

Fondia

Sijoitustutkimus

6/2018

inde
res.

Vahva tulokasvu jatkuu

Nostamme yritysjuridiikkaan keskittyneen lakiasiaintomisto Fondian suosituksen tasolle lisää (aik. vähennä) ja asetamme tavoitehintamme 13,0 euroon (aik. 12,80 euroa). Ennustamme Fondian jatkavan kilpailuetujensa avulla vahvaa kannattavaa kasvua lähivuodet ja suhtaudumme yhtiön pitkän aikavälin potentiaaliin myönteisesti. Pidämme osakkeen arvostustasoa kohtuullisena huomioiden ennustamamme lähivuosien voimakas noin 17 %:n vuotuinen tulokasvu, kasvava osinko ja matala kokonaisriskiprofiili.

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiaintomisto

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 11. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondialla oli vuoden 2017 lopussa toimipaikkoja kahdeksassa kaupungissa Suomessa ja näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa, Göteborgissa ja Tallinnassa. Fondian liikevaihto vuonna 2017 oli noin 17,5 MEUR ja sen palveluksessa työskenteli vuonna 2017 noin 126 henkilöä, joista 86 oli juristeja. Vuonna 2017 45 % yhtiön liikevaihdosta oli jatkuvaa liikevaihtoa, oikaistu liikevoittomarginaali (EBIT-%) oli noin 14,6 %, tase oli nettovelaton ja käyttö pääoma negatiivinen. Yhtiön kassavirtasuhde on viime vuosina ollut poikkeuksellisen vahva noin 100 prosentissa ja sen yläpuolella. Jatkuvan liikevaihdon, vahvan kassavirran ja vähäisen investointitarpeen takia Fondian edellytykset maksaa korkeaa ja kasvavaa osinkoa ovat hyvät ja ennustamme yhtiön osinkotuoton asettuvan noin 4-5 %:in tasolle lähivuosina.

Jatkuvia lakiosastopalveluita

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

Fondian arvostusta tukevat mm. houkutteleva toimiala sekä yhtiön asema markkinalla

Fondian arvostusta tukevat defensiivinen ja vahvasti kasvava lakiasiaintomarkkina johon on yleisesti vaikea sijoittaa, yhtiön viime vuosien erinomainen track record kannattavan kasvun osalta, korkean jatkuvan liikevaihdon osuus ja erittäin vahva yli 100 %:n kassavirtasuhde. Fondia on mielestämme myös asemoitunut erinomaisesti toimialan muutostrendeihin nähden. Inderesin näkemyksen mukaan Fondian hyväksyttävä P/E-kerroin on noin 19x ja hyväksyttävä EV/EBITDA-kerroin noin 12x. Kertoimet perustuvat yhtiön arviomaamme tulokasvuun, riskiprofiiliin ja verrokkiyhtiöiden arvostustasoon. Keskeisimpiä osakkeeseen liittyviä riskejä ovat näkemyksemme mukaan maineriski, henkilöstöriski, sekä yhtiön kansainvälistymiseen liittyvät riskit.

Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Vähennä

13,0 EUR

Edellinen: 12,80 EUR



Edellinen päätös: 12,10 EUR

Potentiaali: +7,4 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto (MEUR)	17,5	21,7	24,9
-kasvu-%	18 %	24 %	15 %
EBIT (MEUR), oik.	2,5	3,2	3,7
-EBIT-% (oik.)	14,6 %	14,6 %	14,7 %
Tulos ennen veroja	2,0	3,2	3,5
Nettotulos (oik.)	2,0	2,5	2,8
EPS (oik.)	0,52	0,63	0,71
Osinko	0,35	0,42	0,47
P/E (oik)	22,6	19,1	17,1
EV/EBIT	15,1	12,8	10,7
EV/EBITDA	13,9	12,0	10,2
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,5 %	3,9 %

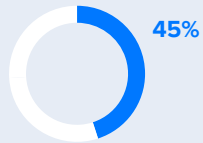
Lähde: Fondia, ennusteet Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	s. 4-10
Palvelut ja liiketoimintamalli	s. 11-14
Markkinat ja kilpailukenttä	s. 15-20
Strategia ja kilpailuedut	s. 21-22
Historiallinen kehitys	s. 23-25
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 26-31
Taulukot	s. 32-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 38

Jatkuvat LDaaS-palvelut

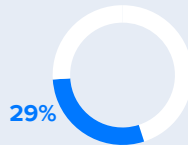
2017 liikevaihto



- Legal Department as a Service
- Jatkuva kuukausittainen laskutus
- Eri toimialoihin erikoistuneista juristeista kootut tiimit hoitavat asiakkuudet
- Yhtiön asiantuntijoiden oikeudenalaosaaminen kattaa laajasti yritys juridiikan eri osa-alueet
- Vuonna 2017 yli 200 jatkuvan laskutuksen asiakasta
- Vuonna 2017 vastasivat noin 45 % koko yhtiön liikevaihdosta

Projektit LDaaS-asiakkaille

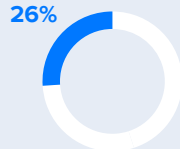
2017 liikevaihto



- Kertaluonteisia projekteja
- Perinteinen tunti-laskutus
- Täydentävät LDaaS-palvelua

Projektit muille asiakkaille

2017 liikevaihto



- Toimivat usein sisäänheittotuotteena uusasiakashankinnassa

Liiketoimintaidea

Fondian strategian kulmakivenä toimii yhtiön jatkuvan palvelun liiketoimintamalli, LDaaS. Tässä palvelumallissa asiakasyritysten päivittäiset liikejuridiikan tarpeet voidaan tuottaa jatkuvana ja ennakoitavana palveluna, joka täydentää tai korvaa kokonaan yritysten oman lakiosaston.

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Vahva panostus digitaalisiin palveluihin



Lähes puolet liikevaihdosta jatkuvaa laskutusta

Kansainvälistymis-potentiaali

Strategia

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

Kilpailu

Yritysten omat lakiosastot (pääkilpailijat)



Big Four-tilintarkastusyhteisöjen lakiosastot



Deloitte

Suuret asianajotoimistot

HANNES SNELLMAN

ROSCHIER



BORENIUS

Krogerus

EVERSHEDS SUTHERLAND

Kustannus-rakenne

126 hlö (2017)



Asiantuntijat Suomi, Ruotsi, Baltia (73% kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot (5%)



Liiketoiminnan muut kulut (22%)

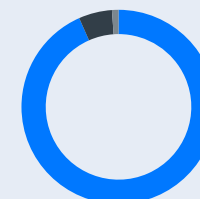
14,7 m€ (2017)

Tulovirrat

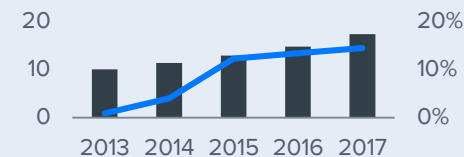
Liikevaihto 17,5 m€
EBIT 2,5 m€ (2017)



Toimistot



■ Suomi ■ Ruotsi ■ Baltia



■ Liikevaihto — EBIT-%

Fondia lyhyesti

Fondia on Suomen 11. suurin lakiasiantointimialan yritys ja ainoa listattu lakitoimimialan yritys Pohjoismaissa

2004

PERUSTAMISVUOSI

2017

LISTAUTUMINEN

#11. markkina-osuus

SUOMEN LAKIASIAMARKKINA

* Inderes, Talouselämä

17,5 MEUR (+18 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

2,5 MEUR (14,6 % lv:sta)

LIKEVOITTO 2017 ILMAN

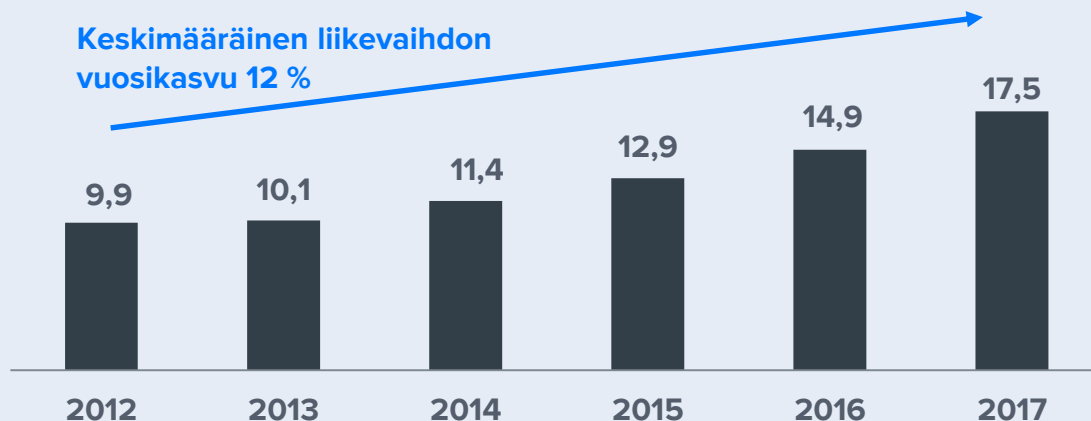
LISTATUMISANNIN KERTAKULUJA

126

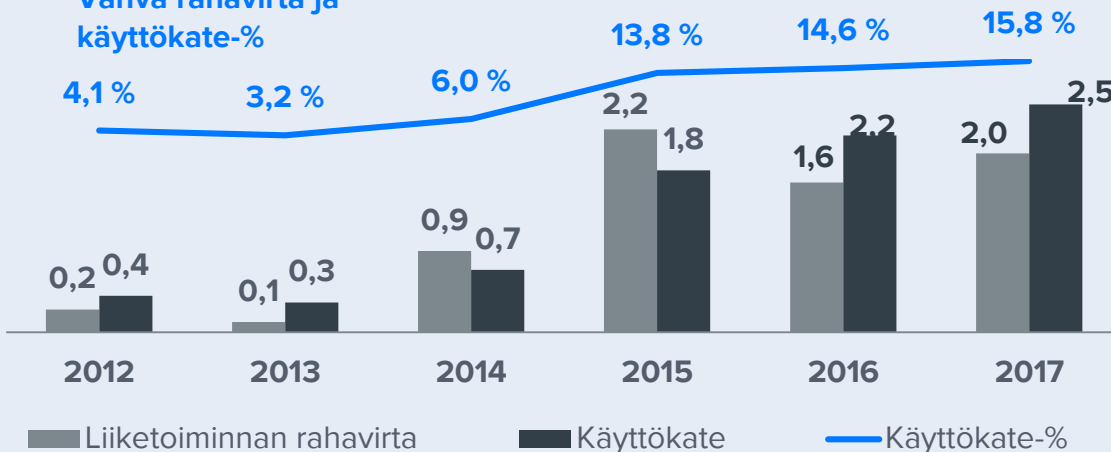
HENKILÖSTÖ 2017
JOULUKUUSSA

11 TOIMIPAIKKAA
SUOMESSA,
RUOTSISSA JA
VIROSSA (2018)

Keskimääräinen liikevaihdon
vuosikasvu 12 %



Vahva rahavirta ja
käyttökate-%



Yhtiökuvaus

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 11. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondialla oli 2018 toukokuun lopussa toimipaikkoja Helsingissä, Tampereella, Turussa, Kuopiossa, Lahdessa, Vaasassa, Oulussa ja Rovaniemellä. Näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa, Göteborgissa ja Tallinnassa. Fondian liikevaihto vuonna 2017 oli noin 17,5 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa työskenteli joulukuussa 2017 126 henkilöä, joista 86 oli juristeja. Yhtiön liikevoittomarginaali (EBIT-% ilman listautumisannin kuluja) oli vuonna 2017 noin 14,6 % ja kassavirtasuhde oli yli 100 %.

Jatkuvia sopimuksia 45 % liikevaihdosta

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

Yhtiöllä oli vuonna 2017 yli 200 jatkuvaa sopimusta, jotka muodostivat noin 45 % yhtiön vuoden 2017 liikevaihdosta. Jatkuvien sopimusten ansiosta Fondian liiketoiminta on arviomme mukaan merkittävästi tasaisempaa ja

ennustettavampaa kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä suorilla verrokeilla. Yhtiön teettämien asiakaskyselyiden perusteella myös asiakastytyytyväisyys on erittäin korkea.

Ennakkoluuloton toimija perinteisellä alalla

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

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

Fondian palvelumalli edellyttää, että yhtiön palveluksessa on kokeneita juristeja. Yhtiö ei tästä syystä tyypillisesti palkkaa vastavalmistuneita työntekijöitä, vaan sen juristeilla oli vuonna 2017 keskimäärin noin 16 vuoden työkokemus ja heillä on aikaisempaa kokemusta juridiikan eri toimialoilta. Fondia panostaa vahvasti henkilöstötyytyväisyyteen ja se pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Yhtiö houkuttelee osaajia erityisesti sillä, että toisin

kuin useilla asianajotoimistoilla, Fondiassa pyritään pääsääntöisesti pysymään normaalien työaikojen puitteissa. Näkemyksemme mukaan Fondia ei pyri olemaan toimialan parhaiten maksava työnantaja ja sen henkilöstökulut ovat arviomme mukaan keskimäärin toimialan keskiarvon alapuolella.

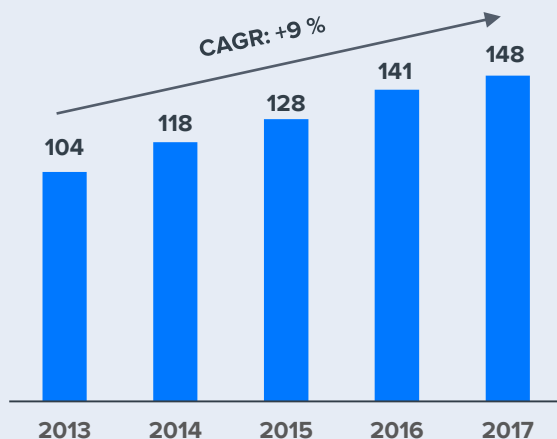
Johto

Fondian toimitusjohtajana toimii KTM Salla Vainio ja talousjohtajana KTM Kirsi Untala.

