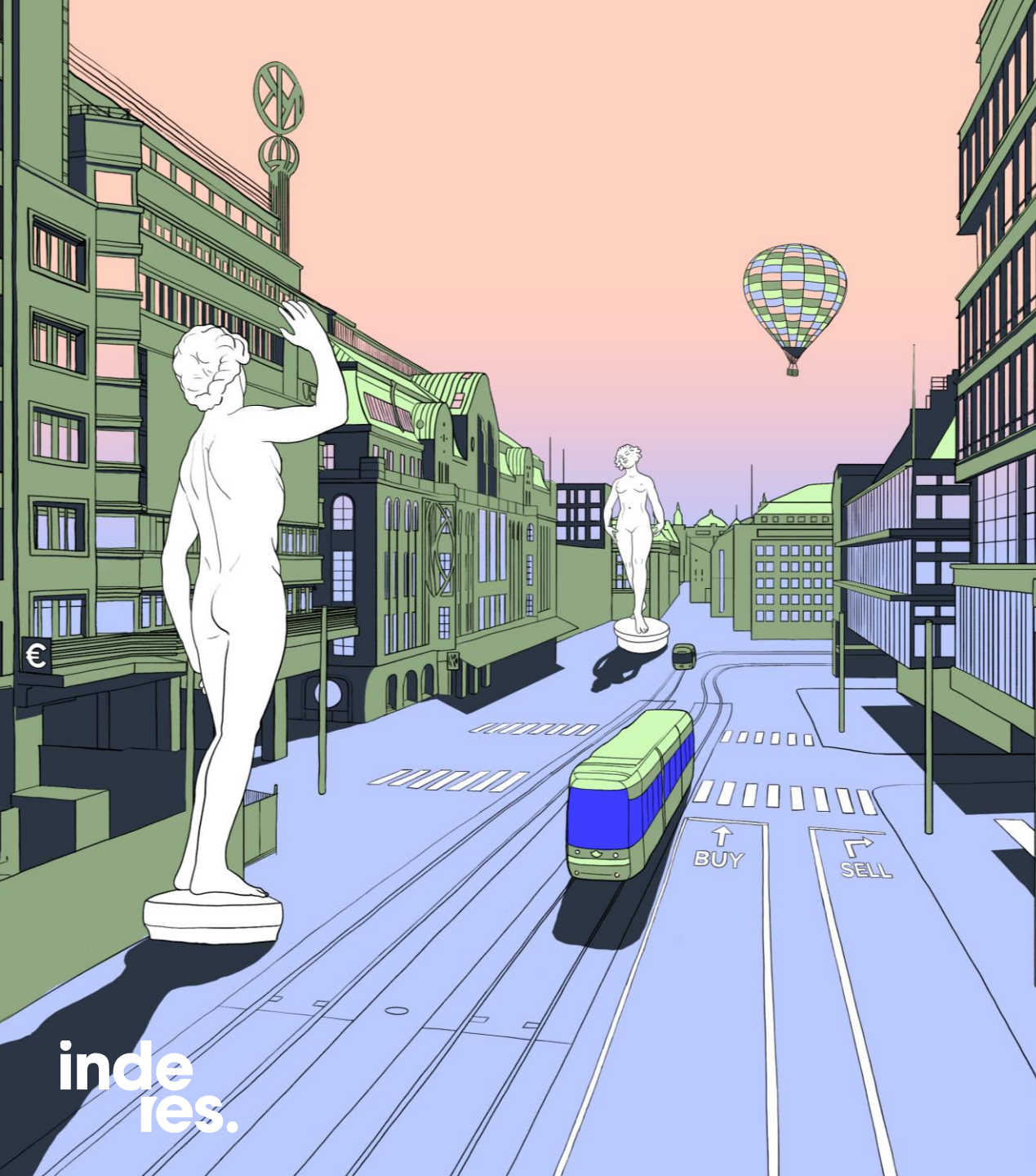


ARVONLUOJAT

FORTNOX

