusmenetelmien vertailu



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	11,7	12,9	10,4	8,00	7,10	7,10	7,10	7,10
Osakemäärä, milj. kpl	3,81	3,93	3,93	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Markkina-arvo	45	51	41	32	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)	38	44	35	26	23	22	21	20
P/E (oik.)	23,2	27,5	37,7	30,7	19,0	15,0	11,7	11,2
P/E	29,7	31,2	>100	38,2	22,0	16,8	12,8	12,2
P/Kassavirta	10,4	73,2	92,9	>100	25,5	14,9	10,9	10,0
P/B	6,9	7,1	6,7	5,3	4,5	4,2	3,7	3,3
P/S	2,6	2,5	2,0	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	2,2	2,2	1,7	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	15,3	16,5	30,6	13,6	9,1	7,1	5,6	5,0
EV/EBIT (oik.)	15,1	18,6	26,0	17,9	11,9	9,2	6,9	6,2
Osinko/tulos (%)	91,5 %	89,9 %	287,5 %	133,6 %	92,9 %	75,9 %	68,6 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	2,9 %	2,5 %	3,5 %	4,2 %	4,5 %	5,4 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Siili Solutions	16,50	116	103	17,8	12,3	10,0	7,9	14,9	12,2	2,1	2,6	4,5
Vincit	9,68	120	110	15,0	12,3	11,4	9,7	17,9	15,6	2,1	2,3	4,3
Gofore	21,50	304	287	20,7	17,2	14,8	13,6	27,2	23,9	1,4	1,6	7,0
Etteplan	15,55	391	429	16,6	14,8	9,6	8,6	20,5	18,4	2,4	2,7	4,0
Talenom	11,20	489	515	36,0	28,8	19,6	17,1	42,6	34,5	1,4	1,7	13,1
Aallon	10,85	40	35	15,9	12,8	11,6	9,7	19,0	16,2	2,3	2,8	3,8
Enento	34,20	828	965	24,6	20,3	15,4	13,2	29,3	24,4	2,9	3,1	2,6
Keystone Law Group	630,00	231	223	31,7	29,8	28,3	26,0	42,6	40,2	1,7	1,7	11,9
Knights Group	440,00	424	478	22,8	17,9	15,6	13,2	25,4	20,9	0,7	1,0	4,3
Gateley Holdings	167,50	231	255	12,3	10,5	9,6	8,8	16,7	14,6	3,1	4,2	3,8
RBG Holdings	97,00	97	106	10,7		8,6		14,2	12,2	4,2	4,9	1,8
DWF Group	82,00	311	468	10,1	7,9	6,7	5,8	11,6	8,4	5,7	7,8	
IPH	6,63	926	994	14,6	15,4	12,7	13,6	19,5	18,0	4,2	4,5	3,4
Fondia (Inderes)	7,10	28	23	11,9	9,2	9,1	7,1	19,0	15,0	4,2	4,5	4,5
Keskiarvo				19,1	16,7	13,4	12,3	23,2	20,0	2,4	2,9	5,4
Mediaani				16,6	15,1	11,6	11,4	19,5	18,0	2,2	2,7	4,2
Erotus-% vrt. mediaani				-28 %	-39 %	-22 %	-38 %	-3 %	-17 %	93 %	69 %	9 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	20,2	20,2	19,6	5,3	5,5	4,3	5,7	20,8	5,8	6,0	4,7	6,2	22,7	25,0	27,0
Käyttökate	2,6	1,1	1,9	0,6	0,8	0,3	0,8	2,5	0,8	0,9	0,5	1,0	3,1	3,7	3,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,5	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9
Liikevoitto ilman kertaerää	2,4	1,4	1,5	0,5	0,6	0,2	0,7	1,9	0,6	0,7	0,3	0,8	2,4	3,0	3,2
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	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	2,1	0,6	1,3	0,4	0,6	0,1	0,6	1,7	0,5	0,7	0,2	0,7	2,2	2,8	3,0
Verot	-0,5	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,6	0,4	0,8	0,3	0,4	0,1	0,5	1,3	0,4	0,5	0,2	0,6	1,7	2,2	2,3
EPS (oikaistu)	0,47	0,28	0,26	0,09	0,12	0,03	0,13	0,37	0,11	0,14	0,06	0,16	0,47	0,60	0,63
EPS (raportoitu)	0,41	0,09	0,21	0,08	0,11	0,02	0,12	0,32	0,10	0,13	0,05	0,15	0,42	0,55	0,58