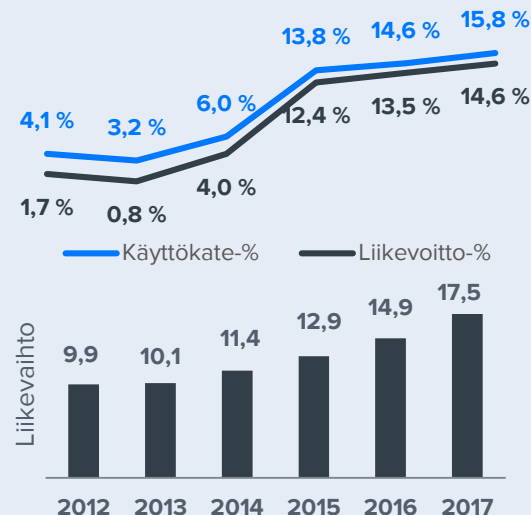
Osinkopolitiikka

Fondian Voitonjakopolitiikan mukaisesti yhtiön tavoitteena on jakaa vähintään 2/3 yhtiön osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina osakkeenomistajille. Voitonjaossa huomioidaan mm. yhtiön tuloskehitys ja -näkömät sekä tulevaisuuden investointitarpeet. Vuodelta 2017 maksettava osinko oli noin 0,35 euroa per osake ja vastasi noin 70 % tilikauden 2017 tuloksesta ilman listautumisannin aiheuttamia kertaluonteisia kuluja ja noin 91 % vuoden 2017 tuloksesta nämä kulut huomioituna.

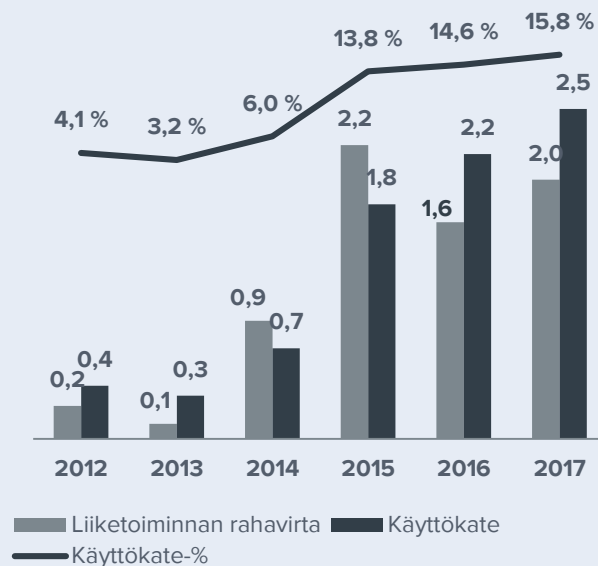
Liikevaihto per työntekijä (tuhatta euroa)



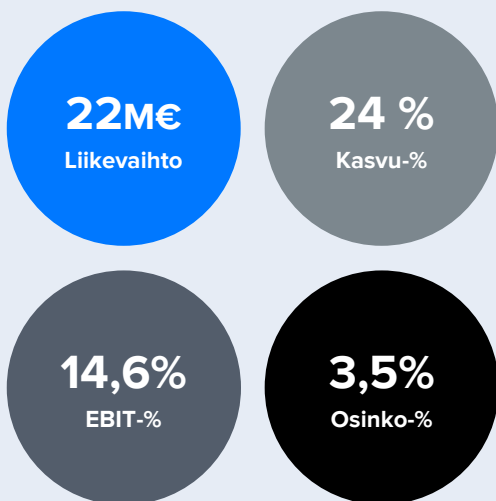
Liikevaihto, EBIT-% ja EBITDA-%



Käyttökate ja rahavirta



Ennusteet 2018e



Arvoajurit

- Matala riskiprofiili ja vahva kassavirta
- Kannattavan kasvun jatkuminen
- Kasvava osinko
- Defensiivinen toimiala, johon on yleisesti vaikea sijoittaa



Riskitekijät

- Maineriski toimialan luonteen takia
- Henkilöstötyytyväisyys ja sen ylläpitäminen
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen



Arvostus

- Toimialaan on yleisesti vaikea sijoittaa, mikä tukee arvostusta
- Pidämme tällä hetkellä lähivuosien noin 19x P/E-kertoimia ja noin 12x EV/EBITDA -kertoimia hyväksyttävänä arvostustasona yhtiölle

Sijoitusprofiili

Defensiivinen vahvan kassavirran kasvuyhtiö

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

Riski/tuotto -profiili eroaa muista toimialoista

Fondian riski/tuotto-profiili on arviomme mukaan mielenkiintoinen, sillä yhtiö on kasvuyhtiö suhteellisen matalariskisellä toimialalla. Fondia eroaa useista muista kasvuyhtiöistä defensiivisyyden ja vahvan kassavirran ansiosta.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Fondian osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Matala riskiprofiili ja vahva kassavirta:** Fondian osakkeen riskiprofiili on arviomme mukaan hyvin matala, sillä yleistaloudellisella suhdanteella ei ole merkittävää vaikutusta lakiasiainpalvelujen kokonaiskysyntään ja markkina on historiallisesti kasvanut vakaasti myös heikossa suhdanteessa. Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia, tase on nettovelaton, käyttöpääoma on negatiivinen ja yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on poikkeuksellisen vahva (kassavirtasuhde 2016: 96 % ja 2017: yli 100 %). Uskomme markkinoiden arvostavan Fondian defensiivisyyttä nykyisessä epävarmassa markkinaympäristössä ja odotamme tämän heijastuvan yhtiön arvostustasoon myös jatkossa.
- **Kannattava kasvu:** Fondia on vuosina 2014-2017 kasvanut selvästi lakiasiaimarkkinan

yleistä kasvuvauhtia nopeammin ja yhtiö on Inderesin arvion mukaan voittanut markkinaosuuksia kilpailijoiltaan. Arviomme mukaan Fondian palvelut ovat suhteellisen kilpailukykyisiä ja yhtiöllä on siten edellytykset jatkaa vahvaa ja kannattavaa kasvua myös lähivuosina.

- **Kasvava osinko:** Tasainen markkina, yhtiön vahva kasvu, sekä vahva kassavirta mahdollistavat arviomme mukaan vakaan ja nousevan osingon. Ennustamme yhtiön osingon nousevan vuosina 2018-2020 keskimäärin 16 % vuosittain.
- **Toimialaan on vaikea sijoittaa:** Inderesin tietojen mukaan Pohjoismaissa ei ole ainuttakaan pörssilistautunutta lakialan yritystä ja maailmalla on vain muutama alan listattu yhtiö (Iso-Britanniassa ja Australiassa). Arviomme mukaan Fondia tulee myös jatkossa herättämään sijoittajien mielenkiinnon, sillä toimialaan on vaikea sijoittaa, se on riski/tuotto -profiililtaan poikkeava toimiala ja siksi jo hajautusmielessä sijoittajille mielenkiintoinen.

Riskit

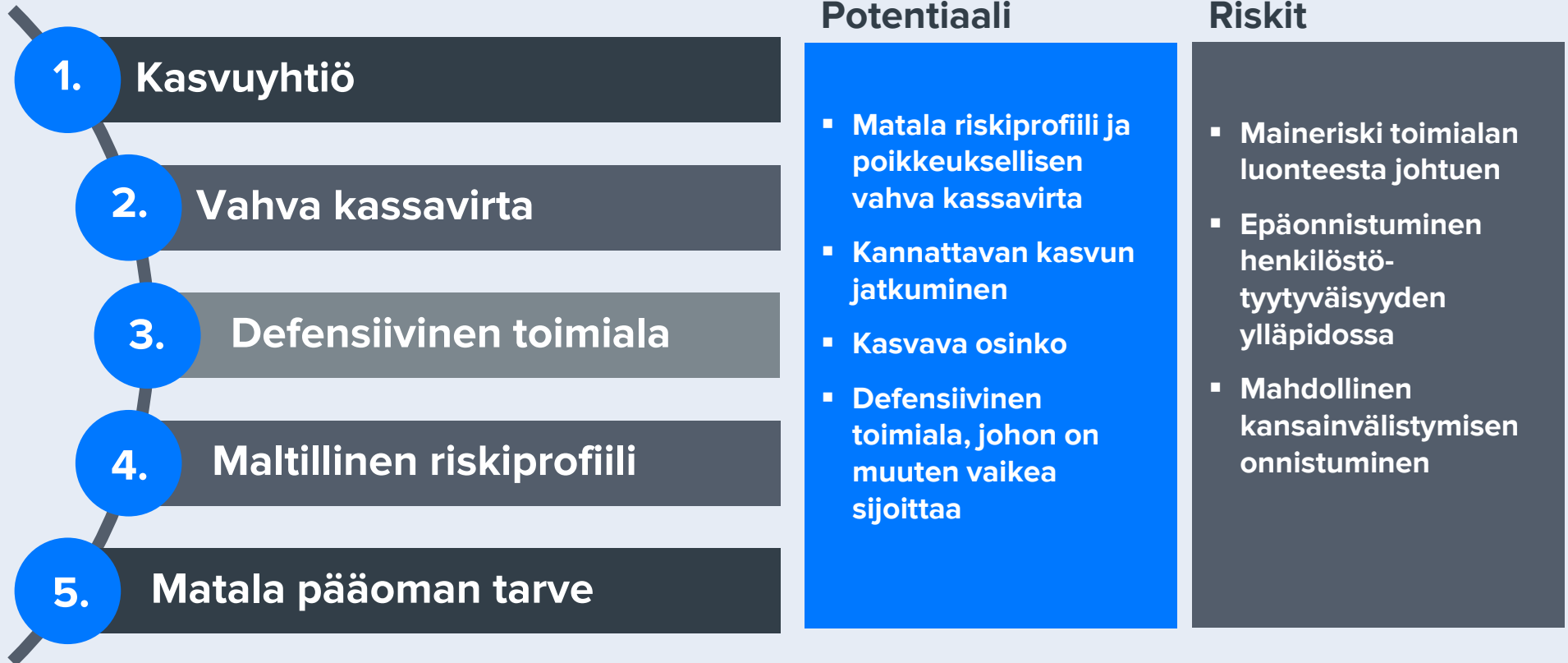
Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Maineriski:** Fondian merkittävän 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.

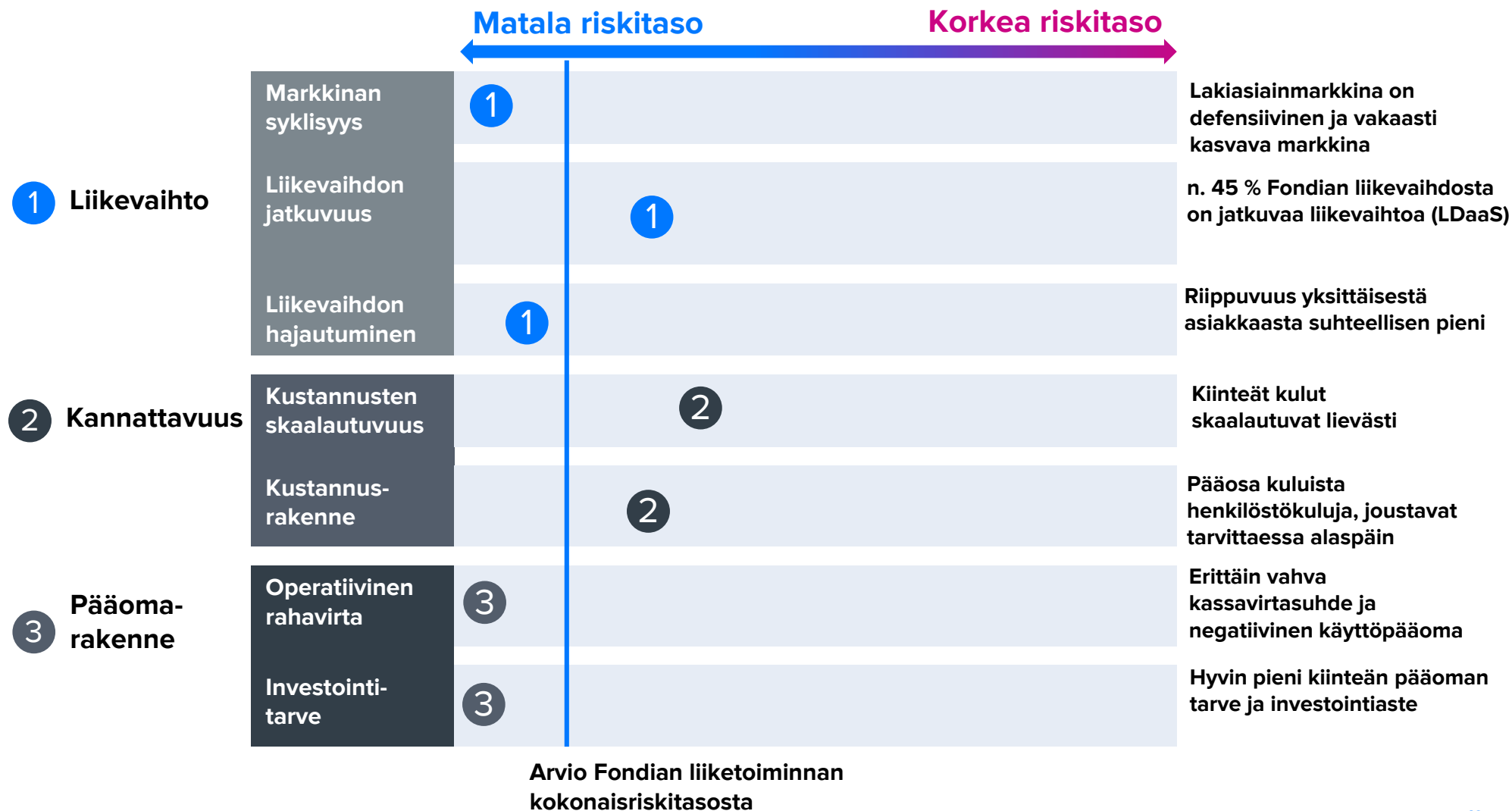
- **Henkilöriski:** On arviomme mukaan kokonaisuutena suhteellisen pieni, sillä Fondian palveluksessa oli vuoden 2017 lopussa 126 henkilöä ja yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisistä henkilöistä. Kuitenkin yhtiön keskimääräiset henkilöstökulut (2017: 90 TEUR vuodessa) ovat keskimäärin asianajotoimistoja pienempiä ja osaavan henkilöstön houkuttelevuus yhtiön palvelukseen vaatii siksi jatkuvia panostuksia henkilöstötyytyväisyyteen. Mikäli yhtiö epäonnistuisi tässä ja sen haluttavuus työnantajana vähenisi, voisi se johtaa työntekijöiden siirtymiseen kilpailijoille, mikä voisi hankaloittaa yhtiön liiketoimintaa.
- **Epäonnistuminen kansainvälistymisessä:** Fondian kansainvälistyminen oli vuosina 2012-2016 hidasta ja yhtiön track-record esimerkiksi Ruotsissa on näiltä vuosilta mielestämme vaatimaton. Vuonna 2017 Ruotsin liikevaihto kasvoi kuitenkin 90 % ja yhtiö vahvisti Ruotsin toimintoja yrityskaupalla. Arviomme mukaan on olemassa riski siitä, että yhtiö lähtee laajentamaan toimintaansa ulkomaille liian aggressiivisesti, jolloin ulkomaantoimintojen kannattavuus voi jäädä heikoksi. Emme pidä tällaisessa skenaariossa varsinaisia tappioita todennäköisenä liiketoiminnan luonteen takia, mutta kansainvälistymisessä epäonnistuminen voisi arviomme mukaan painaa koko konsernin kannattavuutta alaspäin, jolloin yhtiön tuloskehitys jäisi todennäköisesti ennustamaamme heikommaksi.