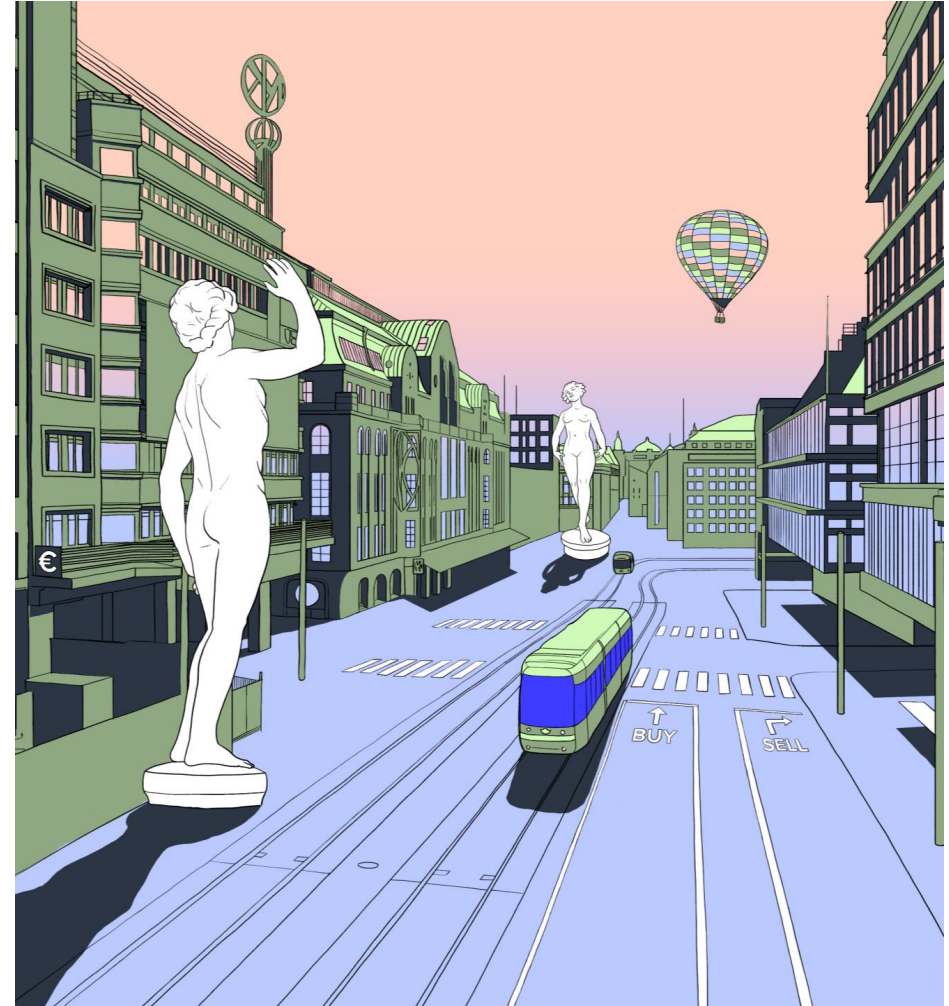


inde
res.

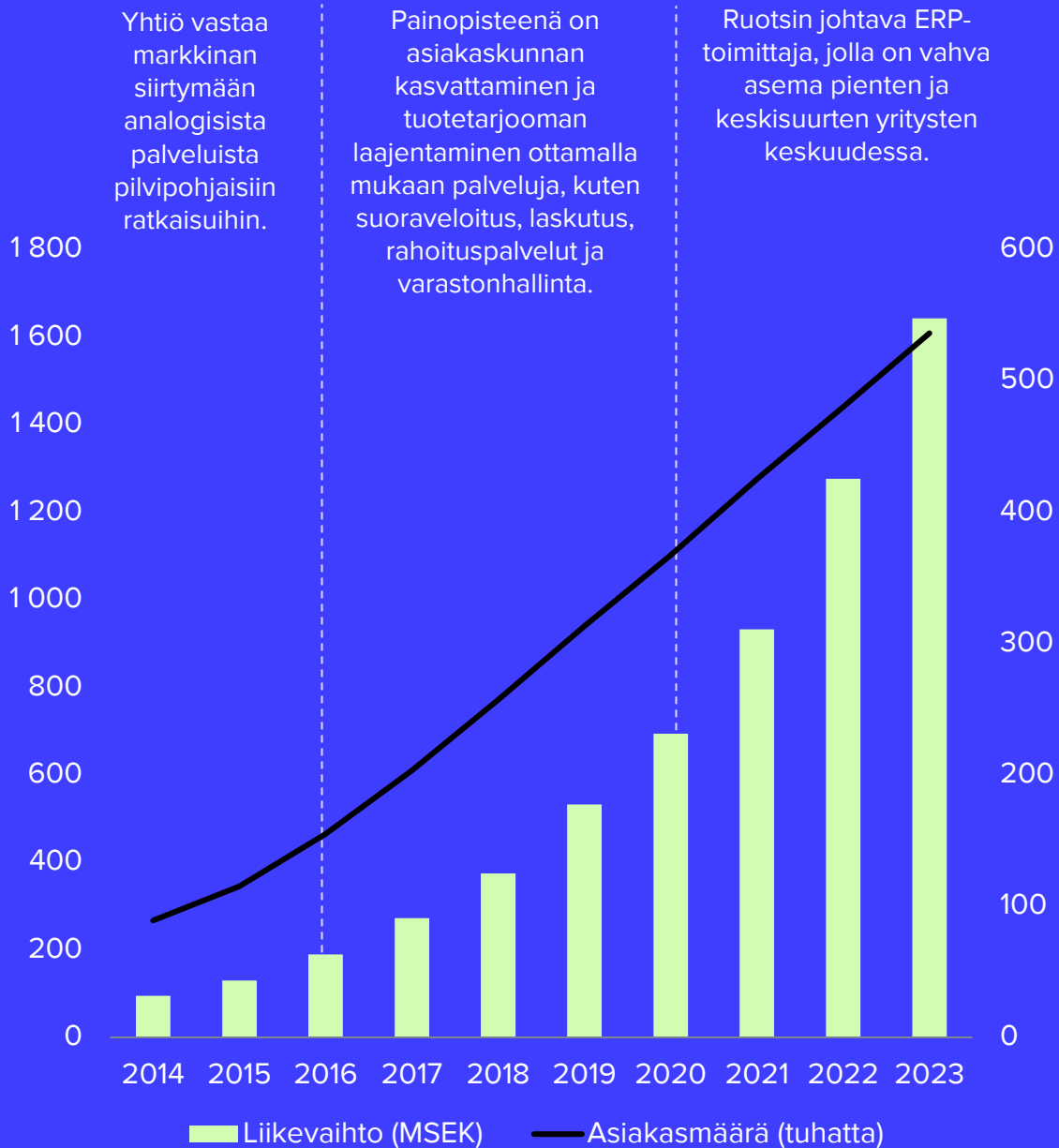
CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