Tunnusluvut	2018	2019	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	15,9 %	-0,4 %	-2,6 %					5,8 %	10,0 %	9,0 %	10,0 %	8,0 %	9,2 %	10,2 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-42,7 %	9,1 %					30,3 %	26,6 %	17,8 %	66,2 %	21,7 %	25,9 %	25,2 %	4,9 %
Käyttökate-%	13,1 %	5,7 %	9,8 %	11,5 %	14,0 %	7,7 %	14,2 %	12,1 %	13,0 %	15,1 %	10,1 %	15,9 %	13,7 %	15,0 %	14,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,6 %	6,7 %	7,5 %	8,7 %	11,3 %	4,2 %	11,6 %	9,2 %	10,0 %	12,2 %	6,4 %	13,0 %	10,6 %	12,1 %	11,7 %
Nettotulos-%	8,0 %	1,8 %	4,2 %	5,7 %	7,8 %	2,0 %	8,1 %	6,1 %	6,8 %	8,6 %	3,8 %	9,3 %	7,3 %	8,7 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Huomautus

Fondia siirtyi vuonna 2020 raportoimaan liikevaihdon kvartaaleittain, mutta toistaiseksi tuloslukuja on raportoitu vain puolivuositain. Tämän takia vertailulukuja ei ole kvartaalitasolla.

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	2,1	2,4	2,7	2,8	2,6
Liikearvo	1,6	1,4	1,2	1,0	0,8
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,6	0,9	1,1	1,2
Käyttöomaisuus	0,2	0,3	0,5	0,6	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,4	7,8	8,2	8,9	10,3
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	2,5	2,6	2,7	2,8	3,1
Likvidit varat	5,8	5,2	5,5	6,0	7,1
Taseen loppusumma	10,4	10,2	10,9	11,6	12,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	6,1	6,0	6,2	6,6	7,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,4	2,2	2,4	2,8	3,8
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	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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
Lyhytaikaiset velat	4,3	4,2	4,8	5,0	5,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,3	4,2	4,4	4,8	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	10,4	10,2	10,9	11,6	12,9

DCF-laskelma

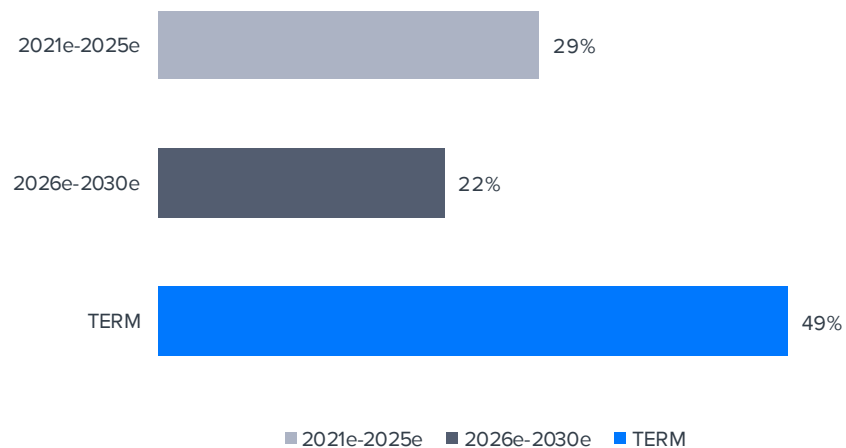
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	1,3	1,7	2,2	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1	3,0	3,1	3,2	
+ Kokonaispoistot	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	
- verot rahoituskuluista	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	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,3	2,2	2,9	3,3	3,4	3,4	3,4	3,3	3,1	3,2	3,3	
+ 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	-1,0	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,3	1,1	1,9	2,6	2,8	2,8	2,8	2,7	2,4	2,5	2,5	
+/- 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	0,3	1,1	1,9	2,6	2,8	2,8	2,8	2,7	2,4	2,5	2,5	34,8
Diskontattu vapaa kassavirta		1,0	1,6	2,0	2,0	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	13,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		28,3	27,3	25,7	23,7	21,7	20,0	18,4	17,0	15,8	14,7	13,7
Velaton arvo DCF		28,3										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		5,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		33,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,5										