Sijoitusprofiili



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Palvelut ja liiketoimintamalli 1/2

LDaaS - jatkuvia lakiosastopalveluita

Fondian liiketoiminnan keskiössä on vuodesta 2004 alkaen kehitetty jatkuva lakiosastopalvelu eli n.s. LDaaS (Legal Department as a Service). Tämä palvelut vastasivat vuonna 2017 noin 45 % yhtiön liikevaihdesta. Tässä mallissa Fondia laskuttaa asiakkaalta ennalta sovitun kuukausipalkkion jatkuvaa lakitukipalvelua vastaan. Palvelu sopii erikokoisten yritysten tarpeisiin ja Fondian LDaaS asiakkaana on sekä startup-yrityksiä, että kansainvälisiä pörssiyhtiöitä. Fondialla oli vuoden 2017 lopussa yli 200 jatkuvan lakiosastopalvelun piirissä olevaa asiakasta.

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

Palvelun prosessien tehostamiseksi Fondia on kehittänyt digitaalisen MyFondia-alustan, joka mahdollistaa palvelun tuottamisen ajasta ja paikasta riippumatta eri päätelaitteilla. Esimerkiksi kaikki asiakkaan dokumentit sekä jo tehdyt ja tulevat toimenpiteet päivitetään alustaan näkyville niin, että Fondian juristien ja

asiakkaiden ajankäyttö on tehokasta ja asiakkaat myös näkevät reaaliajassa mitä Fondian lakimiehet ovat konkreettisesti tehneet.

Jatkuvan palvelun avulla Fondia pyrkii olemaan integroitu osa asiakkaan liiketoimintatiimiä. Juristit eivät tällöin ole erillisiä ulkopuolisia neuvonantajia, vaan voivat esimerkiksi osallistua asiakasyrityksen johtoryhmän työskentelyyn. Tällöin asiakkaat ovat tyypillisesti hyvin sitoutuneita Fondiaan ja lakipalveluiden toimittajan vaihtamisen kynnys on usein korkea. Fondian asiakasvaihtuvuus on ollut viime vuosina vähäistä ja yhtiön vuoden 2017 liikevaihdesta 70 % tuli asiakkailta, jotka olivat Fondian asiakkaita myös vuonna 2016.

Projektit täydentävät jatkuvaa palvelua

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

Projekteissa laskutus toimii pääasiassa alalle perinteiseen tapaan tuntilaskutuksena. Vuonna 2017 Fondian liikevaihdesta noin 29 % muodostui lisätöistä ja projekteista LDaaS-asiakkaille ja 26 % muodostui projekteista muille kun LDaaS-asiakkaille. Projektiasiakkaita yhtiöllä oli vuonna 2017 jatkuvat LDaaS asiakkaat huomioiden noin 790. Perinteiset projektit ovat Fondialle tärkeitä, sillä ne täydentävät yhtiön LDaaS-palveluita ja ne toimivat myös sisäänheittotuotteina, sillä onnistuneen projektin myötä yhtiö pystyy usein houkuttelemaan

asiakkaan jatkuvan laskutuksen piiriin.

Kilpailuetuina tehokkuus, läpinäkyvä hinnoittelu ja vähäinen henkilöstöriippuvuus

Fondian LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata omaa lakimiestä tai lakiosastoa. Palvelu on usein asiakkaille kustannustehokas, sillä lakiasioiden osto tuntityönä juoksevien asioiden hoitamiseen ei välttämättä ole kaikille yrityksille myöskään 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, minkä lisäksi asiakalla on sen omiin tarpeisiin räätälöity eri oikeudenaloihin keskittynyt juristiimi käytössä.

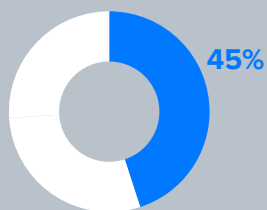
Fondian toimintamalli on arviomme mukaan ainakin yhtiön historiallisten tilinpäätöslukujen valossa ollut menestynyt. Yhtiö on pystynyt vuosina 2012-2017 kasvamaan kannattavasti ja selvästi yleistä markkinakasvua nopeammin. Fondian omien selvitysten perusteella 97 % yhtiön jatkuvista lakiosasto-asiakkaista oli valmis suosittelemaan Fondian palveluita.

Fondian liikevaihto on arviomme mukaan huomattavasti ennakoitavampaa ja tasaisempaa kuin perinteisillä projekteihin keskittyneillä asianajotoimistoilla. Yhtiö ei myöskään ole riippuvainen yksittäisestä asiakkaasta, sillä viime vuonna sen kymmenen suurinta asiakasta vastasivat noin 15 % liikevaihdesta, mikä on arviomme mukaan toimialalla suhteellisen pieni lukema.

Fondian palvelut liikevaihdon mukaan

Jatkuvat LDaaS-palvelut

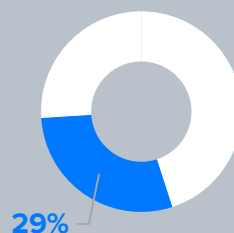
Liikevaihto



- Legal Department as a Service
- Eri toimialoihin erikoistuneista juristeista kootut tiimit
- Jatkuva kuukausittainen laskutus
- Vuonna 2017 yli 200 jatkuvan laskutuksen asiakasta

Projektit LDaaS-asiakkaille

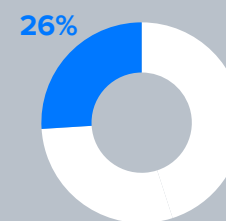
Liikevaihto



- Yritysjärjestelyt
- Riita-asiat
- Muut yritys juridiikan palvelut
- Koulutukset
- Perinteinen tuntilaskutus
- Kertaluonteisia projekteja

Projektit muille asiakkaille

Liikevaihto



- Fondia tarjoaa projekteja myös muille kuin LDaaS-asiakkaille
- Toimivat usein sisäänheittotuotteena uusasiakashankinnassa
- Lähes 800 projektiasiakasta vuonna 2017

MyFondia

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

Palvelut ja liiketoimintamalli 2/2

Yhtiö rakenne eroaa huomattavasti asianajotoimistoista

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

Perinteinen asianajotoimisto on usein hierarkkinen organisaatio

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

Fondian mallissa juristit ovat asiakasrajapinnassa

Fondian mallissa varsinaisen juridisen työn tuottavat juristit ovat asiakasrajapinnassa mukana. Tällöin lakipalvelun tuottavat juristit tuntevat tarkemmin loppuasiakkaan tarpeet ja organisaatio on myös tehokkaampi matalamman hierarkian takia. Myös henkilöstötyytyväisyys on Fondian mukaan korkeampi, sillä työntekijöiden tehtäväkuva on tyypillisesti laajempi kuin asianajotoimistoissa, joissa yksittäinen työntekijä

on tyypillisesti keskittynyt hyvin kapeaan osaamisalueeseen. Lisäksi Fondia tarjoaa työntekijöille mahdollisuuden olla joko "Huntereita", jolloin työ sisältää myös uusiasiakashankintaa tai "Farmereita", jolloin he kehittävät pääasiassa olemassa olevia asiakkauksia.

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

Henkilöstötyytyväisyys on Fondian vahvuus

Fondian palvelumalli edellyttää, että yhtiön palveluksessa on kokeneita juristeja. Yhtiö ei tästä syystä tyypillisesti palkkaa vastavalmistuneita työntekijöitä ja sen juristeilla oli vuonna 2017 keskimäärin noin 16 vuoden työkokemus ja heillä on aikaisempaa kokemusta juridiikan eri toimialoilta. Fondia panostaa vahvasti henkilöstötyytyväisyyteen ja se pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Fondia ei näkemysmme mukaan kuitenkaan pyri olemaan toimialan parhaiten maksava työnantaja, vaan se houkuttelee osaajia palvelukseensa muilla tekijöillä. Tämän takia Fondian henkilöstökulut ovat arviomme mukaan toimialan keskiarvon alapuolella.

Fondian keskimääräiset henkilöstökulut per työntekijä olivat vuonna 2017 noin 90 TEUR, mikä oli arviomme mukaan esimerkiksi asianajotoimistojen keskimääräistä tasoa hieman matalampi. Ero selittyy kuitenkin osittain työajoilla ja Fondiassa tuntipalkka voi yhtiön mukaan olla samalla tasolla kuin asianajotoimistoissa. Inderesin arvion mukaan suurissa asianajotoimistoissa ei ole tavatonta että työpäivät venyvät 12 tunnin mittaisiksi ja että

myös joskus viikonloppuisin tehdään töitä. Fondian politiikan mukaisesti yhtiössä tehdään pääsääntöisesti normaaleja kahdeksan tunnin työpäiviä ja viikonloppuisin ei lähtökohtaisesti työskennellä. Fondiassa käytetäänkin osittain Finnairilta lainattua iskulausetta: "juristi - illaksi kotiin". Fondia tarjoaa myös työntekijöille mahdollisuuden tehdä osa-aika- ja etätöitä.

Fondian tavoitteena on olla "hyvä työpaikka" ja "fantastinen työyhteisö". Yhtiö on panostanut vahvasti työntekijöiden työhyvinvointiin ja toimitiloihin. Fondia onkin valittu Euroopan parhaaksi lakialan työpaikaksi vuonna 2013 ja 2014 ja Suomen kolmanneksi parhaaksi työpaikaksi vuosina 2012, 2013 ja 2014. Yhtiön maine työyhteisönä koki kuitenkin kolauksen vuonna 2017, kun yksi Fondian perustajista Marianne Saarikko Jansson joutui lähtemään yhtiöstä vastoin tahtoaan. Arviomme mukaan hänen lähtönsä ei kuitenkaan välttämättä kerro Fondian työyhteisöstä yleisesti, vaan taustalla saattoivat olla myös muut syyt.

Osaajien jatkuva rekrytointi on myös

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

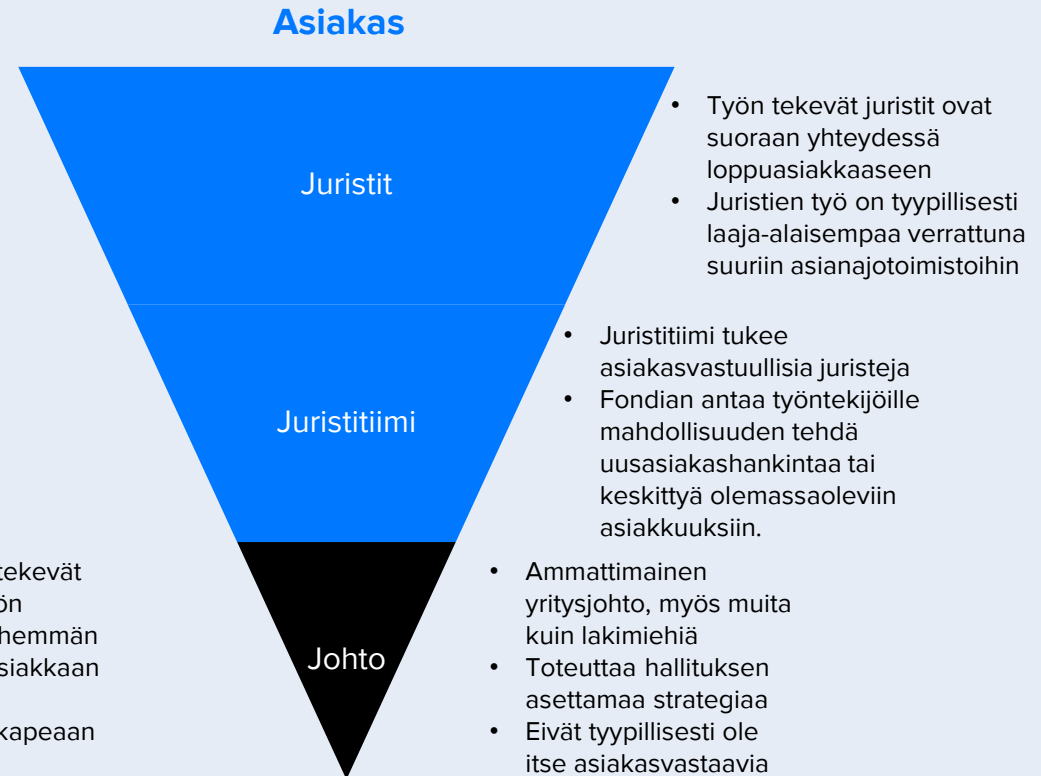
Fondian yhtiö rakenne vs. asianajotoimisto

Perinteinen partnerivetoinen asianajotoimisto



Lähde: Inderes

Fondian yhtiö rakenne FONDIA



Markkinat ja kilpailukenttä 1/2

Yritysjuridiikan markkina jakautuu kahteen osaan

Yritysjuridiikan markkina voidaan Suomessa jakaa karkeasti kahteen osaan. Ensimmäisen osan muodostavat lakiasiainpalveluita tarjoavat yritykset, joita ovat esimerkiksi asianajotoimistot ja muut yritysjuridiikan palveluita tuottavat yritykset. Tämän ns. lakiasiainpalveluiden markkina oli vuonna 2016 tilastokeskuksen mukaan 846 MEUR:n kokoinen. Toisen osan markkinasta muodostavat yrityksissä ja yhteisöissä työsuhteessa toimivat lakimiehet. Tämän markkinan tarkkaa kokoa on vaikea arvioida, mutta Suomessa Lakimiesliiton selvityksen mukaan mukaan yrityksissä ja yhteisöissä työskenteli vuonna 2015 noin 6500 lakimiestä joiden yhteenlaskettu palkka-summa oli arviomme mukaan karkeasti noin 506 MEUR.