ARVONLUOJAT-KONSEPTI

- Arvonluojat-konseptissa esittelemme mielenkiintoisia yhtiöitä, jotka ovat luoneet merkittävästi omistaja-arvoa
- Raportit eivät sisällä ennusteita, vaan pohjautuvat puhtaasti historialliseen dataan ja sen pohjalta laskettuihin tunnuslukuihin
- Arvioimme yrityksiä seuraavien tunnuslukujen perusteella:
 - Liikevaihdon kehitys
 - Liiketuloksen kehitys ja kannattavuus (%)
 - Pääoman tuotto (%)
 - Liiketoiminnan kassavirrat
 - Osakekurssin kehitys ja historiallinen arvostus
 - Data on kerätty pääasiassa Bloombergiltä
- Tarkastelemme pitkän aikavälin kehitystä ja kaikki luvut on esitetty aikasarjalla 2014-2023
- Raportit eivät sisällä sijoitussuosituksia



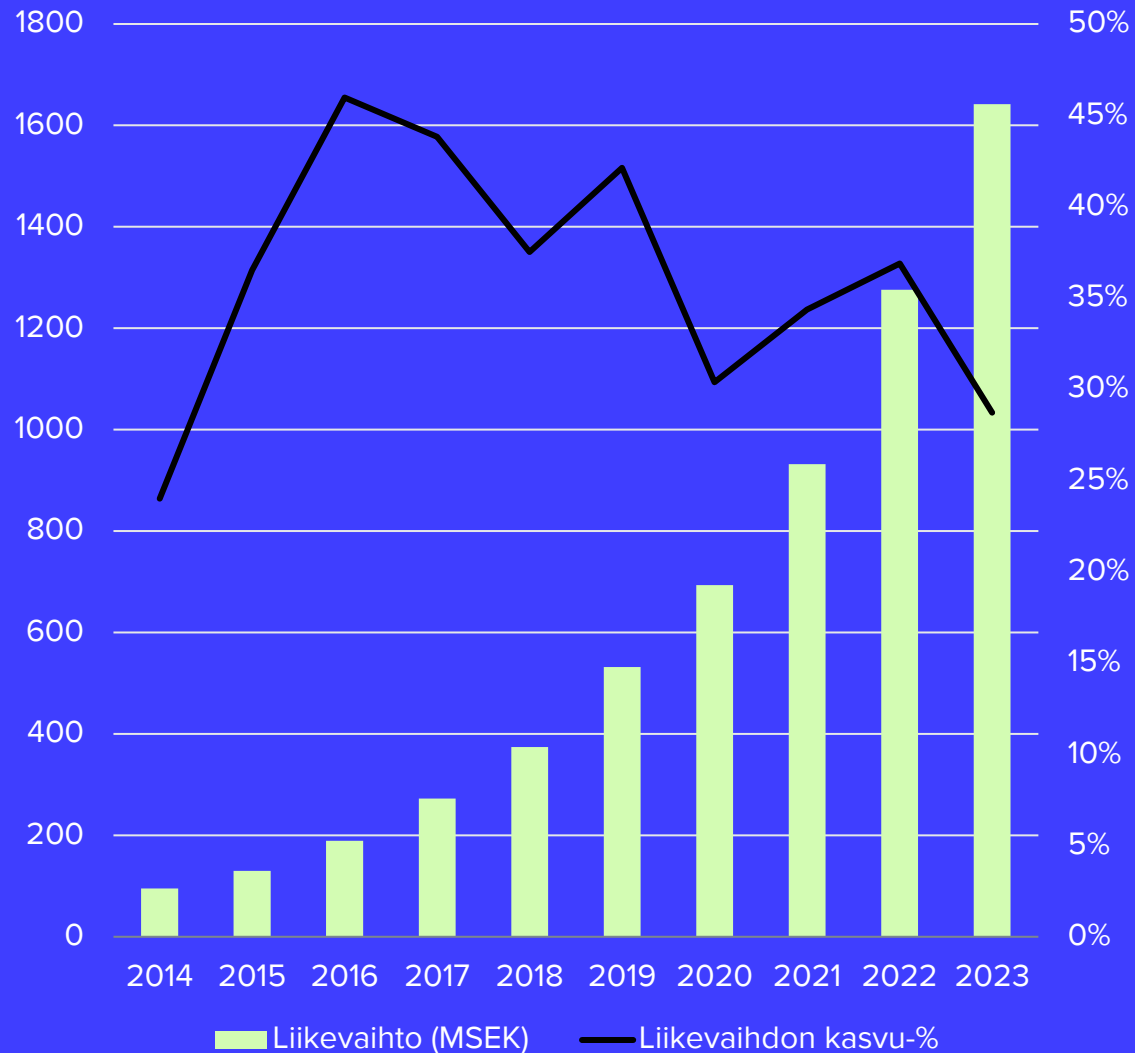
FORTNOX LYHYESTI AIKAJANALLA



- Parhaiten pilvipohjaisesta kirjanpito-ohjelmistostaan tunnettu Fortnox on johtava pienten ja keskisuurten yritysten toiminnanohjausjärjestelmä (ERP) toimittaja Ruotsissa
- **2001-2010:** Haastavia alkuvuosia leimasivat tappiot ja epäonnistunut kansainvälinen laajentuminen
- **2011-2019:** Yhtiön kannattava kasvu lähti liikkeelle laajennetun tuotetarjooman, nopeasti kasvavan markkinaosuuden ja vahvojen marginaalien ansiosta
- **2020-2023:** Fortnox keskittyi myös epäorgaaniseen kasvuun ja toteutti viisi yritysostoa laajentaakseen tuotevalikoimaansa entisestään