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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,0 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	20,2	20,2	19,6	20,8	22,7	EPS (raportoitu)	0,41	0,09	0,21	0,32	0,42
Käyttökate	2,6	1,1	1,9	2,5	3,1	EPS (oikaistu)	0,47	0,28	0,26	0,37	0,47
Liikevoitto	2,1	0,6	1,3	1,7	2,2	Operat. kassavirta / osake	0,73	0,24	0,33	0,56	0,73
Voitto ennen veroja	2,1	0,6	1,3	1,7	2,2	Vapaa kassavirta / osake	0,18	0,11	0,08	0,28	0,48
Nettovoitto	1,6	0,4	0,8	1,3	1,7	Omapääoma / osake	1,81	1,55	1,52	1,56	1,68
Kertaluontoiset erät	-0,2	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	Osinko / osake	0,37	0,26	0,28	0,30	0,32

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	12,2	10,4	10,2	10,9	11,6	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	0 %	-3 %	6 %	9 %
Oma pääoma	7,1	6,1	6,0	6,2	6,6	Käyttökateen kasvu-%	5 %	-57 %	68 %	30 %	24 %
Liikearvo	2,2	1,6	1,4	1,2	1,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-7 %	-43 %	9 %	30 %	26 %
Nettovelat	-6,8	-5,8	-5,2	-5,2	-5,8	EPS oik. kasvu-%	-7 %	-41 %	-6 %	44 %	26 %

Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	2018	2019	2020	2021e	2022e
Käyttökate	2,6	1,1	1,9	2,5	3,1	Oik. Liikevoitto-%	11,6 %	6,7 %	7,5 %	9,2 %	10,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	0,1	-0,2	0,1	0,3	Liikevoitto-%	10,6 %	3,1 %	6,5 %	8,3 %	9,8 %
Operatiivinen kassavirta	2,9	1,0	1,3	2,2	2,9	ROE-%	23,6 %	5,4 %	13,7 %	21,0 %	26,0 %
Investoinnit	-2,7	0,0	-1,0	-1,1	-1,0	ROI-%	31,2 %	9,4 %	21,0 %	27,5 %	33,2 %
Vapaa kassavirta	0,7	0,4	0,3	1,1	1,9	Omavaraisuusaste	58,7 %	60,1 %	60,1 %	57,5 %	58,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-95,2 %	-95,7 %	-86,9 %	-83,9 %	-87,8 %

Suurimmat omistajat 28.02.2021	%-osakkeista
Hypericus Ab	16,6 %
Placereri Ab	16,6 %
Lamy Oy	10,1 %
Lindfors Arto Kalervo	4,1 %
Aktia Nordic Micro Cap Sr	3,3 %
Vainio Salla Tuulia	2,8 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	2,2	1,7	1,3	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	16,5	30,6	13,6	9,1	7,1
EV/EBIT (oik.)	18,6	26,0	17,9	11,9	9,2
P/E (oik.)	27,5	37,7	30,7	19,0	15,0
P/B	7,1	6,7	5,3	4,5	4,2
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,5 %	3,5 %	4,2 %	4,5 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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>Analytiikko 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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**