Defensiivinen ja tasaisesti kasvava markkina

Suomen lakiasiainpalvelumarkkina oli tilastokeskuksen tilastojen mukaan noin 846 MEUR:n kokoinen vuonna 2016. Markkina on kasvanut viimeisen 10-vuoden aikana suhteellisen tasaisesti ja keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 4,5 %. Viimeisen 4 vuoden aikana vuotuinen kasvu on ollut hieman tätä nopeampaa, noin 5 %:n luokkaa.

Markkina ei ole historiallisesti ollut kovinkaan 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 lakiasiainpalveluiden kokonaiskysyntään.

Ruotsin markkina merkittävästi Suomea isompi

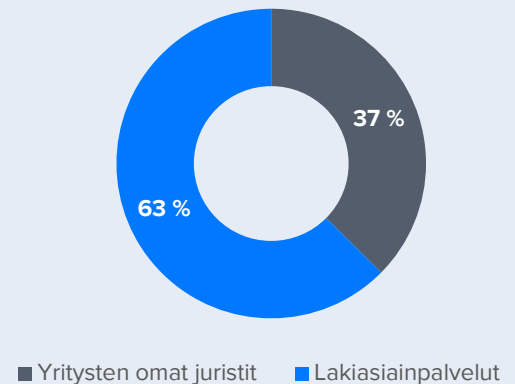
Ruotsin lakiasianmarkkina on arviomme perusteella selvästi yli kaksinkertainen Suomeen verrattuna. Statistics Sweden:in tilastojen perusteella Ruotsin lakiasiaimarkkinan koko oli vuonna 2016 noin 2,5 miljardia euroa ja sen kasvuvauhti on ollut vuosina 2011-2016 keskimäärin noin 4,4 % vuodessa.

Suomen ohella Ruotsi on Fondian mukaan vähemmän säännelty markkina lakipalveluiden osalta ja siksi Fondialle mielenkiintoinen. Ruotsissa lakipalveluita voivat tarjota myös paikalliseen asianajajaliittoon kuulumattomat yhtiöt ja Fondialla on siksi mahdollista toimia Ruotsissa. Yhtiö on toiminut Ruotsissa Tukholmassa vuodesta 2012 alkaen.

Baltian markkina on pieni

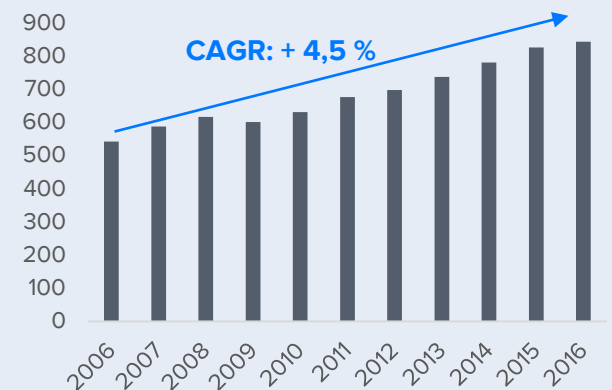
Baltian eli Viron, Liettuan ja Latvian yhteenlaskettu lakiasioden markkina on Fondian selvitysten perusteella karkeasti noin 450 MEUR:n kokoinen. Virossa ja Liettuaissa lakipalveluiden markkina on kasvanut Fondian mukaan viime vuosina Eurooppalaista keskiarvoa voimakkaammin, mutta Latviassa markkinan koko on heilahdellut voimakkaasti.

Yritysjuridiikan markkina Suomessa



Lähde: Inderes

Suomen lakiasiaimarkkina (MEUR)*

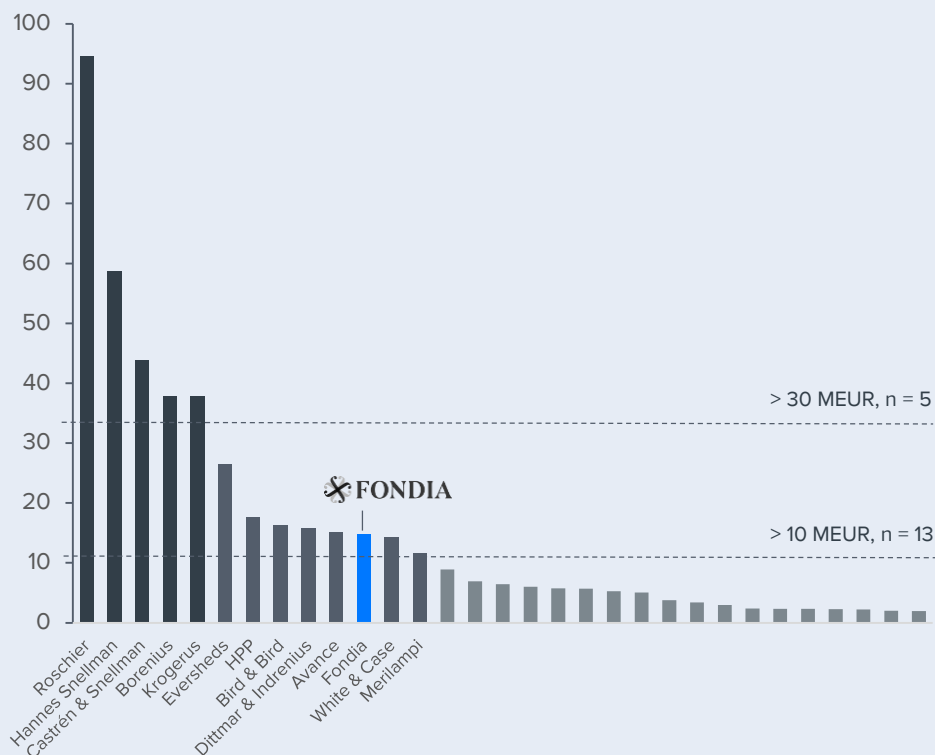


Lähde: Tilastokeskus

**Kaudet 2006-2011 ja 2012-2016 eivät ole täysin vertailukelpoisia keskenään

Kilpailukenttä

Suurimmat lakiasiainpalveluyhtiöt, 2016



Lähde: Inderes, Talouselämä 37/2017

Fondian kilpailutekijät

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

Markkinat ja kilpailukenttä 2/2

Markkinan erityispiirteet

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

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

Kilpailukenttä Suomessa

Suomessa lakiasiaainmarkkina on suhteellisen fragmentoitunut, sillä lakiasiaintoimialalla oli vuonna 2016 yhteensä 1684 yritystä, joista 89 % oli pieniä, alle 5 hengen yrityksiä. Näistä kaikkein merkittävämpiä ovat asianajotoimistot, jotka vastasivat arviolta noin 71 % koko lakiasiaainmarkkinan liikevaihdosta. Noin

puolesta Suomen markkinaa vastasi 16 asianajotoimistoa, joiden liikevaihto oli vuonna 2016 6-95 MEUR. Nämä yhtiöt yhdessä suurten tilintarkastusketjujen omien lakipalveluosastojen kanssa kilpailevat arviomme mukaan osittain Fondian kanssa, mutta eivät ole Fondian pääasiallisia kilpailijoita. Fondian pääasiallisia kilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yritysten omat lakiosastot ja lakimiehet, sillä Fondian LDaaS-palvelut on suunniteltu täydentämään ja osittain korvaamaan yritysten omia lakiosastoja.

Suuret asianajotoimistot

Suomessa Fondian kilpailijoita ovat arviomme mukaan lakiasiaintoimialalla osittain suurehko, yli 10 MEUR:n liikevaihdon asianajotoimistot, joita oli Suomessa vuonna 2016 yhteensä 12. Erityisesti kaikkein suurimmat asianajotoimistot kuten Roschier, Hannes Snellman, Castren Snellman, Krogerus ja Borenus kilpailevat Fondian kanssa. Nämä yritykset ovat selvästi Fondiaa suurempia (2016 liikevaihdot 38-95 MEUR) ja ne ovat pääasiassa maineikkaita, pitkään toimineita täyden palvelun liikejuridiikkaan keskittyneitä asianajotoimistoja. Näiden lisäksi suurten ns. Big 4-tilintarkastustoimistojen lakipalveluosastot kilpailevat osittain Fondian tarjoamien projektipalveluiden kanssa.

Näillä kilpailijoilla voi olla entuudestaan laaja asiakaskunta, parempi tunnettavuus ja suuremmat resurssit kuin Fondialla. Fondiaa suuremmat kilpailijat voivat käyttää myös kokoaan hyväkseen saavuttaakseen kilpailuedun isoissa hankkeissa tai asiakkuuksissa. Fondia ei Inderesin käsityksen mukaan pyri kilpailemaan asianajotoimistoja

vastaan suurissa asiakasprojekteissa (kuten suuret yrityskaupat), vaan yhtiön fokus on enemmän asiakasyritysten päivittäisten liikejuridiikan tarpeiden täyttämisessä. Tässä segmentissä Fondian vahvuus on näkemyksemme mukaan erityisesti se, että jatkuvien palveluiden ansiosta Fondian juristien asiakasyritysten tuntemus on korkea ja aikaa ei kulu hukkaan mm. juristin perehdyttämiseen asiakasyrityksen liiketoimintaan.

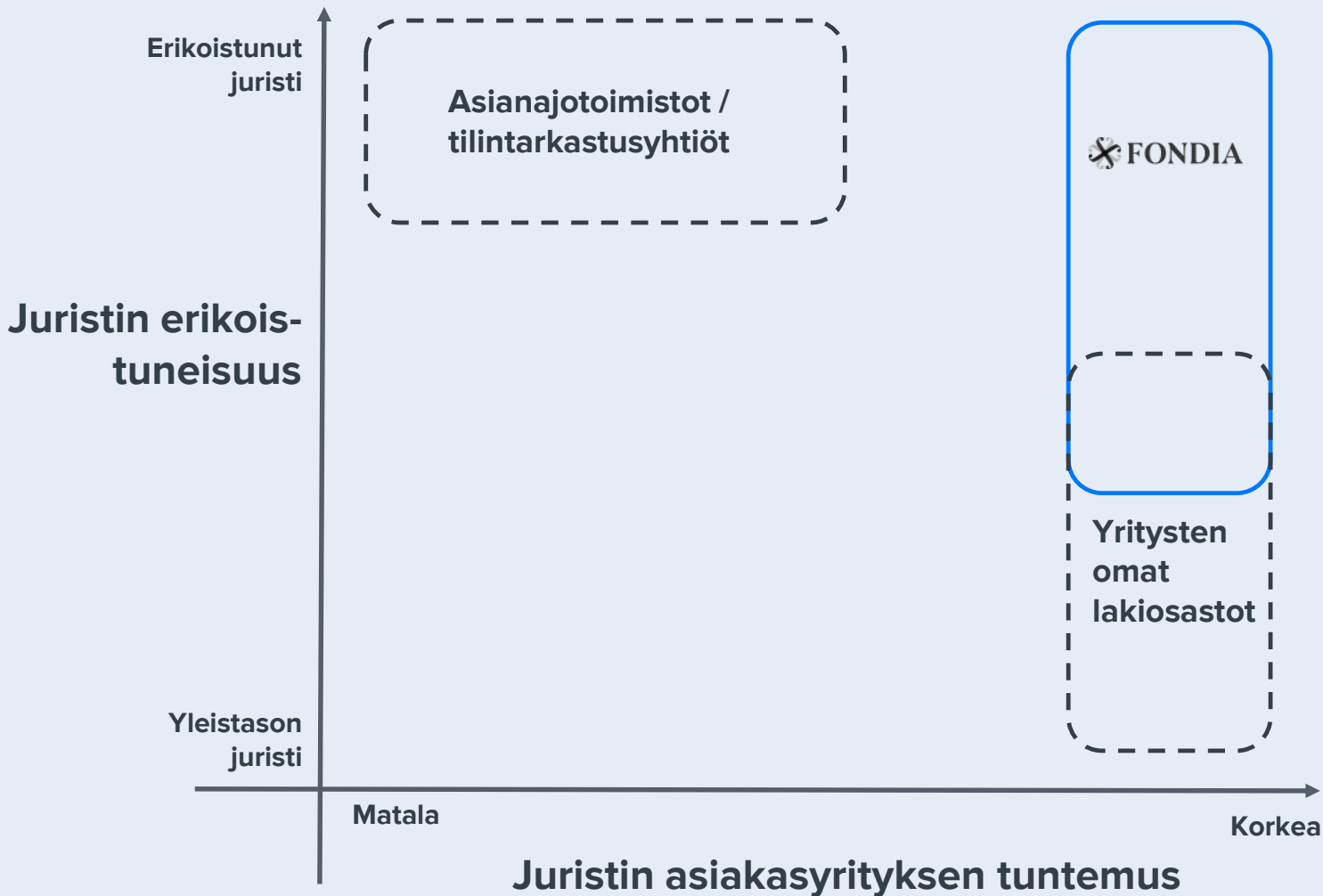
Yritysten omat lakimiehet

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

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

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

Fondian positioituminen markkinassa



Markkinan muutostrendit

Markkinoiden trendit

Näkemyksemme mukaan lakipalveluiden markkinassa on tällä hetkellä havaittavissa 4 selkeää muutostrendiä, jotka tukevat Fondian liiketoimintaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä:

- **Digitalisaatio:** Digitalisaatio luo arviomme mukaan lisääntyvässä määrin uusia tarpeita lainsäädännölle ja lain soveltamiseen (esimerkiksi tietosuoja ja IPR), mikä tulee tulevaisuudessa lisäämään lakipalveluiden kysyntää. Lakipalveluiden markkina tulee tämän perusteella arviomme mukaan kasvamaan myös lähitulevaisuudessa BKT:n kasvuvauhtia nopeammin, mikä hyödyttää suoraan Fondiaa. Lisäksi digitalisaatio luo Fondian kannalta mahdollisuuden kehittää uudenlaisia digitaalisia palveluita ja toimintamalleja konservatiivisella ja historiallisesti mielestämme hitaasti muuttuneella toimialalla.
- **Ulkoistaminen:** kaikenkokoisilla yrityksillä on arviomme mukaan paineita lisätä liiketoimintansa joustavuutta muuttuvassa toimintaympäristössä, minkä lisäksi yritykset pyrkivät jatkuvasti säästämään kuluissaan erityisesti kilpailuilla toimialoilla. Näiden syiden takia yritysten omien lakiosastojen ulkoistaminen tulee arviomme mukaan lisääntymään tulevaisuudessa. Deloitteen vuoden 2016 tutkimuksen perusteella jopa 52 % vastanneista yrityksistä olisi valmis ostamaan lakipalveluita ulkopuoliselta yritykseltä. Ulkoistamistrendi tukee suoraan Fondian liiketoimintaa, sillä yhtiön jatkuvien palveluiden avulla asiakasyritysten on mahdollista ulkoistaa oma lakiosasto tai lakimies osittain tai kokonaan Fondialle.
- **Lisääntyvä sääntely:** kansainvälisten sopimusten sääntely ja erityisesti EU-sääntely tulevat useiden arvioiden mukaan lisääntymään tulevaisuudessa. Tämä kasvattaa arviomme mukaan tarvetta liikejuridiikan palveluille, mm. Compliance-käytännöille.
- **Globalisaatio:** on useiden arvioiden mukaan lisääntymässä lakitoimialalla mm. kansainvälisen kaupan kasvun ja aineettomien oikeuksien suojaamisen tärkeyden myötä. Myös mm. Euroopassa lainsäätäjien lisääntynyt mielenkiinto kansainväliseen veronkiertoon lisää rajat ylittävien lakipalveluiden kysyntää. Lisääntyvän globalisaation takia yritykset tarvitsevat arviomme mukaan yhä laaja-alaisempaa juridista osaamista, mitä yrityksen oma lakimies ei välttämättä hallitse. Tämä trendi tulee siten arviomme mukaan osaltaan kiihdyttämään lakipalveluiden ulkoistamistrendiä.