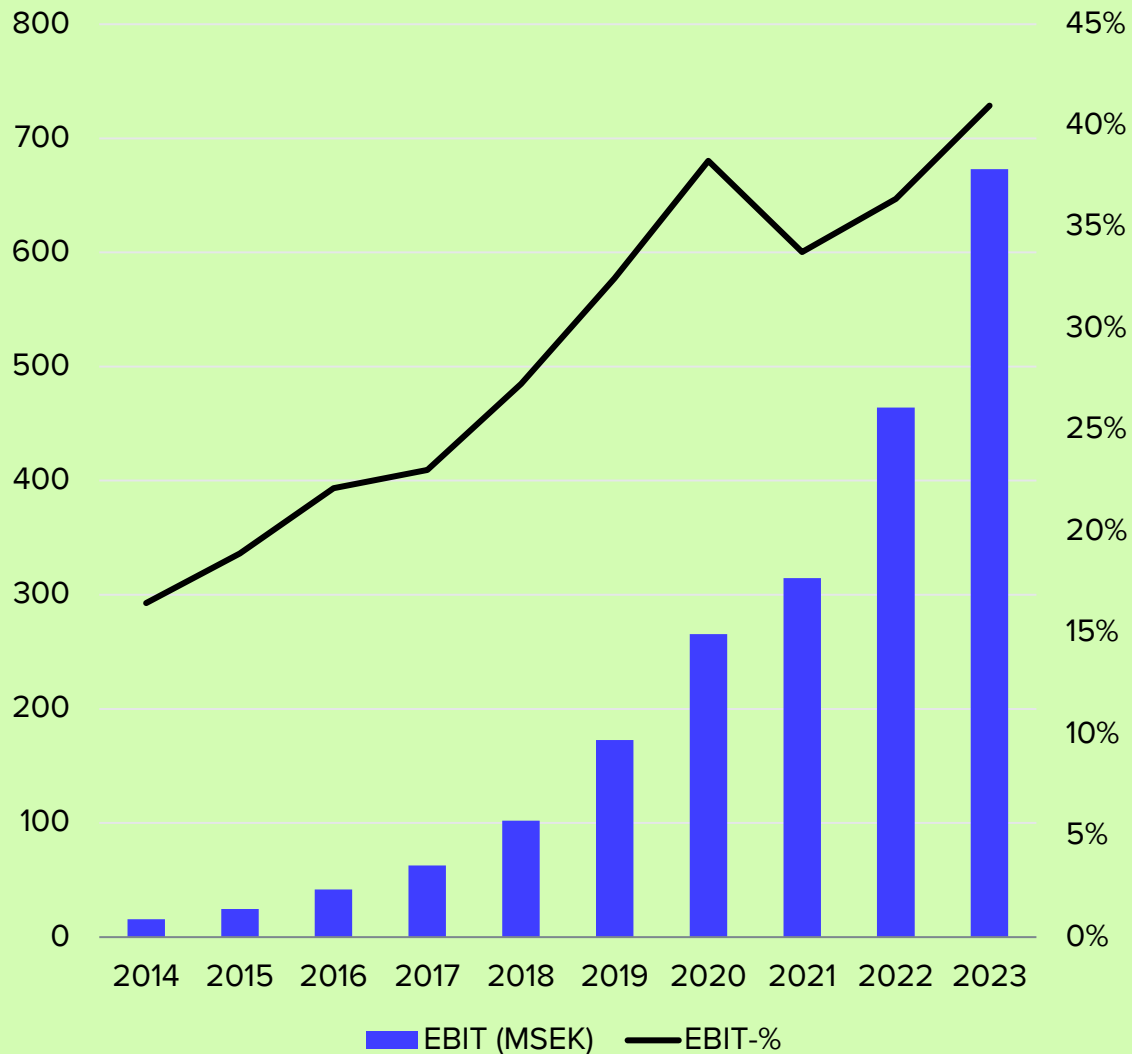
LIKEVAIHDON KASVU: 37 % CAGR



- Fortnox on saavuttanut 37 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun (CAGR) viime vuosikymmenen aikana
- Keskeisenä kasvumoottorina on toiminut yhtiön laaja tuotevalikoima, johon kuuluvat kirjanpito- ja laskutuspalvelut, maksuratkaisut ja rahoituspalvelut
- Vaikka asiakasmäärän kasvu on historiallisesti tuottanut valtaosan liikevaihdon kasvusta, keskimääräisellä asiakaskohtaisella tulolla (ARPC) on viime vuosina ollut yhä tärkeämpi rooli



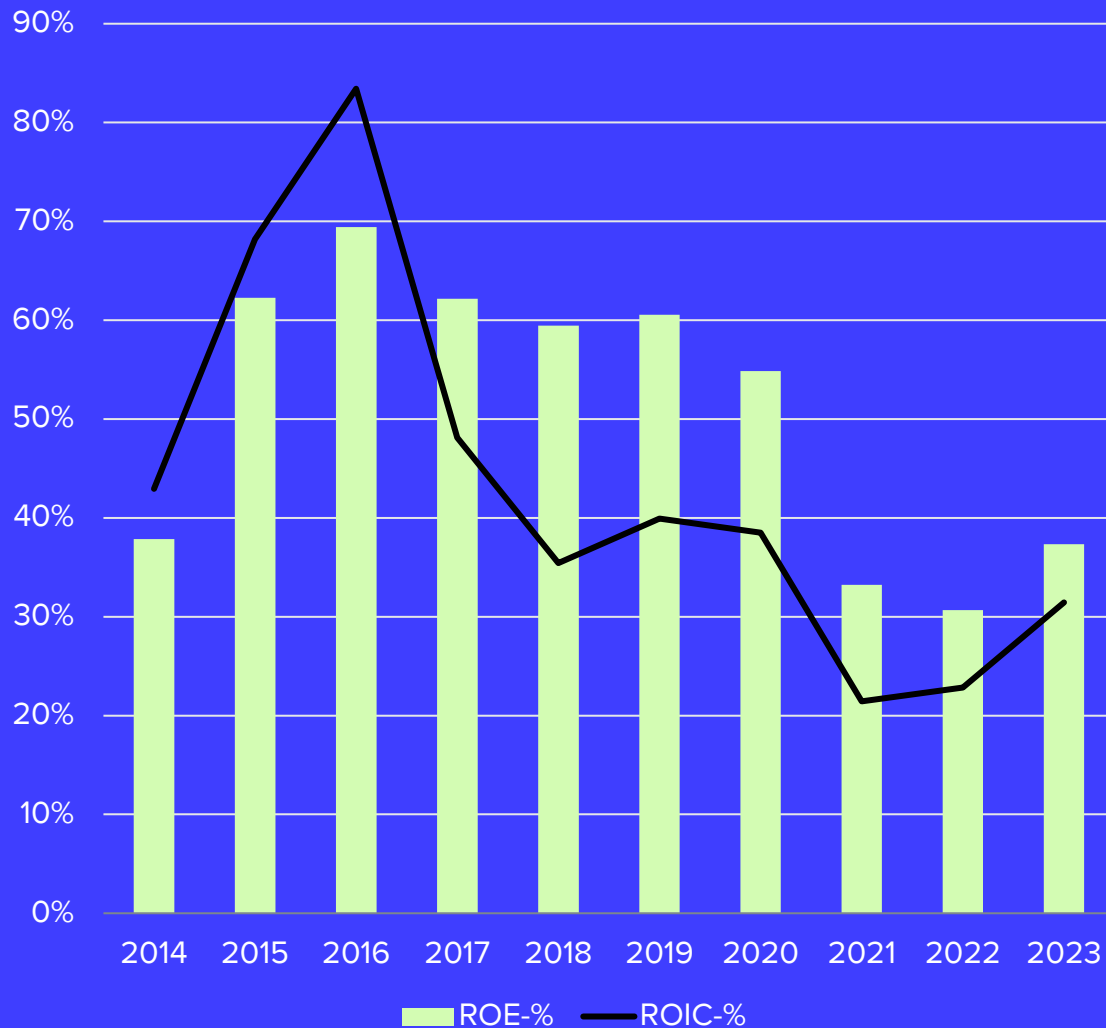
LIIKETULOKSEN KASVU: 52 % CAGR



- Fortnoxin liikevoitto on kasvanut liikevaihtoa nopeammin, mikä on johtanut parempiin liikevoittomarginaaleihin
- Merkittävä marginaaliparannus on osoitus yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuudesta: EBIT-% on noussut vuoden 17 %:sta 41 %:iin vuonna 2023
- Kannattavuus skaalautuu tehokkaasti korkeiden bruttokatemarginaalien ansiosta (yli 90 %), vaikka jatkuva kasvu on vaatinut investointeja sekä organisaatioon että tuotekehitykseen tuotevalikoiman laajentuessa
- Viime vuosikymmenen aikana Fortnox on jatkuvasti ylittänyt *Rule of 40:n**, ja sen keskimääräinen taso on ollut 65 %



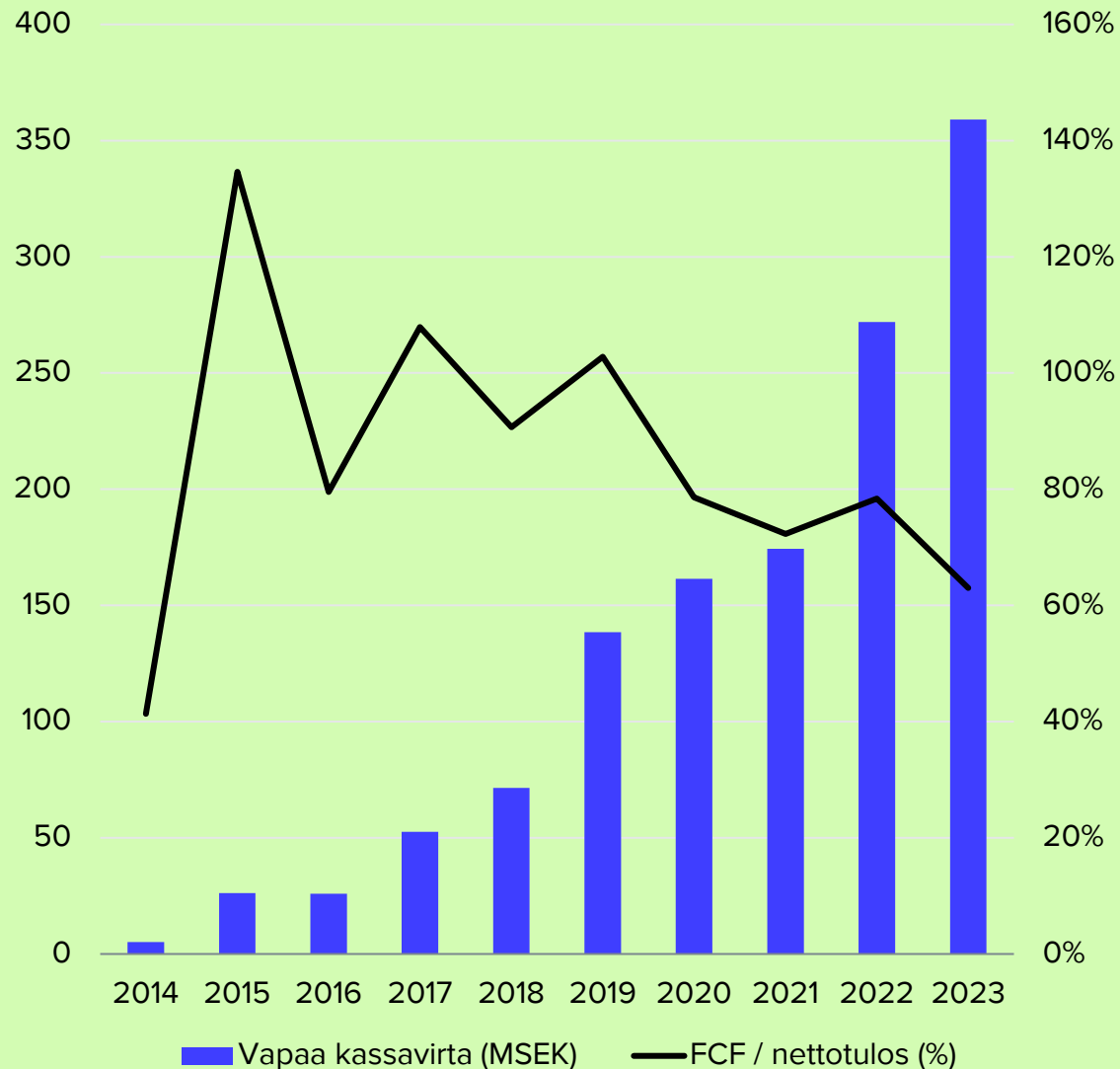
KESKIMÄÄRÄINEN OMAN PÄÄOMAN TUOTTO: 51 %



- Oman pääoman tuotto (ROE): 51 % (jakson keskiarvo)
- Sijoitetun pääoman tuotto (ROIC): 43 % (jakson keskiarvo)
- Uuden sijoitetun pääoman tuotto (RONIC) jaksolla: 31 %
- Fortnoxin pääoman tuotto on historiallisesti ollut poikkeuksellisen korkealla tasolla. Nämä luvut ovat kuitenkin laskeneet hieman, mikä johtuu osittain investoinneista yritysostoihin, jotka ovat paisuttaneet yhtiön tasetta.
- Varsinainen liiketoiminta ei vaadi merkittäviä jatkuvia investointeja, koska "alustan" suurimmat kehityskustannukset on jo maksettu



VAPAAN KASSAVIRRRAN KASVU: 60 % CAGR



- Kasvuinvestoinneista huolimatta yhtiön kannattavuus on edelleen vahva, ja se tuottaa erinomaista vapaata kassavirtaa
- Suurin osa investoinneista koostuu aktivoiduista kehityskuluista, mikä johtaa alhaisempaan vapaan kassavirran ja nettotuloksen suhteeseen (keskimäärin 85 %)
- Lisäksi Fortnox on viime vuosina sitonut yhä enemmän käyttöpääomaa pääasiassa yhtiön kasvavan luotonannon takia, mikä on vaikuttanut negatiivisesti kassakonversioon
- Huomautamme, että jakson CAGR:ää nostavat jonkin verran heikko vuoden 2014 lähtötilanne ja erittäin vahva vuosi 2023



KURSSIKEHITYS ~50 % (CAGR, 2014->)



- Fortnoxin osakekurssi on noussut alkuvuodesta 2014 noin 7285 % ja 19.9.2024 se oli 66,1 kruunua
- Osakekurssi on noussut keskimäärin noin 49 % vuodessa, mikä on linjassa yhtiön tulokasvun kanssa
- Lisäksi Fortnox on jakanut keskimäärin noin 30 % voitoistaan osinkoina, jolloin osakkeen kokonaistuotto on ollut noin 7743 % tarkastelujaksolla
- Koko jakson vuotuinen kokonaistuotto on ~50 %



HISTORIALLINEN ARVOSTUS



- Fortnoxin arvostus on ollut historiallisesti korkea, ja se on vaihdellut huomattavasti
- Keskimääräinen EV/EBIT-kerroin on ollut noin 55x ja mediaani noin 53x
- Kuvaajassa esitetty data on Bloombergiltä, ja se on kerätty 19.9.2024. Tunnusluku vertaa nykyistä yritysarvoa (EV) Bloombergin konsensusennusteeseen kuluvaan vuoden liikevoitosta. Vuotta 2016 aikaisempia ennusteita ei ollut saatavilla.
- Emme ota tässä raportissa kantaa yhtiön nykyiseen arvostukseen





MENESTYKSEN TAUSTALLA OLEVAT TEKIJÄT?*

- Fortnox on johtava ERP-toimittaja, jolla on hallitseva asema pienten ja keskisuurten yritysten keskuudessa Ruotsissa
- Fortnox on menestyksekkäästi laajentanut tuotevalikoimaansa ja luonut merkittäviä lisä- ja ristiinmyyntimahdollisuuksia, jotka ovat lisänneet keskimääräistä asiakaskohtaista liikevaihtoa
- Yrityksen tuotteilla on korkeat vaihtokustannukset
- Fortnoxilla on vahvat näytöt kannattavasta kasvusta ja korkeasta pääoman tuotosta



TARKASTELUTAPA

MIKSI KÄYTÄMME VALITTUJA TUNNUSLUKUJA

- Liikevaihdon kasvu kertoo yrityksen tuotteen tai palvelun kysynnästä
- Liikevoittomarginaalilla mitattu kannattavuus kertoo muun muassa hinnoitteluvoimasta, liiketoimintamallin toimivuudesta ja toiminnan tehokkuudesta
- Pääoman tuotto yhdistettynä liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden mittareihin kertoo pääomatehokkuudesta ja lisäarvosta verrattaessa pääoman kustannukseen (esim. WACC)
- Vapaa rahavirta kertoo yhtiön ja sen liiketoimintamallin kyvystä generoida kriittistä rahavirtaa, joka lopulta määrittää yhtiön arvon
- Osakekurssin kehitys kuvastaa yleensä pitkällä aikavälillä yhtiön kykyä luoda omistaja-arvoa
- Yhdessä nämä mittarit antavat kattavan kuvan liiketoiminnan laadusta, erityisesti kun niitä analysoidaan pitkällä aikavälillä

HUOMIOITA AVAINLUVUISTA

Tämä raportti perustuu Bloombergin dataan liikevaihdosta, liiketuloksesta, oman pääoman tuotosta (ROE-%), sijoitetun pääoman tuotosta (ROIC-%), osakekurssista ja arvostuskertoimista (mm. EV/EBIT). Olemme kuitenkin tehneet omat laskelmamme koko kauden uuden sijoitetun pääoman tuotosta (RONIC-%) ja liiketoiminnasta saadusta vapaasta kassavirrasta. Käytetyt laskentamenetelmät on esitetty alla.

RONIC-% (KOKO JAKSON OSALTA)

RONIC lasketaan operatiivisen tuoton muutoksen NOPAT T+1 - NOPAT T+0 suhteena sijoitettuun pääoman muutokseen ICT+1 - ICT+0. Käytännössä tämä kertoo sijoittajalle, kuinka paljon yhtiön on täytynyt sijoittaa uutta pääomaa liiketoimintaansa operatiivisen tuloskasvun aikaansaamiseksi.

$$RONIC = \frac{NOPAT_1 - NOPAT_0}{IC_1 - IC_0}$$

Koska RONIC-% lasketaan koko 10 vuoden ajalta, se kuvastaa uuden sijoitetun pääoman keskimääräistä tuottoa koko ajanjaksolta.

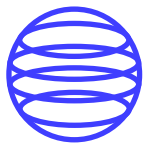
Liiketoiminnan tuottama vapaa kassavirta

Peruslaskelma on: liiketoiminnan nettokassavirta - investointien nettokassavirta oikaistuna yritysostoista ja divestoinneista - rahoituksen nettokassavirrassa olevat IFRS16-vuokravastuut. Joskus tarvitaan lisäkorjauksia oikean kuvan saamiseksi, mutta pyrimme pitämään luvut vertailukelpoisina eri yritysten välillä.

Laskentamenetelmä kuvastaa erityisesti yrityksen kykyä tuottaa kassavirtaa. Se ei ota kantaa pääoman allokointiin, mutta johdon kyky kohdentaa pääomaa näkyy muissa tarkasteltavissa luvuissa erityisesti pidemmällä aikavälillä.



KIITOS!



**JOS OLET KIINNOSTUNUT,
LÖYDÄT LISÄTIETOA
YRITYKSESTÄ TÄÄLTÄ**

CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