Markkinan muutostrendit yhteenveto

Ulkoistaminen	• Nykyinen ulkoistamistrendi vähentää yritysten sisällä työskentelevien lakimiesten määrää ja lisää ulkoistettujen lakipalveluiden kysyntää
Digitalisaatio	• Lisää osaltaan tarvetta lakipalveluille (esim. IPR) • Luo Fondialle mahdollisuuden kehittää uusia toimintamalleja ja uudenlaisia lakipalveluita
Lisääntyvä sääntely	• Erityisesti EU:n lisääntyvä sääntely kasvattaa tarvetta lakipalveluille, mm. Compliance-käytännöille
Globalisaatio ja kansainvälistyminen	• Yritykset tarvitsevat yhä laaja-alaisempaa juridista osaamista, mitä oma lakimies ei välttämättä pysty tarjoamaan. Vauhdittaa siten ulkoistamistrendiä

Strategia ja kilpailuedut

Kasvustrategian kulmakivenä LDaaS

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

Fondian strategiaa tukee osaltaan yhtiön kehittämä digitaalinen MyFondia-alusta ja yhtiön tavoitteena on kehittää myös muita digitaalisia työvälineitä tukemaan yhtiön kansainvälistä kasvua. Yhtiö haluaa panostaa erityisesti palvelujen tuotteistamiseen ja automaatioon teknologian avulla. Fondia ei aio toistaiseksi itse kehittää ohjelmistoja, vaan tarvittava teknologia ostetaan ulkoa. Vuonna 2017 tähän investointiin 0,2 MEUR, mutta jatkossa investointitarve yhtiön johdon mukaan kasvaa.

Yhtiöllä on vahva kansainvälistymishalu

Fondia näkee merkittävää kysyntää palveluilleen Suomessa ja kansainvälisesti ja on jo aloittanut kansainvälisen liiketoiminnan Ruotsissa ja Baltiassa. Lisäksi yhtiö on viestinyt vahvasta kansainvälistymishalusta ja maininnut mm. Iso-Britannian mielenkiintoisena markkina-alueena.

Suhtaudumme strategiaan myönteisesti

Suhtaudumme Fondian strategiaan

lähtökohtaisesti myönteisesti ja pidämme yhtiön edellytyksiä jatkaa kannattavaa kasvua hyvänä huomioiden yhtiön viime vuosien vahva track-record ja arvioimamme yhtiön kilpailuedut. Panostamalla digitaalisiin palveluihin yhtiön on myös mahdollista vahvistaa kilpailuetuaan, minkä takia pidämme investointeja järkevinä.

Voimakas kansainvälistyminen voi olla myös riski

Emme ole Fondian kanssa täysin samaa mieltä yhtiön voimakkaan kansainvälistymisen järkevyydestä yhtiön nykytilanteessa ja näemme osaltaan pienen riskin siinä, että yhtiö lähtee kansainvälistymään liian aggressiivisesti. Korkean lisäarvon asiantuntija-aloilla kuten lakitoimialalla maine ja uskottavuus ovat avainasemassa minkä takia uusille markkina-alueille laajentuminen vaatii usein merkittäviä panostuksia markkinointiin ja yrityskuvaan ja nämä vaativat huomattavaa mittakaavaa. Uudelle maantieteelliselle markkina-alueelle laajentuminen on lähtökohtaisesti helpompaa, kun maine ja uskottavuus on jo saavutettu olemassaolevalla markkinalla. Tästä syystä johtuen Fondian olisi arviomme mukaan tässä vaiheessa helpompaa keskittyä kasvamaan Suomessa ja vasta sen jälkeen panostaa merkittävästi kansainvälistymiseen.

Inderesin arvion mukaan mukaan Fondialla on Suomessa edelleen potentiaalia moninkertaistaa nykyinen, noin 2 %:n markkinaosuus (Inderesin arvio) ja kasvu on helpompaa ja halvempaa saavuttaa Suomessa kuin ulkomailla. Suomessa kilpailupaine vaikuttaa myös suhteellisen vähäiseltä ja kasvu skaalautuisi todennäköisesti tehokkaammin yhtiön tulokseen kuin kansainvälistymisellä.

Kilpailuedut

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

- **Uskottava liiketoimintamalli, jolla on arviomme mukaan kilpailuetu:** Fondian jatkuvilla lakiosastopalveluilla on arviomme mukaan kilpailuetu Suomessa, sillä yhtiö pystyy täyttämään asiakasyritysten lakitarpeet perinteistä projektilaskutusta tai omaa lakiosastoa tarkoituksenmukaisemmalla, tehokkaammalla ja siten kokonaiskustannuksiltaan kilpailijoita edullisemmalla ratkaisulla.
- **Johtamismalli:** Toisin kun useilla suurilla asianajotoimistoilla, Fondialla on osittain myös muista kuin juristeista koostuva johto ja hallitus, jotka ovat myös omistajia yhtiössä. Tämä mahdollistaa arviomme mukaan monia kilpailijoita monipuolisemman ja tehokkaamman liikkeenjohdon.
- **Kilpailukykyiset ja ennakkoluulottomat palvelut:** Fondia on arviomme mukaan monella tapaa edelläkävijä toimialallaan ja sen digitaaliset palvelut ovat uutta konservatiivisella alalla. Yhtiöllä on arviomme mukaan edellytykset myös jatkossa luoda uusia tehokkuutta lisääviä palveluita lakialalla.
- **Matala liiketoiminnan riski:** Merkittävä osa Fondian palveluista tulee jatkuvista sopimuksista, minkä takia Fondian liiketoiminta on arviomme mukaan ennustettavampaa ja vähemmän riskistä kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä kilpailijoilla.

Fondian strategia yhteenveto



Historiallinen kehitys

Fondian kasvu on ollut viime vuosina vahvaa ja kannattavaa

Fondian liikevaihdon kasvu on viimeisen 4 vuoden aikana ollut vahvaa. Yhtiön liikevaihto kasvoi 13-18 %:n vuosivauhdilla vuosina 2014-2017 ja kasvuvauhti oli selvästi Suomen lakiasiaimarkkinan markkinakasvua (noin 5 % vuodessa) nopeampaa. Yhtiö on arviomme mukaan pystynyt jatkuvasti kasvattamaan suhteellista markkinaosuuttaan Suomessa kilpailijoiden kustannuksella. Fondian kasvu on myös tapahtunut kannattavasti, sillä vahvasta kasvuvauhdista huolimatta yhtiön kannattavuus on jatkuvasti parantunut vuosina 2014-2017.

Fondia on Suomen markkinoiden lisäksi laajentunut myös ulkomailla ja avasi toimistot Tukholmaan ja Tallinnaan vuonna 2012. Yhtiön liikevaihdon kasvu on ollut näillä markkinoilla kuitenkin hidasta ja toimistot ovat edelleen pieniä. Tukholman tytäryhtiön liikevaihto oli vuonna 2017 noin 1,0 MEUR ja Viron noin 0,2 MEUR. Vuonna 2018 yhtiö vahvisti asemaansa Ruotsissa yrityskaupalla ostamalla 21 henkilöä työllistävän 1,4 MEUR:n liikevaihdon omaavan lakitoimiston Jansson & Norin AB:n (J&N).

Tehokkuus ja kannattavuus ovat jatkuvasti parantuneet

Fondian tehokkuus (liikevaihto per työntekijä) sekä kannattavuus (EBIT-%) ovat liikevaihdon merkittävästä kasvusta huolimatta parantuneet vuosina 2013-2017. Oikaistu liikevoittomarginaali nousi vuoden 2013 noin 0,8 prosentista noin 14,6 prosenttiin vuonna 2017. Tämän taustalla oli arviomme mukaan kiinteiden kulujen skaalautuminen, sekä erityisesti yhtiön tehokkuuden parantuminen. Liikevaihto per

työntekijä nousi vuoden 2013 noin 104 TEUR:sta noin 148 TEUR:oon vuonna 2017 eli noin 42 %. Tämä oli arviomme mukaan erinomainen saavutus ja heijastelee mielestämme Fondian liiketoiminnan vakiintumista ja kasvua tasolle, jossa mittakaavaedut alkavat heijastua kannattavuuteen.

Fondian liikevaihto per työntekijä 148 TEUR on arviomme mukaan suhteellisesti edelleen matala ja siinä on arviomme mukaan edelleen ainakin pientä nousupotentiaalia. Tilastokeskuksen tilastojen perusteella lakiasiaintomitalan yritysten keskimääräinen liikevaihto per työntekijä oli vuonna 2016 noin 173 TEUR eli noin 17 % korkeampi kuin Fondialla (2017 tilastolukuja ei saatavilla). Fondian poikkeavan liiketoimintamallin ja usein kilpailijoita matalamman hinnoittelun takia verrokkeja pienempi liikevaihto per työntekijä on kuitenkin arviomme mukaan myös jatkossa todennäköistä. Fondian toimialan keskiarvoa matalampaa liikevaihto/työntekijä-lukua kompensoi myös maltillinen henkilöstökulut per työntekijä (2017: 90 TEUR per työntekijä), mikä on arviomme mukaan yksityisen lakiasiaintomitalan keskiarvon alapuolella.

Kiinteät kulut ovat skaalautuneet selvästi

Fondian kiinteät kulut ovat historiallisesti skaalautuneet, eli ne eivät ole kasvaneet samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa. Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2012 noin 2,7 MEUR eli noin 28 % liikevaihdosta. Vuonna 2017 ne olivat noin 3,4 MEUR eli noin 20 % liikevaihdosta. Arviomme mukaan kiinteissä kuluissa on edelleen skaalautumispotentiaalia yhtiön kasvaessa.

Käyttöpääoma negatiivinen

Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia ja sillä onkin ollut negatiivinen käyttöpääoma vuosina 2014-2017. Käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostoveloista. Vuonna 2017 käyttöpääoma oli selvästi negatiivinen -5,8 %. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön liikevaihdon kasvu ei sido pääomaa, vaan päin vastoin vapauttaa sitä. Kasvu on yhtiölle siis periaatteessa kassavirtaa vahvistavaa.

Nettovelaton tase ja investoinnit pieniä

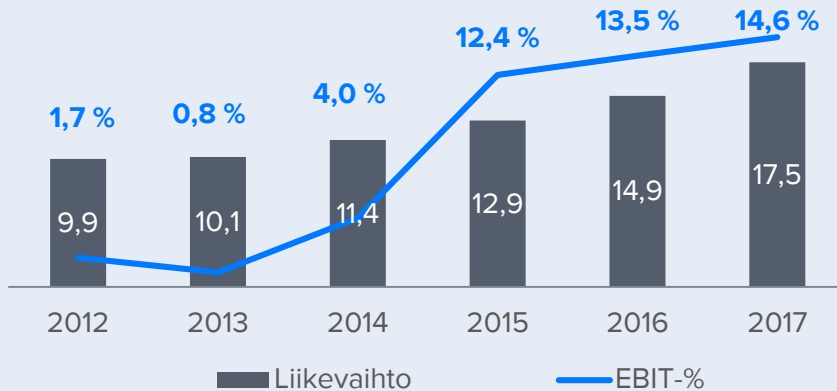
Fondian tase on hyvin kevyt ja se koostui vuonna 2017 lähinnä käyttöpääomasta ja kassavaroista. Yhtiön vuoden 2017 tase oli nettovelaton ja nettokassa oli noin 7,2 MEUR. Vuosina 2013-2017 Fondian investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen ovat olleet hyvin pieniä, yhteensä noin 0,1-0,2 MEUR vuosittain. Arviomme mukaan merkittävä osa näistä on koostunut investoinneista yhtiön digitaalisiin palveluihin.

Erittäin vahva kassavirta

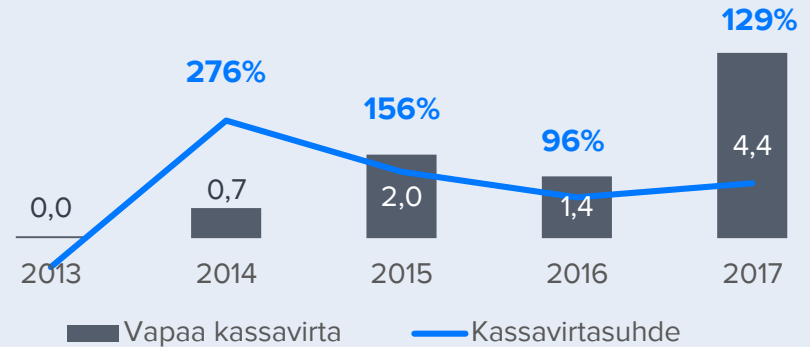
Fondian liiketoimintamallin ansiosta yhtiön kassavirta on ollut poikkeuksellisen vahva. Kassavirtasuhde eli kassavirran osuus yhtiön vuosittaisesta tuloksesta oli vuosina 2014-2017 selvästi yli 100 % käyttöpääoman vapautumisen takia ja vuonna 2017 se oli noin 129 %. Korkea kassavirtasuhde ja vähäiset investointitarpeet tarkoittavat sitä, että yhtiön kyky maksaa osinkoa omistajille tuloksestaan on vahva. Vuosina 2014-2017 osingonjakosuhde tuloksesta on ollut vuosittain noin 50-70 %.

Taloudellinen tilanne

Liikevaihto ja oikaistu EBIT-%, 2012-2016

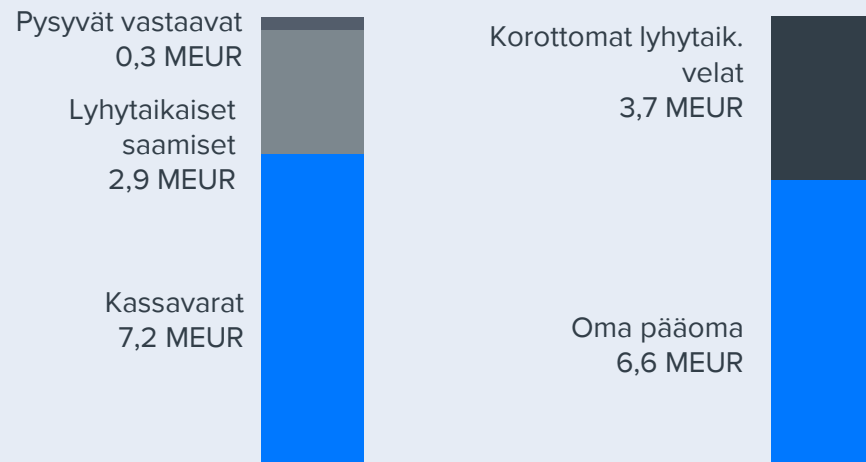


Kassavirtasuhte-%*, 2013-2017



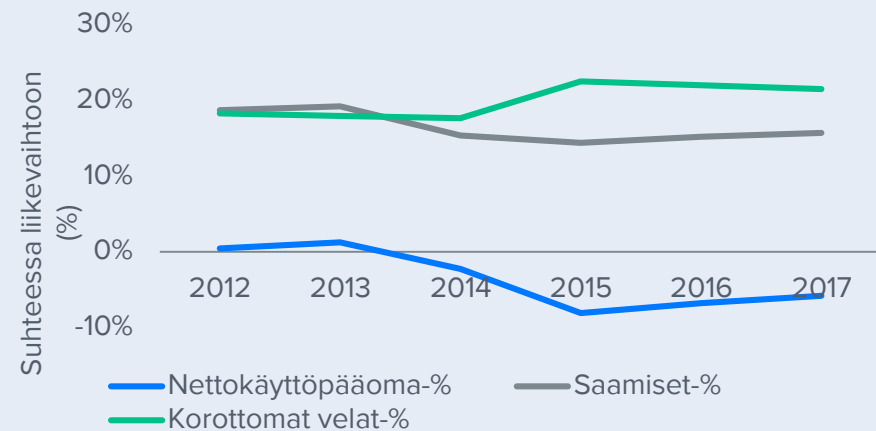
*Kassavirtasuhte on vuosittainen vapaa kassavirta jaettuna nettotuloksella

Taserakenne, 2017



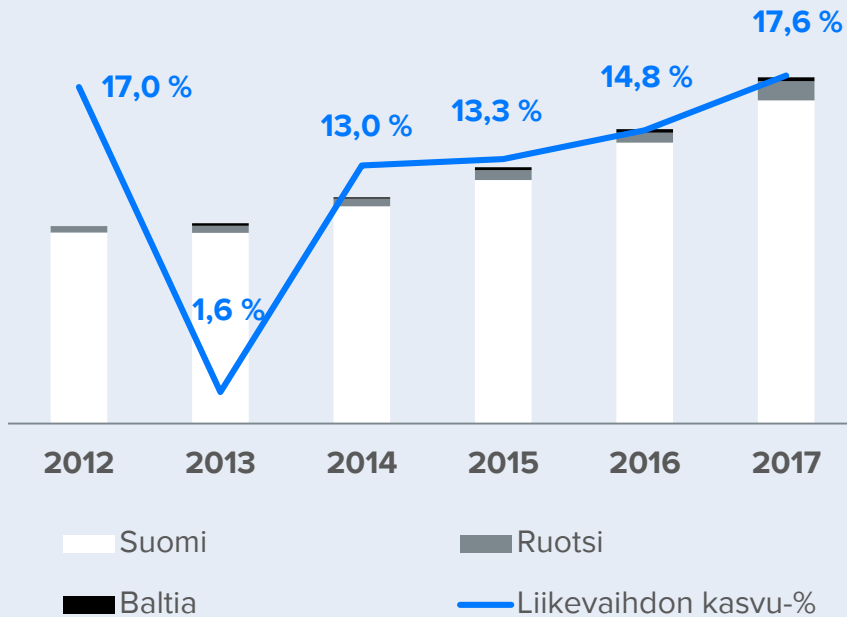
Lähde: Inderes, Fondia

Käyttöpääoma-%, 2012-2017

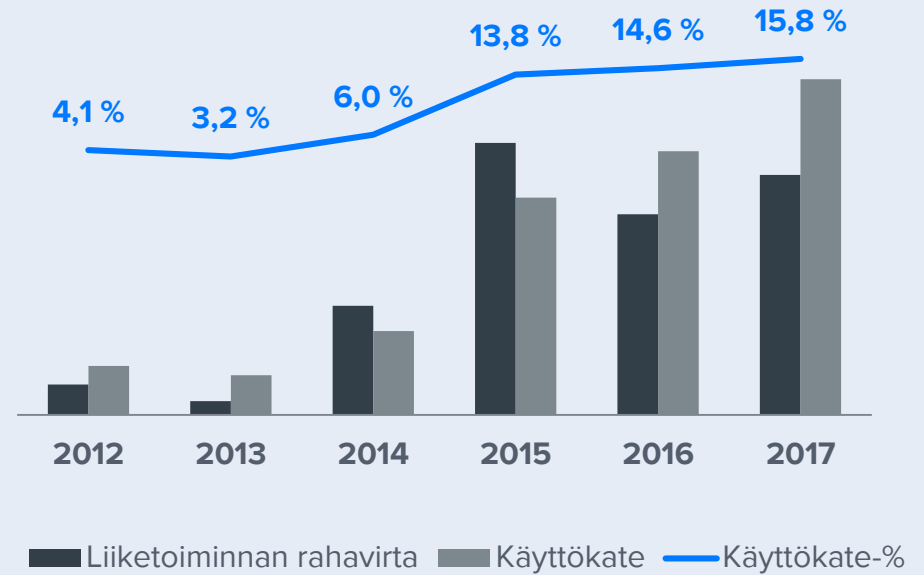


Historiallinen kehitys

Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



Rahavirta ja käyttökate-%



Lähde: Inderes, Fondia

Ennusteet

Odotamme yhtiöltä vahvaa tuloskasvua

Fondian ennusteemme perustuvat yhtiön orgaanisen kasvuvauhdin jatkumiseen lähivuosina yhtiön historiallisella tasolla Suomessa, tammikuussa 2018 toteutettuun J&N-yrityskauppaan, sekä lievästi skaalautuvaan kulurakenteeseen. Ennustamme yhtiön yltävän lähivuosina tavoittelemansa 15 %:n liikevaihdon vuotuisen kasvuun ja liikevoittomarginaalin nousevan lähelle 15 %:n tavoitetasoa. Ennustamme Fondian yltävän vuosina 2018-2020 keskimäärin noin 17 %:n vuotuisen EPS-tuloskasvuun.

Kasvu jatkuu vahvana Suomessa

Fondian johto on viestinyt selvästi tavoittelevansa kannattavaa kasvua ja arviomme mukaan yhtiön edellytykset kasvattaa markkinaosuuttaan erityisesti Suomessa ovat historiallisen suorituskyvyn valossa hyvät. Fondian markkinaosuus Suomen lakiasiainmarkkinasta on tällä hetkellä arviomme mukaan vain noin 2 % ja yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan nykyisellä toimintamallilla ja strategialla kasvattamaan tätä markkinaosuuttaan huomattavasti nykyisestä.

Ennustamme Fondian Suomen liikevaihdon kasvavan vuosina 2018-2020 vuosittain noin 15 %:lla (2017: 15,1 %, 2016: 15,3 %) ja kasvun tasaantuvan vuoden 2020 jälkeen keskimäärin noin 10 %:iin per vuosi. Ennustamamme kasvu muodostuu kolmesta pääajurista. Ensinnäkin, lakitoimialan markkinakasvu on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 4-5 % vuodessa. Toiseksi, Fondian palvelut, joilla se korvaa osittain tai kokonaan asiakasyritysten omat

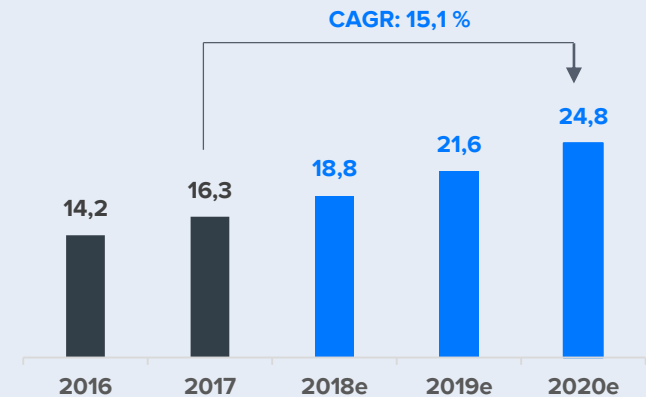
lakiosastot on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen ja yhä useammat yritykset tulevat ulkoistamaan lakiosastonsa. Kolmanneksi, Fondia pystyy arviomme mukaan kilpailukykyisellä hinnoittelulla ja pitkällä henkilöstön kokemuksella valtaamaan markkinaosuutta projekteissa erityisesti pienemmiltä ja ei niin tunnetuilta asianajotoimistoilta.

GDPR tukee edelleen liikevaihtoa

EU:n tietosuojasetusta (GDPR) alettiin soveltamaan toukokuusta 2018 alkaen sakkorangaistuksen uhalla. Asetus koskee kaiken kokoisia yrityksiä ja se aiheuttaa mm. uusia vastuukysymyksiä, joiden takia monien yrityksen on kirjoitettava sopimuksensa uusiksi ja asetus työllistää merkittävässä määrin myös juristeja. GDPR on yhtiön johdon mukaan työllistänyt Fondiaa viime vuodet ja odotamme sen tukevan yhtiön palveluiden kysyntää myös lähivuosina.

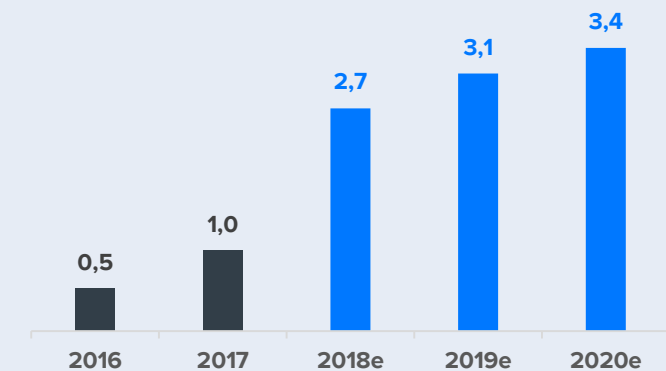
Ennusteillamme Fondian Suomen liikevaihto kasvaa 18,8 MEUR:oon vuonna 2018 (2017: 16,3 MEUR), noin 21,6 MEUR:oon vuonna 2019 ja noin 24,8 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä. Arviomme mukaan yhtiö pystyy saavuttamaan tämän volyymitason Suomen lakiasiainmarkkinoilla nykyinen kilpailukenttä huomioiden. Ennusteillamme Fondia kasvaisi Suomen neljänneksi suurimmaksi lakitoimialan yritykseksi vuonna 2026 ja sen markkinaosuus olisi noin 5 %, mikäli kilpailijoiden liikevaihdot pysyisivät nykyisellä tasolla (Tällä hetkellä Fondia on Suomen 11. suurin lakitoimialan yritys ja markkinaosuus on Inderesin arvion mukaan 2 %).

Ennustettu liikevaihto Suomessa 2018-2020 (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennustettu liikevaihto Ruotsissa 2018-2020 (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet

Fondia saavutti vakiintuneen aseman Ruotsissa J&N-yrityskaupan myötä

Fondian osti tammikuussa 2018 ruotsalaisen, Tukholmassa ja Göteborgissa toimivan ja vuonna 2012 perustetun 21 henkilöä työllistävän lakitoimisto Jansson & Norin (J&N) noin 1,6 MEUR:lla. Kauppahinta vastasi vuoden 2017 toteutunutta noin 1,1-1,6x EV/Liikevaihto -kerrointa (riippuen mahdollisesta lisäkauppahinnasta) ja se oli näkemyksemme mukaan omistaja-arvoa kasvattava, koska Fondian oma EV/Liikevaihto -kerroin on selvästi korkeampi noin 1,9x. Fondian mukaan kaupan uskotaan vaikuttavan positiivisesti yhtiön osakekohtaiseen tulokseen vuodesta 2019 ja sillä ei arvioida olevan vaikutusta yhtiön tavoittelemaan keskipitkän aikavälin kannattavuuteen ja osinkopolitiikkaan.

J&N:n vuoden 2017 liikevaihto oli alustavien tietojen mukaan 1,4 MEUR ja liikevoitto -0,1 MEUR. Negatiivinen liiketulos johtui Fondian mukaan kertaluontoisesta henkilöstökulujen oikaisusta vuoden 2017 lopussa. J&N on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja sen liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu on ollut viiden vuoden aikana 33 % ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 9 %. Fondian johto kertoi yrityskaupan tiedotustilaisuudessa Fondian ja J&N:n yrityskulttuurien olevan samankaltaisia ja johto näki myös kaupassa selkeitä synergiaetuja mm. J&N:n asiakaskunnan palvelemisen, Fondian tehokkaiden prosessien ja myös kulujen osalta.

Ennen J&N-kauppaa Fondialla oli 5 työntekijää Ruotsissa Tukholmassa ja Ruotsin liikevaihto

vuonna 2017 oli noin 1,0 MEUR. Yrityskaupan jälkeen Fondia on näkemyksemme mukaan saavuttanut kriittisen liikevaihdon tason (lähes 3 MEUR vuodessa) ja sitä kautta vakiintuneen aseman Ruotsissa. Tältä pohjalta yhtiön on aikasempaa helpompi toteuttaa kasvustrategiaansa Ruotsissa.

Ruotsin liikevaihto kasvaa lähivuosina selvästi

J&N:n liikevaihtoa vuonna 2016 oli 1,1 MEUR ja vuonna 2017 noin 1,4 MEUR. Yhtiö on kasvanut keskimäärin noin 33 % vuodessa viimeisen viiden vuoden aikana ja se on tehnyt etupainotteisia rekrytointeja (21 työntekijää 2017 lopussa), minkä takia arvioimme sen liikevaihdon kasvavan 30 % noin 1,8 MEUR:oon vuonna 2018 (josta tulee Fondialle 11 kuukauden ajalta 1,65 MEUR). Tämä liikevaihtotaso vastaa noin 86 TEUR liikevaihtoa per henkilö, mikä pitäisi arviomme mukaan olla hyvin saavutettavissa. Esimerkiksi Fondian liikevaihto per henkilö oli noin 148 TEUR vuonna 2017.

Ennustamme Fondian vanhojen Ruotsin liiketoimintojen kasvavan noin 5 % vuonna 2018 ja Ruotsin liikevaihto saavuttaa siten ennusteessamme 2,7 MEUR vuonna 2018. Ennustamme Ruotsin 2019-2020 liikevaihdon kasvavan keskimäärin 10 % vuosittain yhtiön kasvupanostusten takia ja tämän jälkeen vuotuinen kasvu tasaantuu noin 5 %:n vuotuiselle tasolle eli hieman markkinoiden keskimääräistä korkeammalle tasolle. Ruotsin liikevoiton osalta ennustamme vuoden 2018 liikevoiton jäävän nollatasolle J&N -kaupan integraation takia, mutta kannattavuuden nousevan vähitellen Fondian Suomen

liiketoimintojen noin 15 %:n EBIT-tasolle vuoteen 2020 mennessä.

Pidämme yrityskauppoja myös tulevaisuudessa mahdollisina

Pidämme mahdollisena, että Fondia tulee myös tulevaisuudessa tekemään yrityskauppoja vauhdittamaan kasvustrategiansa toteuttamista. Yhtiö on viestinyt vahvasta kansainvälistymishalusta ja sen tase on näkemyksemme mukaan ylikapitalisoitunut (2017 lopun kassavarat 7,2 MEUR). Edelleen, yhtiön liiketoiminnan rahavirta on vahvaa ja investointitarpeet ovat vähäisiä. Yrityskauppojen toteuttamista hankaloittaa kuitenkin sopivien ostokohteiden vähäisyys ja Fondian omanlainen yrityskulttuuri ja liiketoimintamalli, jotka eroavat selvästi esimerkiksi tyypillisistä asianajotoimistoista. Emme itse ennustemallissamme ennusta yhtiön tekevän yrityskauppoja, vaan ennusteemme perustuvat täysin Fondian orgaaniseen kasvuun.

Baltia säilyy ennusteessamme tukifunktiona Suomelle ja Ruotsille

Arvioimme yhtiön Baltian liiketoimintojen jäävän lähivuosina lähinnä tukifunktion rooliin, mutta ennustamme sen liikevaihdon kuitenkin kasvavan lähivuosina Ruotsin ja Suomen liiketoimintojen kasvun mukana. Ennustamme Baltian liikevaihdon kasvavan vuoden 2017 noin 0,19 MEUR:sta noin 0,25 MEUR:oon vuoteen 2020 mennessä.

Ennusteet

Liikevaihto saavuttaa 29 MEUR vuonna 2020

Edellisten sivujen oletustemme mukaisesti Fondian liikevaihto kasvaa vuonna 2018 noin 24 % noin 21,7 MEUR:oon ja vuonna 2019 noin 25 MEUR:oon (2017: 17,5 MEUR). Vuosina 2019-2020 yhtiö ylittää tavoittelemaansa 15 %:n liikevaihdon vuotuisen kasvuun, minkä jälkeen kasvuvauhti tasaantuu vähitellen lähemmäksi markkinoiden yleistä kasvuvauhtia.

Henkilöstökuluissa pieniä nousupaineita

Ennustamme Fondian tehokkuuden eli liikevaihdon per työntekijä laskevan hieman noin 142 TEUR:oon vuonna 2018 J&N-yrityskaupan takia (2017: 148 TEUR, toimialan k.a. 2016 173 TEUR), mutta palautuvan vuonna 2019 noin 149 TEUR:oon per työntekijä. Tämän jälkeen liikevaihto per työntekijä kasvaa 1 % per vuosi. Arviomme mukaan yhtiön toimintamallissa liikevaihto per työntekijä jää myös jatkossa alle lakiasiaintoimialan keskiarvon.

Arviomme mukaan Fondian henkilöstökuluihin kohdistuu lähivuosina pieniä nousupaineita yhtiön kasvaessa ja näkyvyyden sekä tunnettavuuden parantuessa ja odotamme keskimääräisten henkilöstökulujen nousevan vuonna 2018 noin 92 TEUR:oon per työntekijä (2017: 90 TEUR) ja vuonna 2019 noin 98 TEUR:oon per työntekijä. Ennustamme tämän jälkeen keskimääräisten henkilöstökulujen kasvavan noin 2 %:n vuosivauhdilla.

Kannattavuus nousee hieman skaalautuvuuden ansiosta

Arviomme mukaan Fondian kiinteät kulut skaalautuvat eli ne eivät kasva samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa.

Odotamme liiketoiminnan muiden kulujen kasvavan noin 6-10 % vuodessa keskipitkällä aikavälillä ja niiden osuuden laskevan 15 prosenttiin liikevaihdosta vuoteen 2022 mennessä (2017: 20 %).

Edellisillä oletuksilla Fondian liikevoittomarginaali on vuonna 2018 noin 14,6 % (2017 oikaistu: 14,6 %) ja vuonna 2019 noin 14,7 %. Tämän jälkeen EBIT-marginaali hiipuu vähitellen 10 %:iin pitkällä aikavälillä. Nettotulos kasvaa vuonna 2018 noin 2,5 MEUR:oon (2017 ilman listautumisannin kuluja: 2,0 MEUR) ja vuonna 2019 noin 2,8 MEUR:oon. Vuosina 2018-2020 yhtiön osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin 17 % vuodessa.

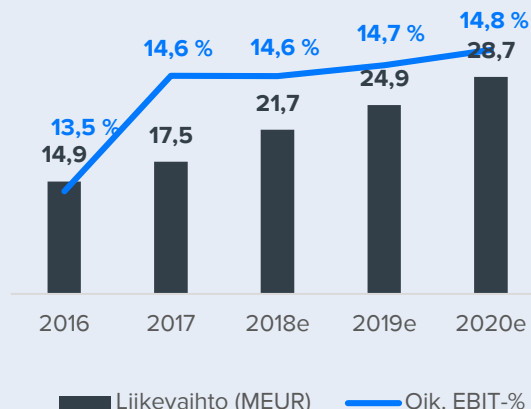
Käyttöpääoma ja investoinnit säilyvät historiallisella tasolla

Odotamme Fondian käyttöpääoman säilyvän keskipitkällä aikavälillä vuoden 2017 tasolla noin -5,8 %:ssa. Ennusteissamme yhtiön vuotuiset investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen säilyvät myös historiallisella tasolla, noin 3 %:ssa suhteessa liikevaihtoon eli noin 0,3-0,5 MEUR:ssa keskipitkällä aikavälillä.

Vahva ja tasaisesti kasvava kassavirta mahdollistaa nousevan osingon

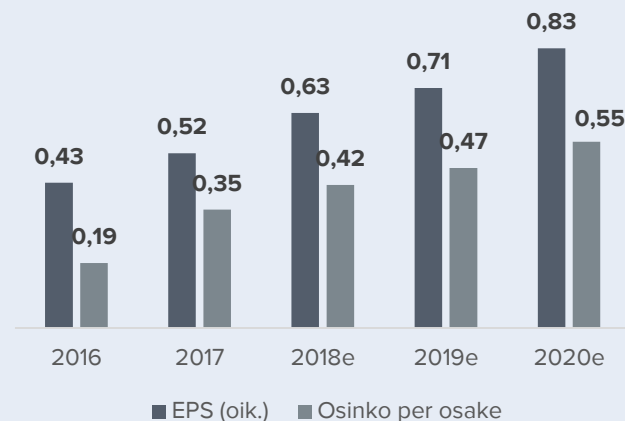
Edellisten oletustemme perusteella Fondian kassavirtasuhde (vapaa kassavirta/nettotulos) säilyy negatiivisen käyttöpääoman ansiosta hieman yli 100 prosentissa lähivuodet. Tämä mahdollistaa kasvavan osingon ja ennustamme yhtiön osakekohtaisen osingon nousevan vuonna 2018 0,42 euroa ja vuonna 2019 0,47 euroon (2017: 0,35 euroa). Osinkotuotto asettuu siten nykykurssilla 4-5 %:iin.

Fondian liikevaihto ja EBIT-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osakekohtainen osinko



Lähde: Inderes

Ennusteet

	2012	2013	2014	2015	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	9,94	10,10	11,42	12,94	14,85	8,84	8,62	17,5	10,63	11,04	21,7	24,9	28,7
Liiketoiminnan muut tuotot	0,01	0,04	0,22	0,12	0,07	0,04	0,05	0,1	0,05	0,06	0,1	0,1	0,1
Ulkopuoliset palvelut	-0,36	-0,43	-0,44	-0,51	-0,46	-0,32	-0,36	-0,7	-0,33	-0,36	-0,7	-0,8	-0,9
Henkilöstökulut	-6,46	-6,61	-7,45	-7,96	-9,14	-5,43	-5,24	-10,7	-7,06	-7,01	-14,1	-16,4	-19,1
Liiketoiminnan muut kulut	-2,73	-2,78	-3,06	-2,82	-3,16	-1,64	-1,81	-3,45	-1,73	-1,90	-3,6	-4,0	-4,4
EBITDA	0,40	0,33	0,69	1,78	2,17	1,50	1,26	2,8	1,56	1,81	3,4	3,9	4,4
Poistot	-0,23	-0,24	-0,23	-0,18	-0,16	-0,11	-0,11	-0,21	-0,11	-0,11	-0,22	-0,20	-0,20
EBIT (oikaistu)	0,17	0,09	0,46	1,60	2,00	1,39	1,15	2,5	1,45	1,70	3,2	3,7	4,2
Työntekijämäärä	n.a	97	97	101	105	115	118	118	151	154	153	167	190
Liikevaihto/työntekijä	n.a	0,104	0,118	0,128	0,141	0,154	0,146	0,148	0,141	0,143	0,142	0,149	0,151
Liikevaihto/työntekijä kasvu-%	n.a	n.a	13 %	9 %	10 %	7 %	5 %	5 %	-8 %	-2 %	-4 %	5 %	1 %
Kulut per työntekijä	n.a	-0,068	-0,077	-0,079	-0,087	-0,095	-0,096	-0,090	-0,094	-0,091	-0,092	-0,098	-0,100
Kulut/työntekijä kasvu-%	n.a	n.a	13 %	3 %	10 %	9 %	9 %	4 %	-1 %	-5 %	2 %	6 %	2 %
Liikevaihdon kasvu-%	17,0 %	1,6 %	13,0 %	13,3 %	14,8 %	17,2 %	18,0 %	17,6 %	20,3 %	28,0 %	24,1 %	15,0 %	15,0 %
Liiketoiminnan muut tuotot-%	0,1 %	0,4 %	1,9 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Ulkopuoliset palvelut-%	-3,6 %	-4,2 %	-3,8 %	-3,9 %	-3,1 %	-3,6 %	-4,2 %	-3,9 %	-3,1 %	-3,3 %	-3,2 %	-3,3 %	-3,3 %
Henkilöstökulut-%	-65,0 %	-65,4 %	-65,3 %	-61,5 %	-61,5 %	-61,5 %	-60,8 %	-61,1 %	-66,4 %	-63,5 %	-65,0 %	-65,8 %	-66,5 %
Liiketoiminnan muut kulut-%	-27,5 %	-27,6 %	-26,8 %	-21,8 %	-21,2 %	-18,5 %	-21,0 %	-19,7 %	-16,3 %	-17,2 %	-16,8 %	-15,9 %	-15,2 %
Muiden kulujen kasvu-%	n.a	1,9 %	9,9 %	-7,9 %	12,0 %	3,3 %	15,2 %	9,2 %	6,0 %	5,0 %	5,5 %	9,0 %	10,0 %
EBITDA-%	4,1 %	3,2 %	6,0 %	13,8 %	14,6 %	17,0 %	14,6 %	15,8 %	14,7 %	16,4 %	15,6 %	15,5 %	15,5 %
EBIT-% (oikaistu)	1,7 %	0,8 %	4,0 %	12,4 %	13,5 %	15,8 %	13,3 %	14,6 %	13,6 %	15,4 %	14,6 %	14,7 %	14,8 %

Arvonmääritys yhteenveto

Yhteenveto arvostuksesta

Eri arvonmääritysmenetelmien vaihteluväli Fondian osakkeen käyväksi arvoksi on 10,5-13,0 euroa. Oman näkemyksemme mukaan Fondian osakkeen käypä arvo on **13,0 euroa**. Näkemys perustuu kokonaisarvioomme yhtiön tulostus- ja riskiprofiilista ja verrokkiyhtiöiden arvostustasosta. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Fondian arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan erityisesti lakitoimialan houkuttelevuus sijoituskohteena. Suomen lakiasianmarkkina on arviomme mukaan suhteellisen defensiivinen, sen markkinakasvu on ollut vahvaa ja selvästi BKT:n kasvua nopeampaa, minkä lisäksi toimialan kilpailutilanne ei arviomme mukaan ole erityisen kireä. Fondian arvostusta tukevat taas mielestämme viime vuosien suhteellisen hyvä track-record kannattavuuden ja kasvun osalta, erittäin korkea kassavirtasuhde (2017: 129 %) sekä yhtiön jatkuvan liikevaihdon suhteellisen korkea osuus (2017: 45 %). Fondia on myös arviomme mukaan edelläkävijä toimialallaan; sen palvelut ovat suhteellisen kilpailukykyisiä ja se on hyvin asemoitunut toimialan muutostrendeihin nähden.

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat taas arviomme mukaan yhtiön (pörssiyhtiöksi) suhteellisen pieni koko (2017 liikevaihto 17,5 MEUR), osakkeen suhteellisen vähäinen vaihtomäärä pörssissä, kansainvälistymiseen liittyvät riskit sekä jossain määrin myös mielestämme yhtiön haastajan asema konservatiivisella toimialalla.

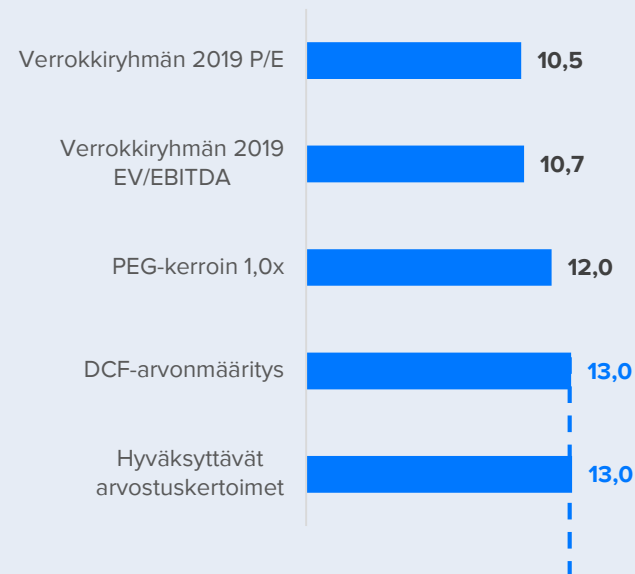
Fondian arvoa tukevia tekijöitä ovat:

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

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Yhtiön suhteellisesti pieni koko
- Kansainvälistymiseen liittyvät riskit
- Haastajan asema konservatiivisella toimialalla
- Osakkeen matala likviditeetti (vähäinen vaihtomäärä) pörssissä

Arvonmäärityksen yhteenveto



Inderesin näkemys osakkeen käyvästä arvosta

Lähde: Inderes

Arvonmääritys

Absoluuttinen arvostustaso

Hinnoittelimme Fondian osaketta muiden korkean lisäarvon palveluyhtiöiden tavoin ensisijaisesti tulos- ja kassavirtapohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Huomioiden Fondian historiallinen ja ennustamamme tuloskasvuvauhti, yhtiön vahva kassavirta sekä matala riskiprofiili voi osaketta mielestämme hinnoitella vähintään noin 17x P/E-kertoimella, jolloin lähivuosien PEG-luku olisi noin 1,0x ja osakkeen arvoksi muodostuisi noin 12,0 euroa. Tällä kertoimella myös osakkeen osinkotuotto säilyisi lähivuosina noin 4-5 %:n tasolla olettaen 66,7 %:n osingonjakosuhteen ja vuotuinen osingon kasvu olisi noin 16 %:n tasolla.

Vertailuryhmäarvostus

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

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

ole hyviä verrokkeja

Olemme valinneet Fondian verrokkiryhmään muita listattuja korkean lisäarvon palveluyhtiöitä, jotka ovat mielestämme riski/tuotto -profiililtaan vertailukelpoisia Fondian kanssa. Näitä ovat mielestämme erityisesti Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöt, erityisesti Vincit, Siili, Gofore ja Innofactor. Lisäksi olemme valinneet verrokkiryhmään suunnittelu-yhtiö Etteplanin, konsultointi- ja suunnitteluyhtiö Pöyryn, sekä tilitoimistoyhtiö Talenomin. Näiden lisäksi olemme valinneet verrokkiryhmään myös ne Lontooseen listatut lakiasiainyhtiöt, joista oli saatavilla konsensusennusteet. Korostamme, että nämä yhtiöt eivät ole suoraan vertailukelpoisia Fondiaan nähden, mutta niiden arvostustasot antavat mielestämme objektiivisen näkökulman Fondian arvostukselle.

Verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) P/E-luku on vuoden 2019 konsensusennusteilla noin 14,8x ja keskimääräinen vastaava EV/EBITDA -kerroin noin 8,7x. Nykyisillä Fondian ennusteillamme osakkeen arvostustasoksi tulisi näillä kertoimilla 10,5 euroa ja 10,7 euroa.

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

DCF-arvonmääritys

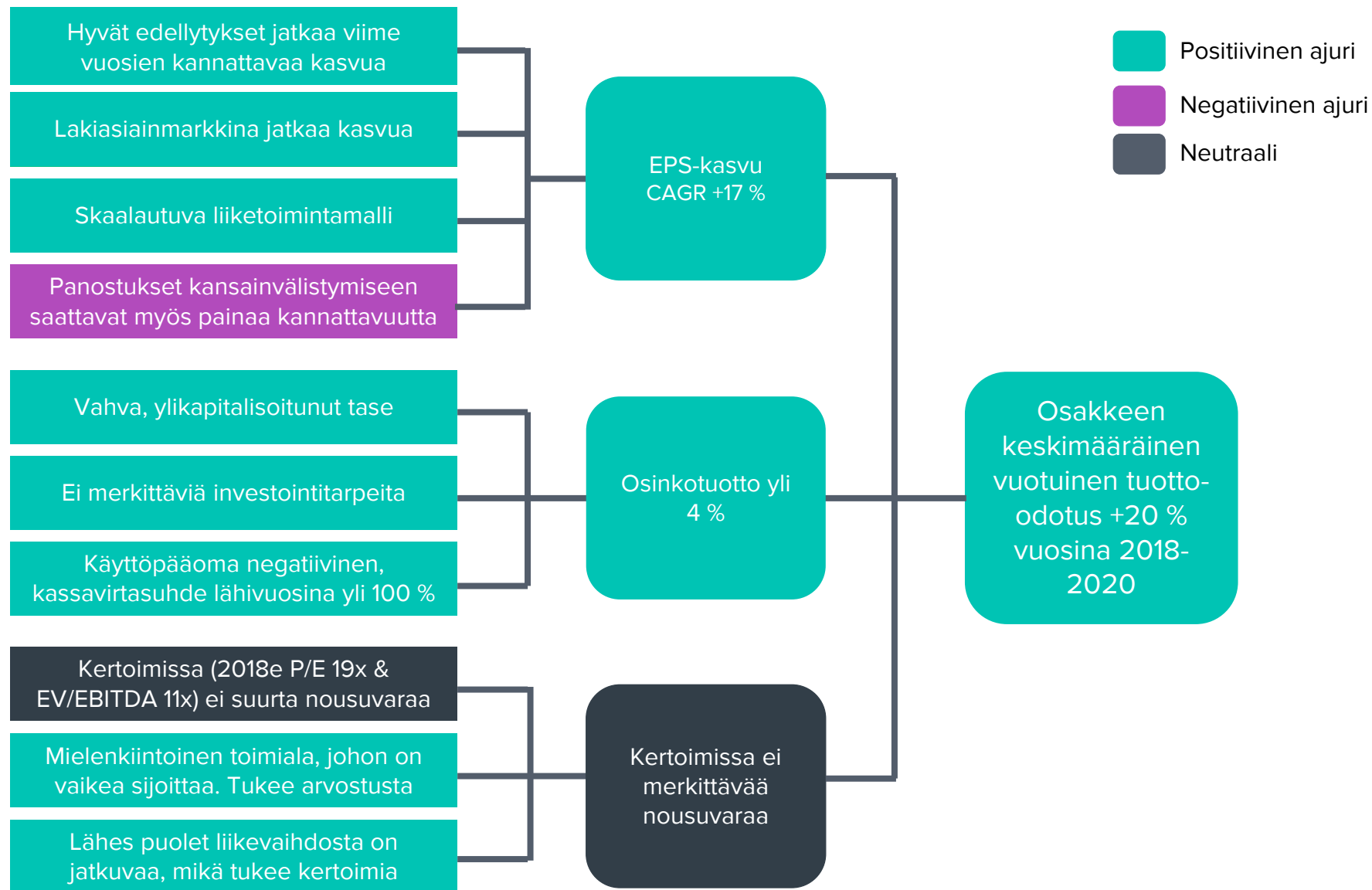
Annamme arvonmäärityksessä kassavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska kassavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen yhtiön osakkeen arvo on 12,95 euroa, mikä tukee osaltaan muiden arvostusmenetelmien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 12 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 50 %.

Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,3 % ja oman pääoman kustannus on myös oletetusta nettovelattomuudesta johtuen 10,3 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 3,5 % ja beta 0,8.

Suositus ja tavoitehinta

Inderesin näkemyksen mukaan Fondian hyväksyttävä PE-kerroin on noin 19x ja hyväksyttävä EV/EBITDA-kerroin on noin 12x. Kertoimet perustuvat yhtiön arviomaamme tuloskasvuun, kokonaisriskiprofiiliin ja verrokkiyhtiöiden arvostustasoon. Asetamme osakkeen tavoitehintamme 13,0 euroon, mikä perustuu vuosien 2018-2019 keskimääräiseen noin 19x P/E-kertoimeen ja noin 12x vuosien 2018-2019 keskimääräiseen EV/EBITDA-kertoimeen. Tavoitehintamme heijastaa myös noin 4 %:n odotettua osinkotuottoa.

Fondian arvoajurit 2018-2020e



Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e
Markkina-arvo	45	48	48	48
Yritysarvo (EV)	38	40	39	38
P/E (oik.)	22,6	19,1	17,1	14,7
P/E	28,9	19,1	17,1	14,7
P/Kassavirta	10,4	45,5	16,3	13,7
P/B	6,9	5,9	5,2	4,5
P/S	2,6	2,2	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	2,2	1,9	1,6	1,3
EV/EBITDA	13,9	12,0	10,2	8,3
EV/EBIT	15,1	12,8	10,7	8,9
Osinko/oik. tulos (%)	91,5 %	68,5 %	66,7 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,5 %	3,9 %	4,5 %
Lähde: Inderes				

Verrokkiryhmän arvostus

	EV/EBITDA		P/E		EV/Sales		Osinkotuotto-%	
	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Pörssilistatut lakiasiainyhtiöt								
Gateley Holdings	11,4	10,3	16,4	15,0	2,3	2,0	4,0	4,4
Keystone Law Group	25,8	NaN	46,0	30,7	2,5	NaN	0,0	2,2
Gordon Dadds Group	NaN	NaN	NaN	11,1	1,1	0,8	2,2	3,9
Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöt								
Siili Solutions	10,7	9,0	15,4	13,4	1,1	0,9	3,8	5,1
Vincit Group	9,9	7,9	14,0	12,1	1,6	1,4	2,2	2,5
Gofore	11,8	9,8	18,2	14,7	1,9	1,4	2,3	2,9
Innofactor	11,7	6,9	81,4	15,7	0,6	0,6	0,0	0,0
Muut Helsingin pörssin verrokkit								
Etteplan	9,1	7,7	14,8	13,2	0,9	0,8	3,4	3,8
Pöyry	10,5	9,3	17,9	15,7	0,7	0,6	1,7	2,3
Talenom	9,5	8,4	19,3	16,3	2,3	2,1	3,0	3,4
Mediaani lakiasiainyhtiöt								
Mediaani IT-palveluyhtiöt	11,2	8,5	16,8	14,0	1,4	1,1	2,3	2,7
Mediaani muut verrokkit	9,5	8,4	17,9	15,7	0,9	0,8	3,0	3,4
Mediaani kaikki	10,7	8,7	17,9	14,8	1,4	0,9	2,3	3,2

Lähde: Inderes ja Reuters. Tiedot kerätty 4.6.2018

Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	12,9	14,9	17,5	21,7	24,9	28,7
Kulut	-2,7	-3,1	-3,2	-3,5	-3,8	-4,1
EBITDA	1,8	2,2	2,5	3,4	3,9	4,6
Poistot	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Liikevoitto	1,6	2,0	2,3	3,2	3,7	4,2
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	1,6	2,0	2,5	3,2	3,7	4,2
Rahoituserät	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4
<i>Rahoituserien keraerät</i>			-0,3			
<i>Kertaeriin liittyvät verot</i>			0,1			
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,6	2,0	2,0	3,2	3,5	4,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,3	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,3	1,5	1,5	2,5	2,8	3,2
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	1,3	1,5	2,0	2,5	2,8	3,2
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,3	1,5	1,5	2,5	2,8	3,2
<i>Osakekohtainen tulos</i>	-	0,43	0,38	0,63	0,71	0,83
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	-	0,43	0,52	0,63	0,71	0,83

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	0,5	0,6	0,4	2,1	2,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	1,5	1,5
Aineettomat oikeudet	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
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	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,6	5,7	9,9	12,3	14,2
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,9	2,3	2,7	3,4	3,9
Likvidit varat	2,7	3,4	7,2	8,9	10,3
Taseen loppusumma	5,1	6,2	10,3	14,4	16,4

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	2,2	2,9	6,6	8,0	9,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,7	2,5	3,2	4,4	5,5
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,3	0,3	3,3	3,6	3,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,1	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	0,1	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	2,9	3,3	3,7	6,4	7,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,1	0,0	1,8	1,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,9	3,3	3,7	4,7	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	5,1	6,2	10,3	14,4	16,4

DCF-kassavirtalaskelma

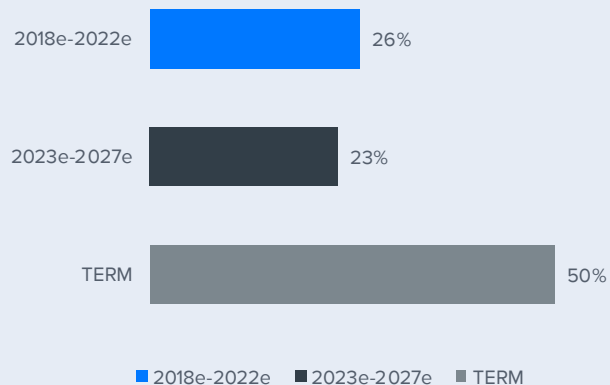
DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	2,3	3,2	3,7	4,2	4,7	5,0	5,1	5,1	5,0	5,7	5,8	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-0,5	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	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	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,0	3,0	3,3	3,9	4,2	4,5	4,6	4,7	4,6	5,2	5,2	
+ 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	
- Bruttoninwestoinnit	0,0	-1,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,9	1,0	2,9	3,5	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,6	4,6	
+/- Muut	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,4	1,0	2,9	3,5	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,6	4,6	56,4
Diskontattu vapaa kassavirta		1,0	2,5	2,7	2,7	2,6	2,4	2,2	1,9	2,0	1,8	22,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		43,7	42,7	40,2	37,5	34,8	32,3	29,9	27,7	25,8	23,8	22,0
Velaton arvo DCF		43,7										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		7,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		50,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,95										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,3 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
4.4.2017	Myy	9,00 €	9,83 €
20.8.2017	Lisää	11,70 €	11,05 €
23.1.2018	Lisää	12,80 €	12,15 €
16.2.2018	Vähennä	12,80 €	12,50 €
5.6.2018	Lisää	13,00 €	12,10 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suositudarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suositudarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suositudarkkuus



2017

Suositudarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi