

FONDIA

12.12.2025 8.00 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Yritysjuridiikan jatkuvien palveluiden ykkönen

Toistamme Fondialle 5,2 euron tavoitehinnan, mutta tarkistamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta). Murrosvaiheessa olevan yhtiön tuloskäännö on vasta alussa, mutta historiasta poiketen vahvoja toimenpiteitä on tehty ja strategisissa hankkeissa onnistuminen tarkoittaisi merkittävää tulosparannusta. Tämä tukee luottamusta myös lopputuloksen muuttumiseen. Haasteistaan huolimatta Fondia on yritys juridiikan jatkuvissa palveluissa markkinajohtaja Suomessa, mihin nähden arvostus on äärimmäisen alhainen.

Yritysjuridiikan jatkuvien palveluiden ykkönen

Fondia on Suomen 9. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys, joka tarjoaa keihäänkärkituotteena jatkuvaa lakiosastopalvelua kiinteällä kuukausihinnalla. Arviomme mukaan yhtiö on markkinajohtaja Suomessa jatkuvissa palveluissa, joihin yhtiö on fokusoitunut. Yhtiön liikevaihdosta noin 46 % tulee tuotteistetuista jatkuvista palveluista ja loput erillisprojekteista joko jatkuvien palveluiden asiakkaille (27 %) tai muille (27 %). Yhtiö on panostanut uusiin toimintamalleihin, digitaalisiin palveluihin ja tekoälyn hyödyntämiseen, ja on näkemyksemme mukaan edelläkävijä konservatiivisella toimialalla. Strategiaa tukee vasta uudistunut MyFondia -alusta, joka on digitaalinen työskentely-ympäristö juristien ja asiakkaiden välillä. Suomen noin 1,2 miljardin euron liikejuridiikkamarkkinalla selkeä kohderyhmä ovat alipalvelut pk-yritykset, mutta yhtiön asiakkaina on myös merkittävä määrä kansainvälisiä suuria yrityksiä. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on kilpailuetu ydinalueellaan jatkuvissa palveluissa, mutta hinnoitteluvoimaa on silti rajallisesti kilpailijoiden ja henkilöstön välissä. Toimialan huippukannattavuuksista yhtiö jää väkisin kauas, koska katteet jatkuvissa palveluissa ovat merkittävästi suuria projekteja matalampia. Toisaalta kehitys on vakaampaa ja onnistuessa silti hyvin kannattavaa. Fondialla on Suomen lisäksi merkittävää liiketoimintaa Ruotsissa (noin 18 % liikevaihdosta) ja pientä liiketoimintaa Baltiassa (noin 3 %).

Tuloskehitys on saatava käännettyä

Fondian taloudellinen kehitys on ollut pitkään pääosin heikkoa, kun liikevaihto on ollut paineessa Suomen taantuessa ja yhtiön operatiivinen tehokkuus on ollut heikko. Yhtiö käynnisti vuosi sitten uuden toimitusjohtajan ajamana laajan muutosprosessin, mihin kuului merkittävät muutosneuvottelut ja strategiapäivitys. Yhtiön strategiset hankkeet fokusoituvat oikein ongelmakohtiin (kuten laskutusasteiden parantaminen), mutta säästötoimien hyödyt ovat valuneet vielä liikevaihdon laskuun. Kulupohjan tervehdyttämisen jälkeen fokus siirtyy kasvuun, missä siinäkin avainasemassa on asiakastyöhön käytettävän ajan nostaminen. Laskutusasteiden nousulla olisi vahva vipu kannattavuuteen, joten tässä onnistuminen olisi yhtiölle käännteentekevää. Vaikka konkretiaa on vielä rajallisesti, ennustamme kannattavuuden nousevan merkittävästi liikevaihdon kääntyessä ensi vuonna lievään kasvuun. Ennustamme Fondian tekevän 24,6 MEUR:n liikevaihdolla noin 1,8 MEUR:n EBITA:n vuonna 2026, mikä tarkoittaisi 7,4 %:n marginaalia (2020-2024 KA: 6,9 % oikaistuna kertaeristä). Silloin Fondia tuottaisi myös runsasta rahavirtaa.

Paluu kannattavaan kasvuun nostaisi osakkeen eri tasolle

Fondian arvostus (2026e EV/EBITA alle 9x) on houkutteleva. Vahvan taseen huomioiva yritysarvo (EV) on vain 16 MEUR, mikä käänteen toteutuessa voitaisiin realistisesti tuplata kahdessa vuodessa ilman, että arvostuskertoimet olisivat erityisen korkeat (2027e EV/EBITA 7x). Toisaalta käännettä on odoteltu ennenkin ja lopulta jouduttu pettymään, mitä kautta sijoittajat ovat unohtaneet yhtiön. Mielestämme yhtiön fokus ja strategia ovat nyt kuitenkin oikeita ja edellytykset käännteelle ovat paremmat kuin aiemmin, minkä takia asetamme todennäköisyydet vahvasti käänteen toteutumisen puolelle. On kuitenkin mahdollista, että yhtiön kulttuuriin on päässyt pesiytymään perustavanlaatuisia ongelmia, jotka estävät menestyksen. Lyhyellä aikavälillä yhtiössä on myös selkeä tulosvaroitusriski.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

5,20 EUR

(aik. 5,20 EUR)

Osakekurssi:

4,63 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	26	24	25	26
kasvu-%	-2 %	-7 %	3 %	5 %
EBIT oik.	1,6	1,5	1,8	2,1
EBIT-% oik.	6,1 %	6,2 %	7,4 %	8,2 %
Nettotulos	0,7	0,6	1,2	1,5
EPS (oik.)	0,32	0,31	0,37	0,45

P/E (oik.)	15,7	14,8	12,4	10,4
P/B	6,3	7,1	6,8	6,0
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	10,6	10,6	8,5	7,0
EV/EBITDA	8,4	8,9	6,3	5,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,6	0,6

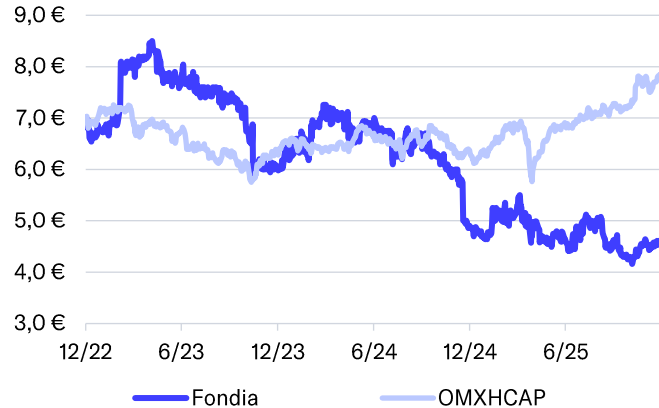
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

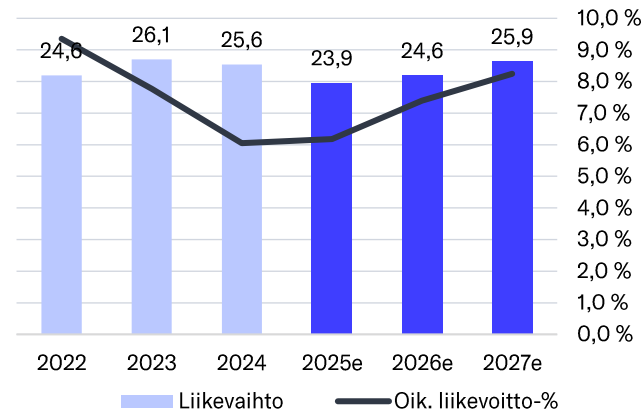
Fondia keskittyy vuonna 2025 kannattavuuden parantamiseen.

Osakekurssi



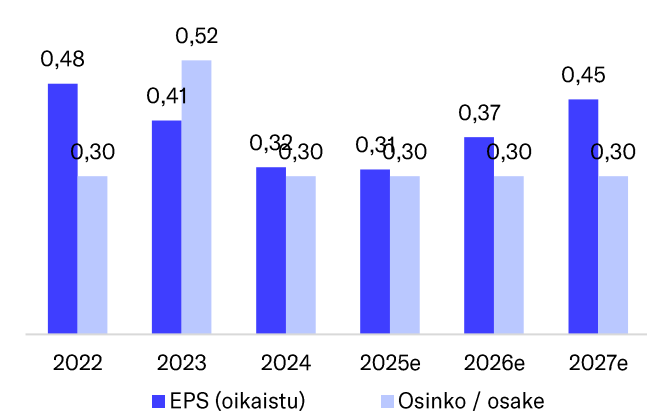
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kannattavuuden parantaminen ja paluu kannattavaan kasvuun
- Liiketoimintamallin suhteellisen matala riskiprofiili ja vahva kassavirta
- Hyvä asema houkuttelevalla defensiivisellä toimialalla, jossa omistaja-arvon kasvattamiseen on erittäin hyvät edellytykset
- Keskipitkällä aikavälillä hyvän aseman vakiinnuttaminen myös Suomen ulkopuolella

Riskitekijät

- Tekoälymurroksen lopputulemaa on vaikea arvioida
- Rajallinen hinnoitteluvoima ja heikon markkinatilanteen tuoma hintakilpailu
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen
- Maineriski toimialan luonteen takia
- Epäonnistuminen osajien rekrytoinnissa ja pitämisessä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,63	4,63	4,63
Osakemäärä, milj. kpl	3,74	3,74	3,74
Markkina-arvo	17	17	17
Yritysarvo (EV)	16	16	15
P/E (oik.)	14,8	12,4	10,4
P/E	31,3	14,4	11,8
P/Kassavirta	37,9	13,4	10,4
P/B	7,1	6,8	6,0
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,9	6,3	5,3
EV/EBIT (oik.)	10,6	8,5	7,0
Osinko/tulos (%)	203 %	93,4 %	76,4 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	6,5 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Sijoitusprofiili ja riskit	10-13
Markkinat ja kilpailukenttä	14-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-19
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	20-23
Ennusteet	24-30
Arvonmääritys ja suositus	31-38
Taulukot	39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Fondia lyhyesti

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

24 MEUR

Liikevaihto 2025e

1,5 MEUR

Oikaistu liiketulos 2025e

137 (FTE)

Henkilöstö Q3'25

79 % / 18 % / 3 %

Liikevaihdon jakauma 2024: Suomi / Ruotsi / Baltia

2004 ja 2017

Perustamis- ja listautumisvuodet

<-2018

2013-2017 kannattavaa kasvua erityisesti Suomessa (Ruotsissa pientä liiketoimintaa 2012 asti)

2017 yhtiö listautuu First North-listalle (osakehintaa 7,65 €)

2018 J&N -yritysosto Ruotsissa kasvattaa kansainvälistä liiketoimintaa

2019-2021

Kannattavuus heikkenee merkittävästi mm. Ruotsin haasteiden ja organisaation kasvukipujen takia

Koronapandemian vaikutukset tuntuvat erityisesti Ruotsissa

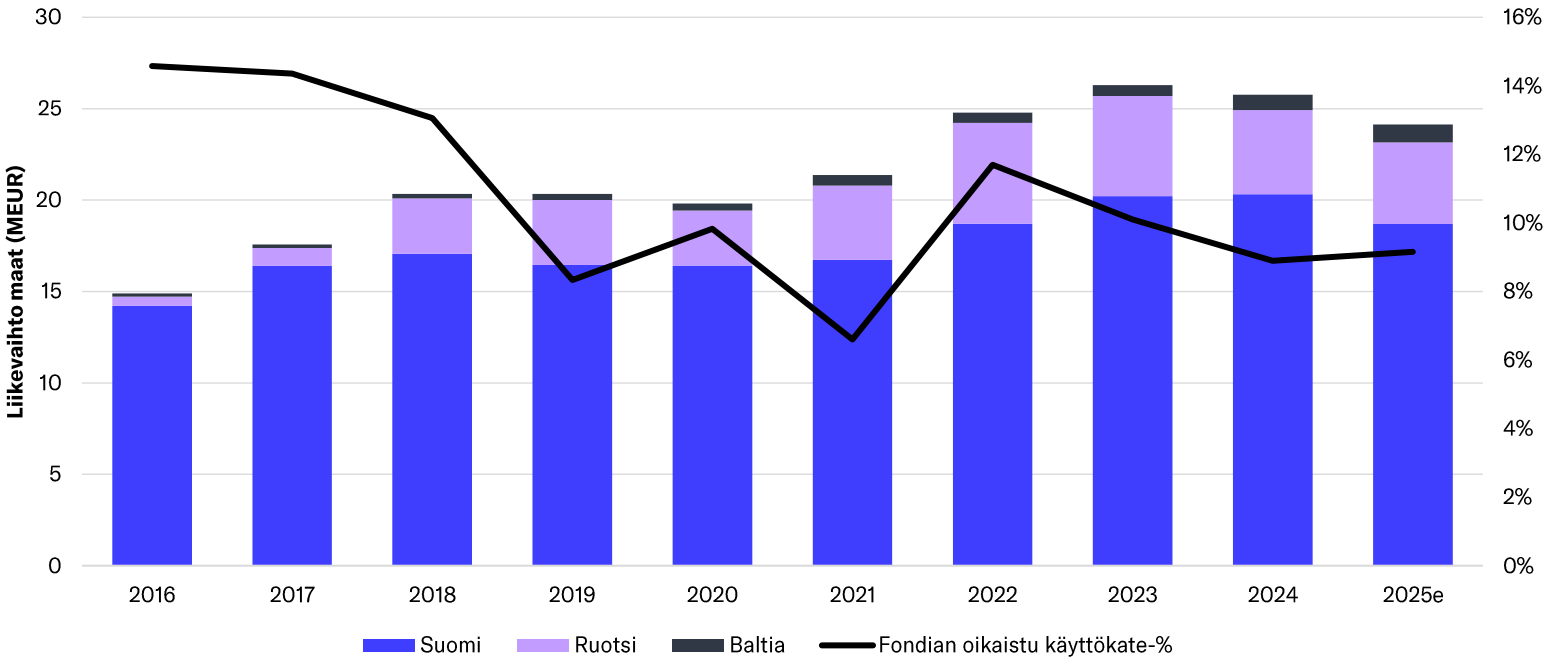
Henkilöstön vaihtuvuus rasittaa Suomen ydinliiketoimintaa vuonna 2021, mutta Ruotsi saadaan käännettyä voitolle

2022-2025

2022 kasvu ja kannattavuus parantuvat merkittävästi, ja suunta näyttää kääntyvän

2023 markkinatilanne muuttuu haastavaksi ja käynnistää heikon trendin, joka jatkuu 2024

2025 toimitusjohtajan vaihdos, merkittävät tehostamistoimet ja strategiapäivitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Fondia on Suomen 9. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys, jonka palvelut kattavat kaikki oleelliset yritysjuridiikan osa-alueet. Fondialla on toimipaikkoja Suomessa Helsingissä, Tampereella, Turussa ja Lahdessa. Näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa, Göteborgissa, Malmössä, Tallinnassa ja Viinassa.

Fondian keihäänkärkituote on lakiosastopalvelu, jossa Fondia tarjoaa jatkuvaa tuotteistettua lakipalvelua kiinteällä kuukausihinnalla (LDaaS-palvelu, Legal Department as a Service). Palvelun avulla asiakasyritysten on mahdollista ulkoistaa oma lakiosasto osittain tai kokonaan Fondialle, jolloin omalla palkkalistalla olevia juristeja ei välttämättä enää tarvita ja lakiosaston kustannukset ovat asiakasyrityksille ennakoitavia ja kustannustehokkaita.

Jatkuvien sopimusten ansiosta Fondian liiketoiminta on tasaisempaa ja ennustettavampaa kuin projektiliiketoimintaan keskittyneillä verrokeilla. Yhtiön teettämien asiakaskyselyiden perusteella myös asiakastytyväisyys on ollut korkea. Vuoden 2025 asiakaskyselyssä Fondian asiakkaiden antama NPS-tulos oli 68 (2024: 61), mitä voidaan pitää erittäin hyvänä.

Erilainen toimija perinteisellä alalla

Fondia ei kuulu Asianajajaliittoon eikä yhtiö siten ole asianajotoimisto kuten valtaosa toimialan yhtiöistä. Tämä mahdollistaa muun muassa sen, että yhtiötä omistava johto ja hallituksen jäsenet voivat olla koulutustaustaltaan myös muita kuin juristeja ja Fondialla voi olla muuta liiketoimintaa kuin lakiasiaintoimintaa. Tätä kautta ratkaisu mahdollistaa myös First North -listalla olemisen. Fondia on perustamisesta lähtien panostanut uusiin toimintamalleihin

ja digitaalisiin palveluihin, ja yhtiö on ollut edelläkävijä konservatiivisella toimialalla. MyFondia-alusta, joka on digitaalinen työskentely-ympäristö juristien ja asiakkaiden yhteistyössä sekä kommunikoinnissa, on oleellinen osa toimintamallia. Digitaaliset työvälineet mahdollistavat osaltaan yhtiön jatkuvan palvelumallin ja asiakkaiden lakiosaston tehokkaan ulkoistamisen.

Fondia panostaa henkilöstötyytyväisyyteen ja pyrkii olemaan haluttu työnantaja toimialalla. Työkuormaan nähden kilpailukykyisen palkan sijasta yhtiö pyrkii korostamaan työn merkityksellisyyttä, monipuolisuutta sekä työn ja muun elämän tasapainoa. Henkilöstön tyytyväisyys ja sitoutuminen ovat kuitenkin murrosvaiheessa yhtiölle haasteita. Vuoden henkilöstötyytyväisyyskyselyn tulos (eNPS 17) oli yhtiölle vaisu, ja vaatii toimenpiteitä.

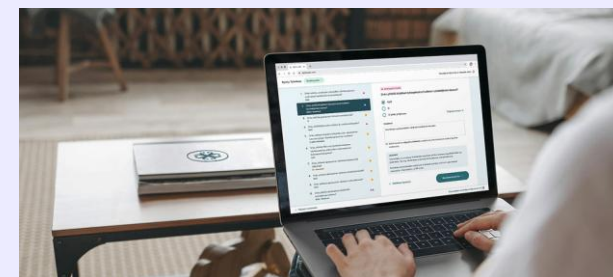
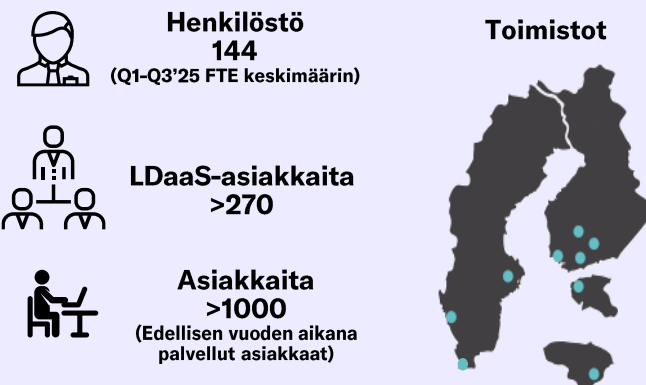
LDaaS: jatkuvia lakiosastopalveluita

Liiketoiminnan keskiössä on vuodesta 2004 alkaen kehitetty jatkuva lakiosastopalvelu eli LDaaS (Legal Department as a Service). Jatkuvat palvelut vastasivat vuonna 2024 noin 46 % yhtiön liikevaihdosta. Fondia laskuttaa asiakkaalta ennalta sovitun kuukausipalkkion jatkuvaa lakiosastopalvelua vastaan. Palvelu voidaan räätälöidä erikokoisten yritysten tarpeisiin ja Fondialla on LDaaS asiakkaita aina startup-yrityksistä kansainvälisiin pörssiyrityksiin. LDaaS-palvelussa Fondia kartoittaa ensin asiakasyrityksen tarpeet ja nimeää sitten tyypillisesti 2-5 hengen juristiimin eri oikeudenaloihin keskittyneistä juristeista (esimerkiksi työoikeus, tavaramerkkien valvonta, kilpailuoikeus ja yritysjärjestelyt). Tiimityöllä varmistetaan, että asiakkaalla on eri yritysjuridiikan osa-alueiden asiantuntemus käytössä, palvelu toimii sulavasti myös loma-aikoina eikä ole riippuvainen yksittäisestä henkilöstä.



Fondia on liikejuridiikan palveluyhtiö, joka tarjoaa yrityksille jatkuvaa lakipalvelua (Legal Department as a Service, LDaaS) sekä perinteisiä lakitoimeksiantoja.

Fondian ydinajatus on tehdä juridiikasta yrityksille saavutettavaa, ennakoitavampaa ja liiketoimintaa tukevaa. Yhtiö erottuu markkinassa erityisesti palvelumallistaan, joka yhdistää in-house-juristin saatavuuden ja perinteisen lakitoimiston osaamisen.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Jatkuva palvelu kootaan asiakkaan tarpeen mukaan eri elementeistä ja se voi sisältää esimerkiksi juristitiimin antaman jatkuvan puhelintuen sekä 10 tunnin kuukausittaisen resurssivaruksen. Muu lakituki (erilliset projektit) tarjotaan erikseen sovittaessa tuntiveloituksella.

Palvelun prosessien tehostamiseksi Fondia on kehittänyt digitaalisen MyFondia -alustan, joka mahdollistaa palvelun tuottamisen ajasta ja paikasta riippumatta eri päätelaitteilla. Esimerkiksi kaikki asiakkaan dokumentit sekä jo tehdyt ja tulevat toimenpiteet päivitetään alustaan näkyville niin, että Fondian juristien ja asiakkaiden ajankäyttö on tehokasta. Toisaalta asiakkaat näkevät läpinäkyvästi reaaliajassa, mitä Fondian lakimiehet ovat konkreettisesti tehneet. Alusta mahdollistaa tehokkaan yhteistyön sekä asiakkaan että juristitiimin välillä.

Jatkuvan palvelun avulla Fondia pyrkii olemaan integroitu osa asiakkaan liiketoimintaa, jolloin se voi esimerkiksi osallistua asiakasyrityksen johtoryhmän työskentelyyn. Tällöin asiakkaat ovat tyypillisesti hyvin sitoutuneita Fondiaan ja lakipalveluiden toimittajan vaihtamisen kynnyks on korkea. Asiakasvaihtuvuus onkin ollut erittäin alhaista LDaaS-asiakkaiden keskuudessa, mutta toisaalta resurssivaroja voidaan laskea vaikeina aikoina. Tätä on tapahtunut viime vuosien heikossa markkinatilanteessa.

Projektit täydentävät jatkuvaa palvelua

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

Projekteissa laskutus toimii pääasiassa alalle perinteiseen tapaan tuntilaskutuksena. Vuonna 2024 Fondian liikevaihdosta 27 % muodostui lisätöistä ja erillisprojekteista LDaaS-asiakkaille ja 27 % muodostui projekteista muille kuin LDaaS-asiakkaille. Perinteiset projektit täydentävät Fondian LDaaS-palveluita ja ne toimivat myös sisäänheittotuotteina, sillä onnistunut projekti auttaa yhtiötä houkuttelemaan asiakkaan jatkuvan laskutuksen piiriin.

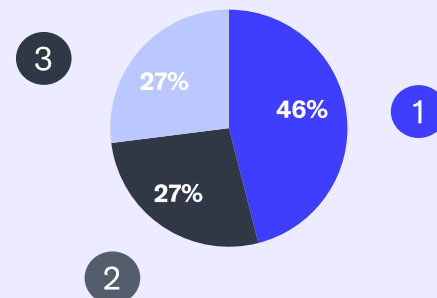
Yhtiö rakenne eroaa asianajotoimistoista

Fondian organisaatio on hierarkialtaan matala ja yhtiön asiantuntijat ovat mukana asiakasrajapinnassa. Partnerivetoisissa suurissa asianajotoimistoissa 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 vähän tekemisissä loppuasiakkaan kanssa. Tyypillisesti nuoremmat juristit ovat keskittyneet kapeaan osaamisalueeseen ja heidän työpäivänsä voivat olla erittäin pitkiä.

Fondialla juridisen työn tuottavat juristit ovat vahvasti myös asiakasrajapinnassa mukana. Tällöin lakipalvelun tuottavat juristit tuntevat tarkemmin loppuasiakkaan tarpeet ja toimivat itsenäisemmin. Juristit ovat osin myös vastuussa uusasiakashankinnasta. Erityisesti lakiosastopalvelun myyntiä hoitavat Fondialla valtaosin juristit, joilla on juristin roolin lisäksi myös asiakashankinta mukana vastuissaan. Uusasiakashankintaa tukee markkinointiosasto ja yhteistyöverkosto. Fondian mukaan yhtiön henkilöstötyytyväisyys on korkeampi (2023: eNPS 48), sillä työntekijöiden tehtäväkuva on laajempi kuin asianajotoimistoissa.

Liikevaihdon jakautuminen 2024

Jatkuvien asiakkaiden osuus liikevaihdosta 73 %
Jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta 46 %



1 Jatkuvat LDaaS-palvelut

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

2 Projektit LDaaS-asiakkaille

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

3 Projektit muille asiakkaille

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Fondian malli ei sovi kaikille, ja osaavien juristien palkkaaminen voi olla haaste. Fondia ei lähtökohtaisesti pysty tarjoamaan yhtä rahakkaita tehtäviä kunnianhimoisille juristeille, mitä he voisivat lopulta saavuttaa menestyvissä asianajotoimistoissa ”partneriputkessa”.

Kasvu vaatii vetovoimaa

Asiantuntijaliiketoiminnassa kaikki lähtee osaajista, minkä kautta henkilöstön tyytyväisyys ja yhtiön asema haluttuna työpaikkana ovat kilpailutekijöitä toimialalla. Aiemmin osaajista on ollut toimialalla selvästi pulaa, mutta tämän suhteen tilanne on helpottunut viime vuosien vaikeassa markkinatilanteessa. Korkea työtyytyväisyys heijastuu asiakkaiden lisäksi positiivisesti esimerkiksi sairaspöissaoloihin sekä rekrytointikuluihin. Vaihtuvuus on ollut Fondialle historiassa merkittävä haaste. Erityisesti vuonna 2021 nähtiin, että korkealla vaihtuvuudella oli selkeä negatiivinen vaikutus yhtiön kasvuun ja kannattavuuteen. Vuoden 2021 poikkeuksellisen piikin jälkeen vaihtuvuus saatiin hallintaan, mutta vuosien 2024 ja 2025 vaihteessa pidettyjen muutosneuvotteluiden jälkeen on ollut myös epätoivottua poistumaa.

Fondian ja liiketoimintamallin kilpailuedut

LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata lakimiestä tai lakiosastoa. Palvelu on usein asiakkaille kustannustehokas, sillä lakiasioiden ostotuntityönä juoksevien asioiden hoitamiseen ei ole yleensä mielekäästä. Palvelumallin kilpailuetuja asiakkaalle ovat arviomme mukaan läpinäkyvä hinnoittelu, palvelun vähäinen henkilöriippuvuus sekä se, ettei asiakasyrityksen tarvitse perehdyttää uutta juristia yrityksen toimintatapoihin. Lisäksi asiakkailla on tarpeisiin räätälöity juristitiimi käytössä, mikä tarjoaa helppoutta ja

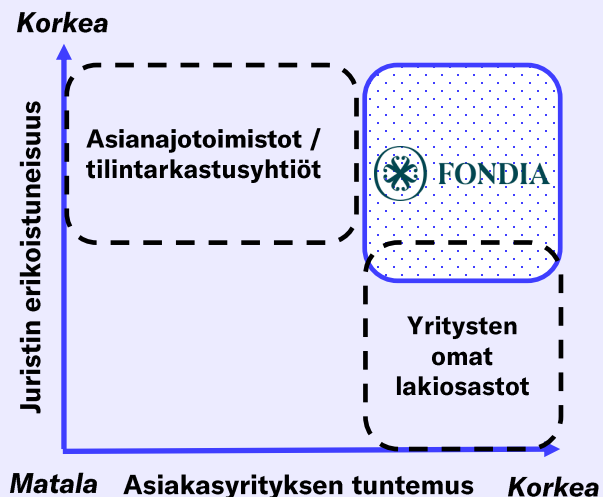
mielenrauhaa.

Fondian toimintamalli on ollut historiallisesti varsin menestynyt Suomessa; kasvu on ollut yleistä markkinaa nopeampaa ja pääosin kannattavaa. Fondian Suomen liikevaihto nousi 7,0 % vuosittain 2013-2024 (CAGR). Lisäksi asiakastytyytyväisyys on ollut jatkuvasti erittäin korkealla tasolla ja LDaaS-asiakkaiden vaihtuvuus on ollut vähäistä. Ulkomailla kehitys on ollut toistaiseksi heikompaa, ja LDaaS-mallin menestys on ollut vähäisempää.

Jatkuvan tulovirran ansiosta Fondian liikevaihto on ennakoitavampaa ja tasaisempaa kuin perinteisillä projekteihin keskittyneillä asianajotoimistoilla. Yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisestä asiakkaasta, sillä viime vuonna sen kymmenen suurinta asiakasta vastasivat noin 15 % liikevaihdosta (2023: 13 %). Tämä tarkoittaa tulojen olevan hyvin jakautuneita, mikä laskee riskitasoa.

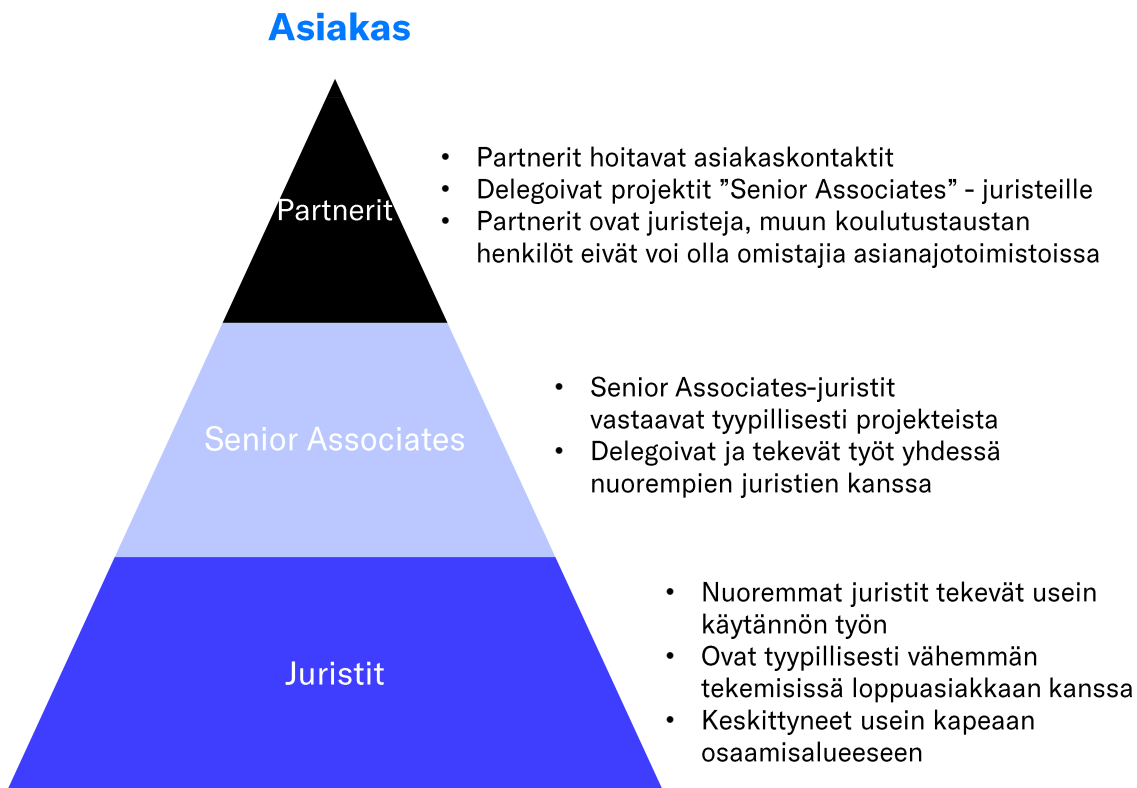
Fondialla on mielestämme Suomessa kilpailuetu, joka muodostuu mielestämme LDaaS-liiketoimintamallista, alhaisesta liiketoimintariskistä (merkittävä osa liikevaihdosta on jatkuvaa) sekä potentiaalisesta edusta teknologian hyödyntämisessä ja digitaalisuudessa. Selkeä tämä etu on jatkuvissa palveluissa. Fondian digitaaliset palvelut ovat mielestämme edellä konservatiivisen alan yleiskehitystä, mutta toimijoiden välillä on suuria eroja ja Legal Tech -toimiala on kehittynyt voimakkaasti. Tekoälyn mukaantulo voi muuttaa tilannetta edelleen lähivuosina. Toisaalta Fondialla on myös joitakin kilpailuhaittoja johtuen siitä, ettei yhtiö ole virallisesti asianajotoimisto. Vaikka Fondia pystyy tarjoamaan asiakkailleen asianajotoimistojen palveluita vastaavat palvelut, mukaan lukien oikeudenkäynneissä avustamisen, asianajotoimistot referoivat tyypillisesti asiakkaitaan vain toisilleen.

Fondian positioituminen markkinassa

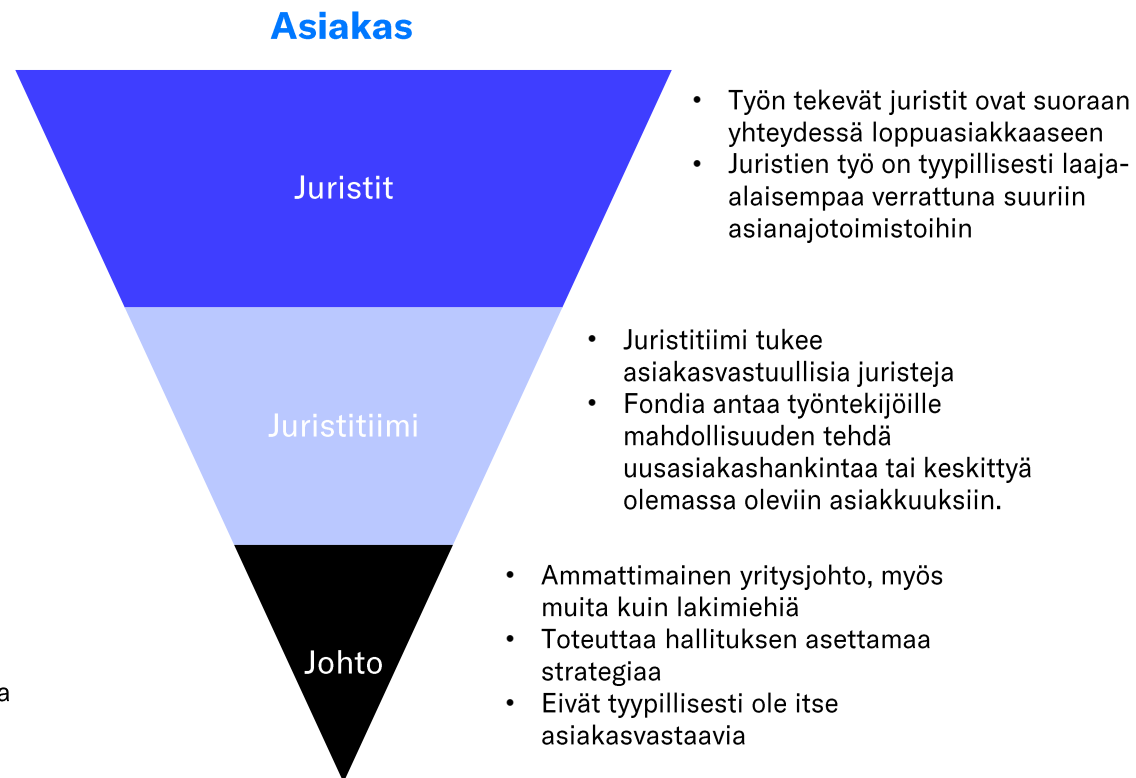


Fondian yhtiö rakenne ja erot perinteiseen

Perinteinen partnerivetoinen asianajotoimisto



Fondian yhtiö rakenne FONDIA



Sijoitusprofiili 1/2

Käänneyhtiö, jolla on potentiaalia paljon parempaan

Odotuksiin sekä potentiaaliin nähden Fondia on ollut pitkään selkeä alisuorittaja. Yhtiö on kulkenut vuosia erilaisista sisäisistä ja ulkoisista haasteista toiseen, ja taloudelliset tulokset ovat olleet pääosin heikkoja. Yhtiön sijoitusprofiili onkin käänneyhtiö, mutta edellytykset yhtiöllä on merkittävästi parempaan. Mielestämme Fondialla on hyvät edellytykset kannattavaan kasvuun tulevaisuudessa, minkä kautta yhtiöllä olisi mahdollisuudet sekä voimakkaaseen tulosparannukseen että arvostustason merkittävään nousuun. Tämä tekee yhtiön potentiaalisesta tuotosta erittäin houkuttelevan.

Lakiasiaimarkkina on näkemyksemme mukaan normaalisti vakaasti kasvava ja suhteellisen defensiivinen toimiala, johon yleisellä talouskehityksellä ei ole voimakasta vaikutusta. Silti esimerkiksi Suomen taantumassa asiakkaat ovat hakeneet säästöjä myös juridiikasta ja kilpailu on kiristynyt, kun transaktiovetoiset yhtiöt ovat hakeneet laskutettavia tunteja myös Fondian tontilta. Haasteista huolimatta Fondialla on edelleen varsin hyvä markkina-asema Suomessa, mutta ulkomailla yhtiö on selvästi haastajan asemassa. Ruotsin liiketoiminnan kehitys on ollut erittäin epävakaa viime vuosina, emmekä osaa tällä hetkellä sanoa, onko kyseessä uhka vai mahdollisuus. Baltiassa Fondian kehitys on sen sijaan ollut vahvaa.

Fondia on aiemminkin väläytellyt potentiaaliaan, mutta historiassa kuitenkin palannut heikon tuloskehityksen tielle. Tämän kautta sijoittajien on perusteltua kysyä, miksi lopputulos oli tällä kertaa toisin. Oma luottamuksemme liiketoiminnan käännteeseen sekä sen kestävyys perustuu siihen, että uuden toimitusjohtajan alaisuudessa yhtiötä on aidosti muutettu. Vuoden 2025 vaihteessa

pidetyt muutosneuvottelut kevensivät merkittävästi kulurakennetta, yhtiön fokusta parannettiin merkittävästi ja mielestämme täysin oikeaan suuntaan, ja strategiaa päivitettiin. Lisäksi nykyisen toimitusjohtaja Timo Lapin profiili (mm. Fondian perustajia, iso omistaja ja juristi) on oikea organisaatioon, mikä antaa hänelle myös paremmat edellytykset onnistua kääntämään suuntaa. Lisämausteen sijoitustarinaa tuo se, että Ruotsissa pääomasijoittaja osti kuusi pienehköä asianajotoimistoa, yhdisti ne ja loi samalla Fondian tyyllisen rakenteen ([lisätietoa](#)). Tämä voi tuoda toimialan murrokseen uutta vauhtia.

Vahvuudet

Vakaa asema Suomessa antaa yhtiölle resurssit ja vakaan kassavirtanäkymän, mikä mahdollistaa investoinnit kasvuun ja teknologian kehittämiseen (esimerkiksi MyFondia).

Vahva tase antaa liikkumavaraa yhtiölle myös heikossa tilanteessa. Liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia, tase on nettovelaton, käyttöpääoma on negatiivinen ja yhtiön kyky tuottaa kassavirtaa on hyvä. Liiketoiminta on parhaimmillaan hyvin pääomatehokas.

Liiketoiminnan riskiprofiili on matala, sillä merkittävä osa liikevaihdosta on jatkuvaluonteista. Lakiasiaimarkkinan palvelujen markkina on myös perinteisesti hyvin defensiivinen, vaikka viime vuosina kehitys onkin ollut heikkoa. Immuuni kysynnän vaihtelulle Fondia ei ole, mutta liiketoiminnan ennustettavuus on kuitenkin varsin hyvä.

Korkea asiakastyytyväisyys kertoo, että asiakkaat ovat keskimäärin hyvin tyytyväisiä yhtiön palveluun ja henkilöstön työpanokseen. LDaaS-asiakkaiden pysyvyys onkin ollut erittäin hyvällä tasolla, vaikka panostuksia on laskettu heikossa taloustilanteessa. Yhtiön liikevaihto on

myös jakautunut tasaisesti, joten suuria asiakaskeskittymään liittyviä riskejä ei ole.

Heikkoudet

Hinnoitteluvoima on suhteellisen heikko yhtiön ollessa osittain henkilöstön palkkavaatimusten sekä asiakkaiden kulutietoisuuden välissä. Toimialalla hinnoittelu on edelleen merkittävässä määrin tuntipohjaista ja siten helposti vertailtavaa. Asiakkaat ovat pääosin suhteellisen pieniä ja hyvin kulutietoisia erityisesti jatkuvissa palveluissa. Samalla osaava henkilöstö on kriittinen kilpailutekijä ja usein he tietävät arvonsa. Fondian juristikohtainen laskutus on merkittävästi alhaisempi kuin sen verrokkien, mikä heijastuu negatiivisesti yhtiön kannattavuuteen.

Korkeat kiinteät kulut ovat näkemyksemme mukaan edelleen merkittävä tekijä siihen, että Fondian kannattavuus on kaukana potentiaalistaan. Ero on suuri, kun vertaamme yhtiötä muiden toimialojen asiantuntijaorganisaatioihin (kuten IT-palvelut). Toisaalta Fondian kiinteät kulut ovat alhaisempia kuin sen toimialan perinteisillä toimijoilla. Joka tapauksessa samalla ”infralla” voitaisiin pyörittää merkittävästi suurempaa liikevaihtoa.

Tuottavuus ja toimintakulttuuri. Fondian tuottavuus tai laskutusasteet ovat toimialan keskiarvoon nähden heikkoja, ja niissä on merkittävästi parantamisen varaa. Osin taustalla voi olla myös toimintakulttuuri. Tämä on varmasti osin vahvuus, ja näemme Fondialle paikkansa konservatiivisella toimialalla. Toisaalta näemme Fondialla paineen muuttaa kulttuuria kohti tehokkaampaa ja kaupallisempaa tekemistä, mikä mahdollistaisi laskutusasteiden nostamisen. Koska kulttuurin muuttaminen on vaikeaa ja näemme muutostarpeita, asetamme nyt kulttuurin heikkoudeksi – se voi toisaalta olla myös riski tai mahdollisuus.

Sijoitusprofiili 2/2

Mahdollisuudet

Uudet digitaaliset palvelut ja tekoäly ovat mielestämme sekä uhka että mahdollisuus. Digitalisaatio ja tekoälyn hyödyntäminen tulevat muuttamaan merkittävästi lakitoimialaa, mutta vaikutuksia on toistaiseksi vaikea arvioida. Fondia on panostanut digitalisaatioon ja kehittänyt digitaalisia palveluita ja toimintamalleja konservatiivisella ja historiallisesti hitaasti muuttuneella toimialalla. Näiden myötä yhtiön on mahdollista selvittää kiihtyvää murroksesta voittajana. Samalla erityisesti tekoälyn nousu on myös uhka, koska se voi muuttaa toimialan luonnetta ainakin pitkällä aikavälillä. Osa juristien työstä tullaan automatisoimaan.

Kannattava kasvu muuttaisi koko sijoittajatarinan merkittävästi vahvemmaksi. Fondia kasvoi vuosina 2013-2018 selvästi lakiasiaimarkkinaa nopeammin ja voitti markkinaosuuksia. Arviomme mukaan yhtiöllä on edellytykset palata kannattavan kasvun uralle lähivuosina, jos yhtiö onnistuu organisaation murroksessa ja löytää palveluilleen pitoa myös ulkomailla.

Riskit ja uhat

Maineriski on mahdollisesti Fondian merkittävin liiketoimintaan liittyvä riski. Liikejuridiikan toimialalla maine ja uskottavuus ovat erittäin tärkeitä, koska asiakkaat ostavat osin mielenrauhaa. Esimerkiksi Fondian epäonnistuminen asiakkaan neuvonnassa voisi pahimmillaan heikentää yhtiön mainetta luotettavana toimijana ja vaikeuttaa uusien asiakkaiden hankkimista jatkossa.

Henkilöstöriski on kokonaisuutena maltillinen, sillä Fondian palveluksessa on 137 henkilöä (Q3'25 FTE), eikä yhtiö ole riippuvainen yksittäisistä henkilöistä. Yhtiön keskimääräiset henkilöstökulut (2023: noin 90 TEUR vuodessa) ovat

kuitenkin keskimäärin asianajotoimistoja pienempiä (lukujen vertailukelpoisuus on kyseenalainen), ja osaavan henkilöstön houkuttelevuus yhtiön palvelukseen vaatii jatkuvia panostuksia henkilöstötyytyväisyyteen. Mikäli yhtiön haluttavuus työnantajana vähenisi, voisi se johtaa työntekijöiden siirtymiseen kilpailijoille. Tällä olisi erittäin negatiivinen vaikutus liiketoimintaan ja näkymiin. Osittain riski realisoitui vuonna 2021, kun henkilöstön korkea vaihtuvuus heikensi taloudellista kehitystä. Rekrytoinneissa yhtiö on kuitenkin onnistunut myös vaikeampina aikoina.

Epäonnistuminen kansainvälistymisessä. Fondia aloitti kansainvälistymisen jo vuonna 2012, mutta se on edennyt hitaasti. Yhtiön pidemmän ajan menestys Ruotsissa on ollut heikkoa muutamista hyvistä vuosista huolimatta, eikä näkymä ole edelleenkään erityisen positiivinen. Toisaalta Baltiassa yhtiö on edennyt viime vuosina vahvasti, mutta liiketoiminta on edelleen hyvin pienimuotoista. Odotukset kansainvälistä menestystä kohtaan ovat erittäin alhaiset, mutta ulkomailla epäonnistuminen voi silti painaa koko konsernin kannattavuutta. Lisäksi epäonnistumiset ulkomailla heijastuvat helposti negatiivisesti myös Suomeen, kun esimerkiksi johdon fokus siirtyy väkisin ongelma-alueelle.

Negatiivinen kierre on Fondialle mahdollisesti suurin riski. Heikko taloudellinen kehitys heijastuu henkilöstöön ja yhtiön houkuttelevuuteen, mikä edelleen heijastuu liiketoimintaan ja luo epävarmuutta näkymiin. Lopulta tämä luonnollisesti heijastuu merkittävästi myös osakkeeseen. Viime vuosina Fondia on osin ollut negatiivisessa kierteessä, mikä yhtiön on pystyttävä kääntämään. Toisaalta positiivinen kierre on myös mahdollisuus. Taloudellinen menestys luo resursseja investointeihin ja kasvuun, joka luo mahdollisuuksia myös henkilöstölle.

Sijoitusprofiilin SWOT-analyysi

Vahvuudet	Heikkoudet
- Hyvä markkina-asema Suomessa - Tase on edelleen vahva - Pääomatehokas liiketoimintamalli - Korkea asiakastytyväisyys	- Hinnoitteluvoima on rajallinen - Tuottavuudessa merkittävää parantamisvaraa - Kokoluokkaan nähden korkeat kiinteät kulut
- Uudet digitaaliset palvelut ja tekoälyn hyödyntäminen - Paluu kannattavaan kasvuun sekä Suomessa että Ruotsissa	- Tekoälyn toimialalla mahdollisesti aiheuttama murros - Maine- ja henkilöstöriskit - Epäonnistuminen kansainvälistymisessä - Negatiivinen kierre
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili

1 Tärkein ajuri on kannattavuus- ja tuloskäännne

2 Pääomatehokas liiketoimintamalli ja vahva kassavirta

3 Suhteellisen defensiivinen ja kasvava toimiala

4 Tekoäly tulee muokkaamaan markkinaa tulevaisuudessa (uhka ja mahdollisuus)

5 Kansainvälistymisen markkinan kehittyminen Fondialle sopivaan suuntaan

Potentiaali

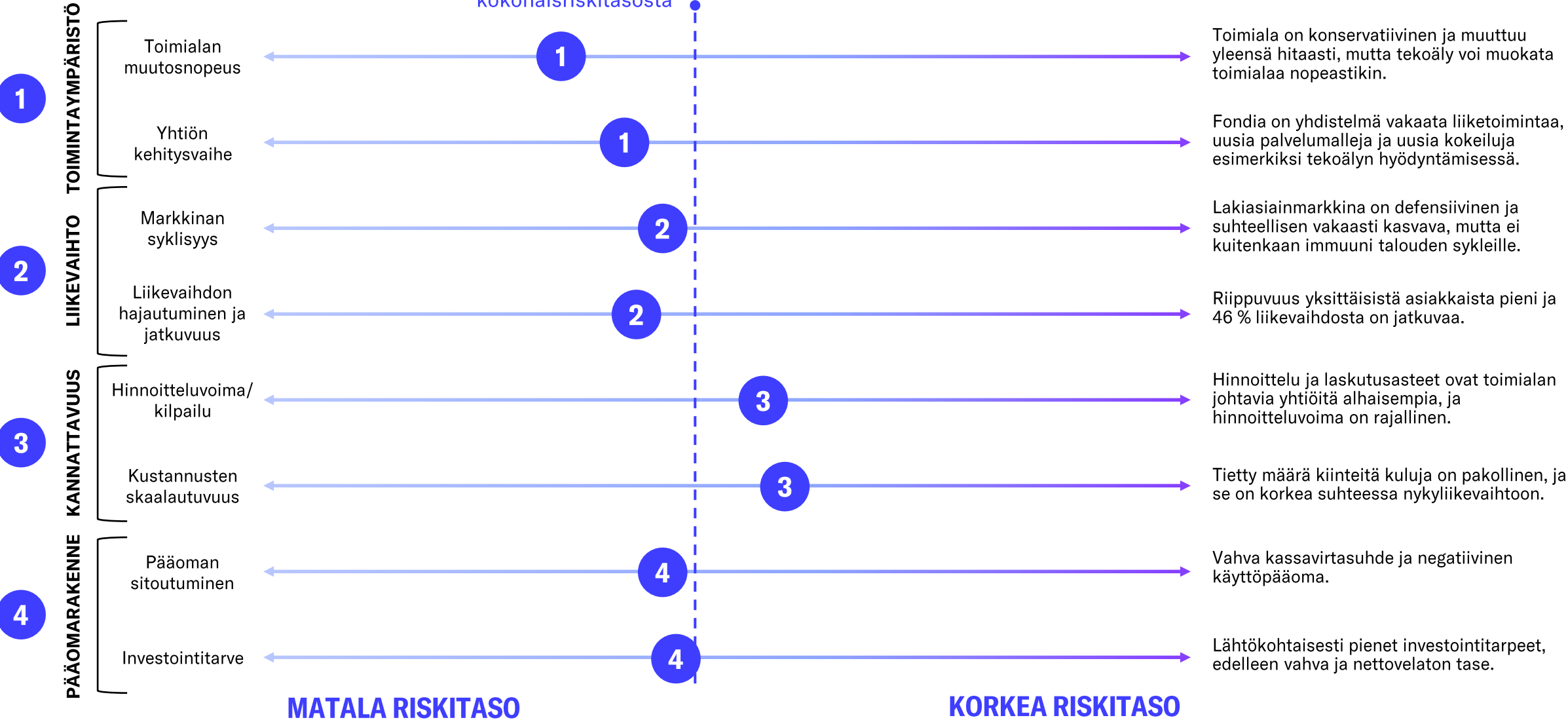
- Merkittävä tuloskasvu liikevaihdon noustessa
- Suomen liiketoiminnan kestävä käänne kasvuun
- Vahva tase ja kassavirta mahdollistaa investoinnit
- Uudet tuotteistetut palvelut, digitaalisuuden ja tekoälyn tuomat mahdollisuudet
- Pitkällä aikavälillä kansainvälinen potentiaali (mahdollisesti myös digitaalisen tarjonnan kautta)

Riskit

- Rajallinen hinnoitteluvoima osajien ja asiakkaiden ristivedossa
- Maineriski toimialan luonteesta johtuen
- Kansainvälistymisen mahdollinen epäonnistuminen
- Mahdollinen epäonnistuminen henkilöstötyytyväisyyden ylläpidossa ja osajien houkuttelemisessa

Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Fondia liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Markkinat ja kilpailukenttä 1/3

Kasvava ja defensiivinen kokonaismarkkina

Yritysjuridiikan markkina on suhteellisen defensiivinen eli se ei ole ollut historiallisesti herkkä taloussuhdanteille. Tyypillisesti nousukauden aikana yritysjärjestelyiden määrä lisääntyy, kun taas taantumassa hoidetaan enemmän muutosneuvotteluita, yrityssaneerauksia ja konkurssseja.

Fondian liikevaihdolla ja Suomen talouskehityksellä on ollut silti korrelaatiota historiassa; liikevaihdon kasvu on ollut yleensä heikompaa silloin, kun Suomen talouskasvu on negatiivista. Viime vuosilta koronakriisissä liikevaihto laski, eurokriisin aikoihin 2012-2013 Fondian kasvu oli tavanomaista hitaampaa ja vuosina 2023-2024 Suomen talouden taantumassa liikevaihtokehitys heikentyi selvästi yhtiön asiakkaiden leikatessa myös lakiasianbudjetiteja. Liikevaihdon lasku on ollut Fondian historiassa harvinaista, mutta vuonna 2025 tämäkin tapahtui.

Suomen yritysjuridiikan markkina jakautuu kahteen

Yritysjuridiikan markkina voidaan Fondian näkökulmasta jakaa karkeasti kahteen osaan. Ensimmäisen osan muodostavat lakiasianpalveluita tarjoavat yritykset, joita ovat asianajotoimistot ja muut yritysjuridiikan palveluita tuottavat yritykset kuten Fondia. Tämä ns. lakiasianpalveluiden markkina oli Suomessa arviomme mukaan noin 1,2 miljardin euron kokoinen. Suomen lakiasianpalvelumarkkina on kasvanut viimeisen vuosikymmenen aikana suhteellisen tasaisesti ja keskimääräinen vuosikasvu on ollut arviolta noin 4 %.

Toisen osan markkinasta muodostavat yrityksissä ja yhteisöissä työsuhteessa toimivat lakimiehet. Tämän markkinan tarkkaa kokoa on vaikea arvioida eikä tarkka kokoluokka ole relevantti, mutta arvioimme tämän

kasvattavan ”markkinaa” noin 1,5 -kertaiseksi edellä mainitusta noin 1,2 miljardista eurosta.

Ruotsin markkina on suuri ja kasvaa nopeasti

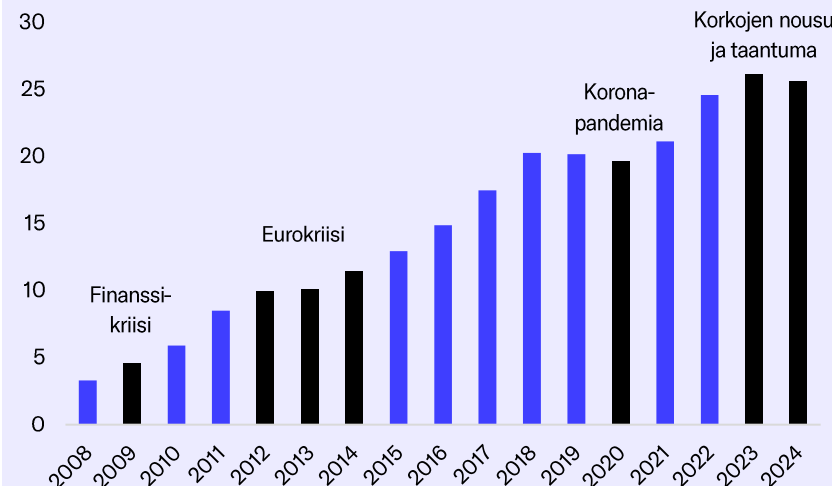
Ruotsin lakiasianmarkkina on arviomme mukaan noin kolminkertainen Suomeen verrattuna (lakiasianpalvelut ja yrityksissä työskentelevät lakimiehet). Eri lähteiden mukaan Ruotsin lakiasianmarkkinan kokoluokka on karkeasti noin kolme miljardia euroa. Markkinakoko on joka tapauksessa valtava suhteessa Fondian pieneen Ruotsin liiketoimintaan.

Fondia on toiminut Ruotsissa Tukholmassa vuodesta 2012 alkaen ja vuonna 2018 toteutetun J&N-yrityskaupan jälkeen yhtiöllä on toimisto myös Göteborgissa. Ruotsi on Fondian mukaan Suomea vähemmän säännelty markkina lakipalveluiden osalta ja myös tämän takia Fondialle mielenkiintoinen. Mahdollisuuksia Ruotsissa on paljon, mutta aseman raivaaminen ei ole helppoa. Fondialla on lisäksi liiketoimintaa Baltiassa, joka on varsin pieni mutta hyvin kasvava lakiasianmarkkina. Kokoluokaltaan Baltian markkina on arviolta kaksi kolmasosaa Suomesta.

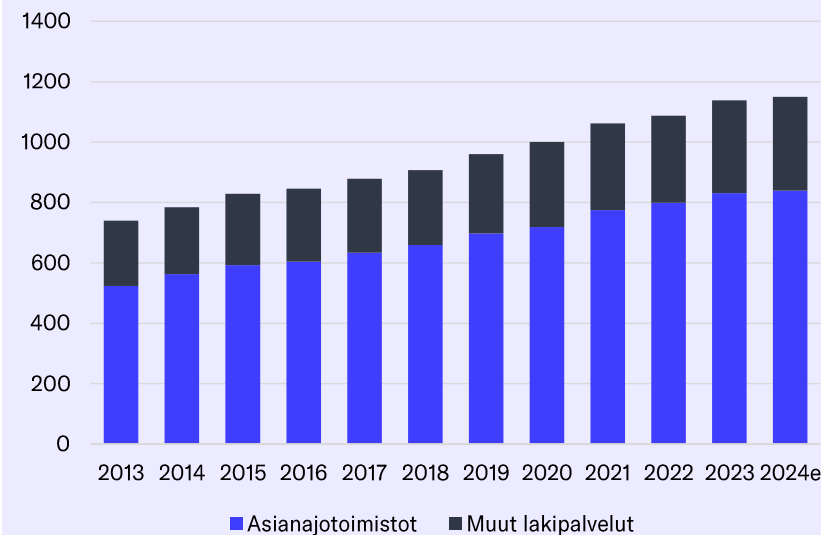
Markkinoiden erityispiirteet

Lakipalvelut edellyttävät vahvaa paikallisen lainsäädännön ja oikeuskäytäntöjen tuntemista, minkä takia liikejuridiikan markkina on paikallinen. Ulkomaiset toimijat eivät yleensä suoraan kilpaile Suomen liikejuridiikan markkinalla, vaikka Suomessa toimii kansainvälisiin ketjuihin kuuluvia lakipalvelutuottajia. Asianajotoimistojen kannattavuudet ovat erityisesti johtavien yhtiöiden osalta todella korkeita. Vuonna 2024 toimialan 30 suurimman yhtiön Suomessa liikevoittomarginaali oli keskimäärin noin 28 %, mikä on kuitenkin vinoutunut partnerivetoisien yhtiöiden nostaessa palkkoja osin myös osinkoina.

Fondian liikevaihto (MEUR)



Suomen lakiasianpalvelumarkkina (MEUR)



Markkinat ja kilpailukenttä 2/3

Perinteisesti lakitoimialaa yhdistää työn projektiluonteisuus, sillä yritykset tuottavat lakipalveluita lähtökohtaisesti asiakkaan toimeksiannon pohjalta. Tässä mielessä toimiala toimii kuten muut korkean lisäarvon asiantuntijapalvelut (kuten liikkeenjohdon konsultointi). Alan yritysten ansaintamalli on yleisesti tuntihinta, ja palvelut hinnoitellaan edelleen tyypillisesti perustuen käytettyihin työtunteihin. Tämä voi kuitenkin olla muuttumassa tekoälyn myötä.

Tekoäly muuttaa toimialaa, mutta tuskin kovin nopeasti

Lakipalveluiden markkina on hitaasti muuttuva kuten myös ympäröivä yhteiskunta, vaikka tälläkin hetkellä on tunnistettavissa useita merkittäviä muutosajureita (katso sivusta). Viimeisten vuosikymmenien aikana teknologinen muutosnopeus on ollut hurja ja juristien työnkuva on muuttunut digitalisaation edetessä, mutta toimiala ei ole kuitenkaan Suomessa merkittävästi muuttunut viime vuosikymmeninä. Legal Tech on ollut jo pidempään nouseva toimiala, mutta tämäkään ei ole lopulta aiheuttanut dramaattisia muutoksia lakipalveluissa.

Tällä hetkellä selvästi voimakkain muutosajuri on tekoäly. Tekoäly tulee todennäköisesti kiihdyttämään muutosnopeutta, tehostamaan toimintaa ja mahdollisesti muokkaamaan myös ansaintamallia (tuntihinnoittelu). Tekoäly ja tähän liittyvät työkalut tulevat vähentämään ja jopa poistamaan joitakin juristien perinteisiä työtehtäviä, koska tekoäly on jo tehokkaampi monissa tehtävissä (tiedonhaku, tiivistäminen, sopimus pohjat ja niin edelleen). Historiassa toimenkuva on muuttunut, mutta tarve juristien palveluille ei ole kuitenkaan pienentynyt vaan tilalle on tullut aina (enemmän) muuta. Näin epäilemme tapahtuvan myös tulevinä vuosina, vaikka tekoäly tulee aiheuttamaan samankaltaisen haasteen asiantuntijoille kuin internet vuosituhatien alussa tavarakauppiaille.

Tekoälypohjaiset työkalut kuten Legora ovat jo arkipäivää ja asiakkaat usein pyrkivät etsimään ratkaisuja geneerisillä tekoälyillä. Toimialan yhtiöiden täytyy muuntautua, mutta arviomme mukaan juristit tai niiden tarve ei ole katoamassa nähtävissä olevassa tulevaisuudessa. Pitkällä aikavälillä tekoälyn vaikutuksia on erittäin vaikea arvioida, mutta uskomme muutosten olevan asteittaisia ja suuren murroksen vaativan aikaa. Oleellista mielestämme on, että yhtiö on herkkä muutoksille ja hyödyntää tekoälyn mahdollisuuksia kilpailukyyn turvaamiseksi.

Kilpailukenttä Suomessa

Suomessa lakiasiaimarkkina on fragmentoitunut, sillä lakiasiaintoimialalla oli vuonna 2024 Tilastokeskuksen alustavien tietojen mukaan yhteensä 2562 yritystä, joissa työskenteli keskimäärin alle 3 työntekijää per yhtiö. Mediaani lakiasiaintoimisto on siis erittäin pieni. Toisaalta Suomen 30 suurinta yhtiötä keräsivät 750 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2024, ja vastasivat arviolta yli puolesta Suomen markkinaa. Silti jo 20. suurin yhtiö on liikevaihdoltaan 8 MEUR, joten suuria yhtiöitä on vähän.

Fondia on näkemyksemme mukaan kolmen erilaisen kilpailuvoiman välissä. Yhden kulman muodostavat suuret, yli 10 MEUR:n liikevaihdon asianajotoimistot, joita oli Suomessa vuonna 2024 yhteensä 17. Erityisesti viisi suurinta asianajotoimistoa ovat selvästi Fondiaa suurempia (2024 liikevaihdot yli 50 MEUR) ja näillä yhtiöillä on entuudestaan laaja asiakaskunta, parempi tunnettavuus ja suuremmat resurssit kuin Fondialla. Toisaalta Fondia ei pyri kilpailemaan suoraan näitä asianajotoimistoja vastaan heidän ydinalueillaan (kuten suuret yrityskaupat), vaan yhtiön fokus on enemmän asiakasyritysten päivittäisten liikejuridiikan tarpeiden täyttämisessä, lakitarpeiden ennaltaehkäisyssä ja astetta pienemmissä asiakkaissa.

Markkinoiden muutostrendit

Digitalisaatio ja tekoäly

- Lisää osaltaan tarvetta lakipalveluille
- Luo Fondialle mahdollisuuden kehittää tuottavuutta, asiakasarvoa sekä uudenlaisia lakipalveluita
- Muuttaa ajan kanssa toimialan luonnetta ja tuo siirtymän tietotyöstä ajatustyöhön

Ulkoistaminen

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

Lisääntyvä sääntely

- Erityisesti EU:n lisääntyvä sääntely kasvattaa tarvetta lakipalveluille

Globalisaatio

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

Arvopohjainen hinnoittelu

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

Markkinat ja kilpailukenttä 3/3

Suurissa projekteissa asiakkaat arvostavat ”nimeä”, jonka koetaan tarjoavan laatutakuun tehtävässä. Kyseessä on perinteinen ilmiö, jota vastaan Fondian on hankala taistella. Lisäksi ns. Big 4 -tilintarkastustoimistojen lakipalveluosastot kilpailevat samalla tavalla osittain Fondian tarjoamien projektipalveluiden kanssa. Kansainvälisen mittakaavan yhtiöissä näemmekin Fondian aseman usein haastavana. Tätä kautta segmentissä Fondian markkinaosuus on rajallinen, vaikka sillä onkin omat vahvuutensa (erityisesti jatkuvien palveluiden kautta tuleva asiakasyritysten tuntemus). Mielestämme Fondia ei kilpaile suoraan suurimpien asianajotoimistojen kanssa, mutta heikommassa markkinatilanteessa nämä kilpailijat voivat tulla kilpailemaan myös pienemmistä toimeksiannoista. Tätä on näkynyt myös viime vuosina, kun suuria transaktioita on ollut vähemmän.

Yritysten omat lakimiehet

Toisen kulmauksen Fondian kilpailukentästä muodostavat yritysten omat lakiosastot ja juristit. Fondian keihäänkärkituote eli LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata omaa lakiosastoa, ja joille lakipalveluiden ostaminen ulkopuolelta juoksevien asioiden hoitamiseen ei ole mielekästä. Usein yritysten omat lakimiehet ovat ”generalisteja” eli he eivät ole erikoistuneet syvällisesti yksittäisiin liikejuridiikan alueisiin. Toisaalta heillä on yleensä vahva osaaminen kyseisen toimialan yleisistä vaatimuksista. Fondia pystyy juristitiiminsä avulla yhdistämään ulkopuolisen toimijan eri liikejuridiikan alueiden erityisosaamisen ja oman juristin liiketoiminnan tuntemuksen. Näin Fondia voi tarjota asiakasyrityksille kilpailukykyisen ratkaisun ja yhtiön asiakkaat ovat valtaosin olleet tyytyväisiä palveluun.

Fondian palvelut tarjoavat ratkaisun ”alipalveltuun”

markkinaan eli sellaisille yrityksille, joille ei ole ollut järkevää palkata omaa juristia palkkalistoille, mutta joilla on silti päivittäisiä juoksevia lakipalvelutarpeita. Yleensä yhtiöt ovat keskisuuria tai Suomen mittakaavassa jopa suuria.

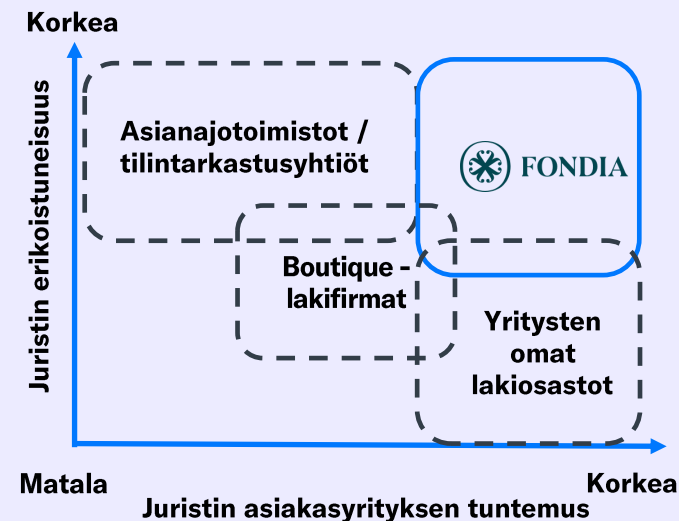
Pienet yhtiöt harvemmin ostavat merkittävästi juridiikan palveluita, vaikka kaikilla on tiettyjä tarpeita. Pienissä asiakkaissa hankaluus on yleensä asiakashankinnan kustannus suhteessa projektin tuomaan liikevaihtoon. MyFondia -alusta voi tarjota tähän jonkinasteisen ratkaisun, koska esimerkiksi Fondian ilmaiseksi tarjoama Legal Health Check -työkalun kokeilu tuo yhtiön tietoisuuteen lakipalveluista kiinnostuneita yhtiöitä. Pienissäkin voi siis olla mahdollisuuksia Fondialle.

Pienemmät boutique -lakiyhtiöt

Kolmannen kilpailukulmauksen Fondialle muodostavat pienemmät boutique -lakiyhtiöt. Yhtiöt eivät pääsääntöisesti löydy suurimpien asianajotoimistojen listoilta, mutta voisimme laskea esimerkiksi Dottirin tähän kategoriaan. Nousevat, nuoret lakiyhtiöt ovat lähtökohtaisesti innokkaampia kokeilemaan perinteisistä toimintatavoista poikkeavia malleja ja ne ovat yleensä myös parempia teknologian omaksumisessa ja rohkeampia kokeilemaan uusia toimintatapoja (tekoäly ja Legal Tech). Lisäksi hinnoittelu on todennäköisesti lähellä Fondian tasoa. Uudet haastajat löytyvätkin todennäköisesti tältä laajalta kentältä, jota on vaikea tarkemmin lokeroida.

Olemme havainnollistaneet näkemyksemme Fondian positioitumista kilpailijoihin nähden sivupalkissa sekä hahmottaneet kilpailutilannetta myös seuraavalla sivulla olevassa suuremmassa kuvaajassa. Huomautamme, että pienempien lakifirmojen positiointi on sattumanvarainen.

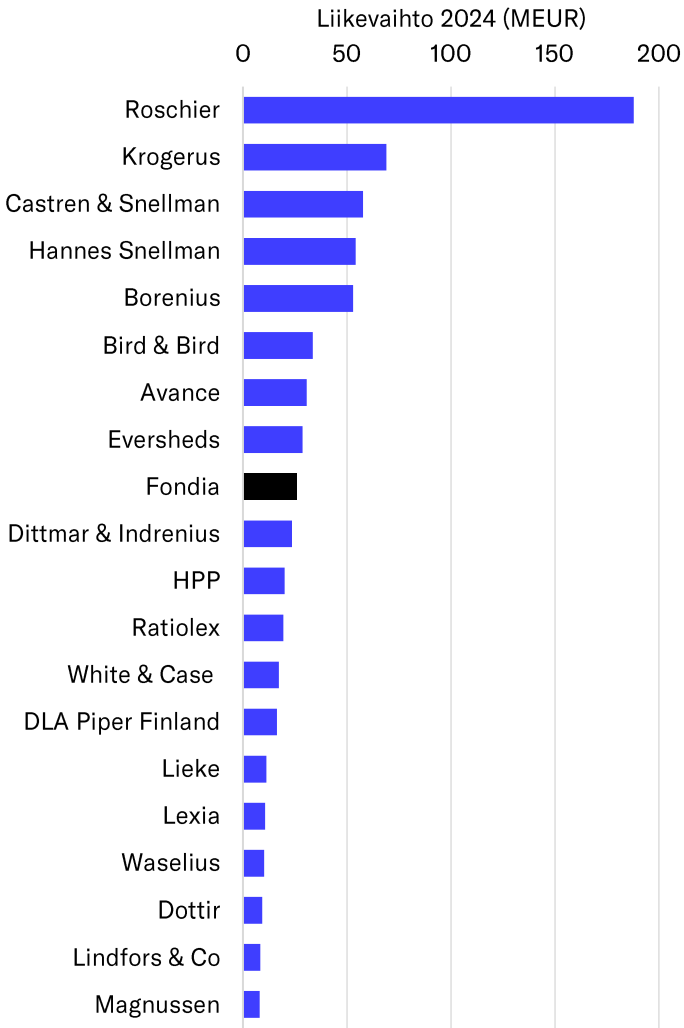
Fondian positioituminen markkinassa



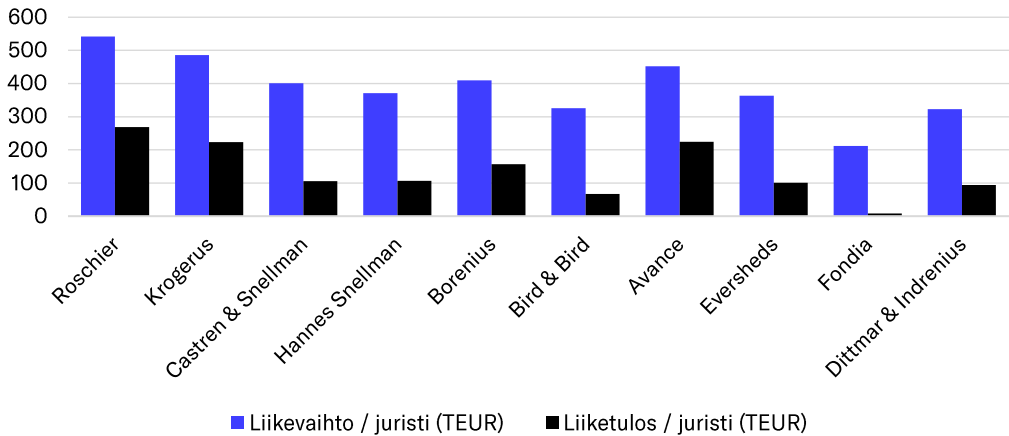
Lähde: Inderes, hahmotelma LDaaS-mallin pohjalta

Toimialatietoa lukuina ja graafeina

Liikejuridiikan suurimmat suomessa

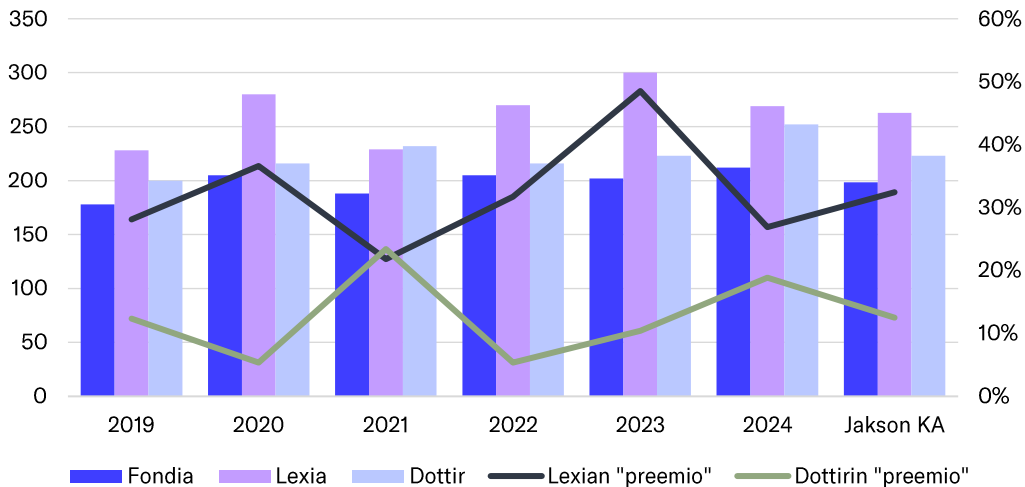


Suurimpien yhtiöiden juristikohtaiset tunnusluvut 2024



Suurissa transaktio- ja partnerivetoisissa yhtiöissä juristikohtaiset tunnusluvut ovat yleisesti erinomaisia. Ne ovat kuitenkin Fondiaa ajatellen harhaanjohtavia johtuen liiketoimintamallien poikkeavuuksista.

Liikevaihto / juristi (TEUR)



Fondialle relevantissa vertailuryhmässä, johon olemme valinneet Lexian ja Dottirin, näemme Fondialla realistiset mahdollisuudet saavuttaa tasot. Jos näin kävisi, Fondian tulos nousisi voimakkaasti. On kuitenkin hyvä huomioda, että Suomessa Fondia on jo suunnilleen samalla tasolla.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Fondian keväällä päivittämän strategian ydin

Fondian keväällä 2025 päivitetystä strategiassa yhdistyvät historiasta tutut elementit: 1) LDaaS-liiketoimintamallin hyödyntäminen, 2) teknologinen edelläkävijyys konservatiivisella toimialalla ja 3) henkilöstö. Yhtiö haluaa olla rohkea lakipalvelujen uudistaja, joka luo uuden lakipalvelukategorian yhdistämällä sisäisten ja ulkoisten lakipalveluiden parhaat puolet. Fondia tarjoaa yritysasiakkaille Pohjoismaissa ja Baltiassa lakiosastopalvelua (Legal Department as a Service, LDaaS), muita jatkuvia lakipalveluita sekä erillisprojektien toimeksiantoja. Konsepti tuo yritysten käyttöön liiketoimintalähtöiset, teknologiaan nojaavat, ennakoivat ja skaalautuvat lakipalvelut ilman oman lakiosaston kiinteitä kustannuksia.

Käynnissä olevassa teknologiamurroksessa Fondia haluaa olla lakipalveluiden murroksen etulinjassa ja hyödyntää teknologiaa lakipalveluiden tehostamiseen, läpinäkyvyyden lisäämiseen ja asiakaskokemuksen parantamiseen. MyFondia -alustan digitaalinen työskentely-ympäristö ja esimerkiksi Legal Health Check -työkalun kautta Fondia erottuu perinteisistä toimijoista, mutta sen tuomaa kilpailuetua on edelleen hankala arvioida. Lisää konkretiaa tuo strategiapäivityksen jälkeen julkistettu sisäinen startup Lextopia, joka toimii innovaatioalustana Fondian sisällä ja tekee tiivistä yhteistyötä valittujen pilottiasiakkaiden ja kumppaneiden kanssa. Toisaalta Fondia ei ole työkalujen kehittäjä, vaan niiden aktiivinen hyödyntäjä. Ohjelmistoissa kilpailu on erilaista ja Fondian resursseilla mahdotonta.

Henkilöstöön liittyen Fondia haluaa olla dynaaminen ja ihmislähtöinen työyhteisö, joka houkuttelee alansa parhaat osaajat. Fondia tarjoaa asiantuntijoilleen pitkäaikaisia

asiakassuhteita, mahdollisuuksia erikoistumiseen, ammatillista tukea ja käyttöön alan uusimmat teknologiat. Näin Fondia pyrkii rakentamaan kestäväää kilpailuetua sekä asiakas- että osaajamarkkinassa. Tällä alueella Fondialla on kuitenkin paljon tekemistä, koska muutosneuvotteluiden jälkeen henkilöstötyytyväisyys on ymmärrettävästi laskenut (eNPS 17). Asiantuntijaorganisaation menestys lähtee aina henkilöstöstä, jonka täytyy olla osaava, motivoitunut ja tyytyväinen työnantajaansa. Tämän myötä yrityskulttuurilla on suuri vaikutus asiantuntijaorganisaation menestykseen, vaikka kyse onkin ns. pehmeistä arvoista, joita on hankala kvantifioida. Erityisesti kasvuhaluiseksi yhtiölle kuten Fondialle on kriittistä olla haluttu ja arvostettu työpaikka.

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

Strategiset hankkeet konkretisoituvat toimenpiteiksi

Fondia toteuttaa lähivuosina strategiaansa ja tavoittelee kannattavaa kasvua neljän avainhankkeen avulla:

1) Asiakastyön tehostaminen tarkoittaa sitä, että toiminnan painopiste siirretään entistä selvemmin asiakastyöhön lisäämällä juristien osuutta organisaation henkilöstöstä ja kehittämällä rakenteita, jotka mahdollistavat juristien tehokkaamman ajankäytön asiakasarvon tuottamiseen. Tavoitteena on parantaa asiakaskokemusta, kasvattaa asiakastyöhön käytettävän ajan osuutta ja parantaa

liiketoiminnan kannattavuutta. Fondian laskutusasteissa on paljon parantamisen varaa, ja hankkeessa onnistuminen näkyisi varsin suoraviivaisesti yhtiön kannattavuudessa.

2) Työntekijäkokemusta vahvistetaan panostamalla yrityksen yhteisen suunnan selkiyttämiseen, henkilöstön ammatilliseen kehittymiseen, laadukkaaseen johtamiseen sekä ihmiskeskeiseen ja kestävään työympäristöön. Tavoitteena on vahvistaa sitoutumista sekä houkutella ja jatkuvasti kouluttaa kilpaillussa osaajamarkkinassa juristeja, joilla on kyky yhdistää juridinen ja liiketoiminnallinen ajattelu sekä hyödyntää teknologiaa ja tekoälyä. Paperilla asiat kuulostavat oikeilta, mutta niiden jalkauttaminen käytännön tasolle ei ole helppoa.

3) Lakiosastopalvelun (LDaaS) uudistaminen perustuu asiakaspalautteeseen ja sisältää palvelun sisällön, hinnoittelumallin ja tietojärjestelmien päivityksiä. Osana uudistusta Fondia lanseerasi kaksi uutta työkalua, Legal Review ja Legal Plan, jotka on suunniteltu luomaan entistä systemaattisempi ja vaikuttavampi perusta ennakoivien lakipalveluiden tuottamiseen asiakkaille. Tavoitteena on parantaa asiakkaiden riskienhallintaa ja juridista ennakkointia osana liiketoiminnan arkea.

4) Uuden oikeusteknologian hyödyntäminen ilmenee siten, että Fondia aktiivisesti seuraa, testaa ja ottaa käyttöön teknologiaratkaisuja, jotka tuovat lisäarvoa asiakastyöhön. Yhtiö tunnistaa, että teknologian hyödyntäminen vähentää joidenkin perinteisten lakipalveluiden tarvetta, mutta yhtiön mukaan se samalla synnyttää uusia, entistäkin liiketoimintalähtöisempiä lakipalveluiden käyttötapoja. Tavoitteena on mm. vahvistaa Fondian asemaa teknologiaa hyödyntävien lakipalveluiden edelläkävijänä, mikä on vahvuus tekoälymurroksessa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Mielestämme kaikki yhtiön lanseeraamat strategiset hankkeet tukevat hyvin strategiaa ja sen tavoitteita, mikä vahvistaa luottamustamme liiketoiminnan käännteeseen. Samalla erityisesti henkilöstöön liittyvät tekijät on merkittävästi helpompi kirjoittaa kuin toteuttaa. Käsityksemme mukaan Fondia aikoo muokata myös palkitsemista suuntaan, jossa menestyksestä palkitaan aiempaa enemmän ja toisaalta vaatimustasoa nostetaan. Pidämme tätä tärkeänä, mutta emme olisi yllättyneitä, jos toimenpiteet aiheuttaisivat vielä vaihtuvuutta. Yleisesti olemme kuitenkin vakuuttuneita siitä, että yhtiön strateginen suunta on oikea ja menestyksen määrittää strategian jalkauttaminen käytännössä.

Taloudelliset tavoitteet ovat nyt realistisia

Fondian keskipitkän aikavälin tavoite on, että yhtiön liikevaihdon orgaaninen kasvu-% ja oikaistu käyttökatemarginaali-% (adjusted EBITDA-%) ovat vuosittain yhteensä vähintään 20 %. Mielestämme tavoite on sekä realistinen että riittävän joustava erilaisiin tilanteisiin. Vuonna 2025 Fondia keskittyi kulurakenteensa ja kannattavuutensa tervehdyttämiseen, mutta yhtiö haluaa edelleen olla erityisesti kasvuyhtiö Suomessa, muissa Pohjoismaissa sekä Baltiassa. Tätä kautta liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden kombinaatio on mielestämme järkevä tapa arvioida kokonaiskehitystä. Merkittävä kasvu taas vaatii etupainotteisia panostuksia (kuten rekrytointeja), mutta pitkällä aikavälillä kestävä kasvu luo merkittävästi omistaja-arvoa. Toisaalta on mielestämme erittäin tärkeää pitää huolta myös kannattavuudesta ja tätä kautta liiketoiminnan rahavirroista. 20 %:n summa on mielestämme myös realistisella tasolla, ja voidaan saavuttaa esimerkiksi 5 %:n liikevaihdon kasvulla ja 15 %:n käyttökatteella. Nämä tasot ovat täysin realistisia, vaikka viime vuosina näistä on

pääosin jääty kauas (2025 ennusteilla taso: 3,3 %). 20 %:n yhteistavoitteen positiivisiin puoliin laskemme myös sen, että se soveltuu eri maturiteettivaihteista huolimatta sekä Suomelle, Ruotsille että Baltialle myös erillistavoitteena.

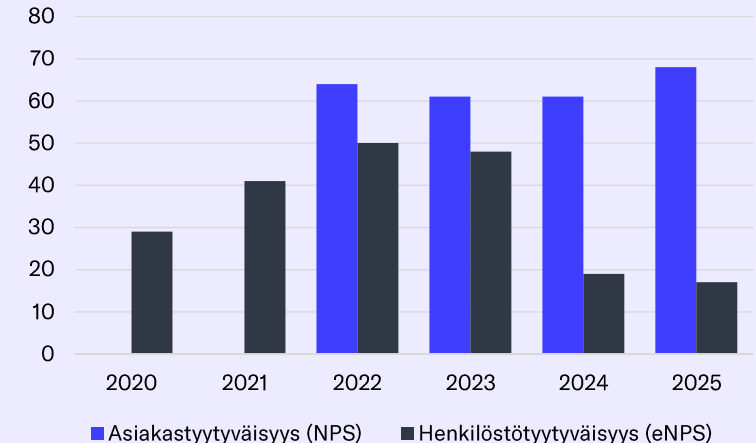
Fondia pyrkii (edelleen) jakamaan vähintään kaksi kolmasosaa (2/3) osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina osakkeenomistajille. Tase on edelleen vahva ja pääomatarpeet ovat rajalliset, mitä kautta yhtiöllä on edelleen edellytykset sekä korkeaan osingonmaksuun että omien osakkeiden ostoon. Liikkumavara on kuitenkin pienentynyt ja rahavirran täytyy vahvistua, jotta nykyinen osinkotasoa on edes kestävä pidemmällä aikavälillä.

Jatkuvien lakipalveluiden markkinajohtaja

Strategian ytimessä on yhtiön jatkuvan palvelun LDaaS – liiketoimintamalli, mitä kautta Fondia on Suomessa markkinajohtaja jatkuvissa lakipalveluissa. Fondian liikevaihdosta noin 45 % on pitkään tullut jatkuviin sopimuksiin perustuvista tuotteistetuista palveluista, joilla on ennalta sovittu hinta. Tämä poikkeaa merkittävästi perinteisestä, valtaosin tunti hinnoittelua perustuvasta mallista. Jatkuvan palvelun ohella Fondian tavoitteena on toteuttaa yksittäisiä toimeksiantoprojekteja sekä omille lakiosastoasiakkaille että ulkopuolisille asiakkaille. Yhtiön näkemyksen mukaan tämä ratkaisee perinteisen lakipalvelujen hankintaongelmia.

Uudistettu LDaaS -palvelu on ilmeisesti otettu positiivisesti vastaan asiakaskunnassa, joka on pääosin hyvin tyytyväinen Fondian palveluihin (katso sivussa oleva graafi). Tyytyväiset asiakkaat antavat yhtiölle uskottavan pohjan, jonka päälle kasvua voidaan rakentaa. Silti menestyksen määrittää lopulta uusasiakashankinnassa onnistuminen, mikä on ollut haastavaa vuoden 2025 aikana.

Asiakas- ja henkilöstötyytyväisyys



Historiallinen kehitys 1/2

Track-record vuosilta 2013-2017 oli vakuuttava

Fondian näytöt kannattavasta kasvusta olivat erittäin vahvoja vuosilta 2013-2017. Yhtiön liikevaihto kasvoi orgaanisesti keskimäärin 14,7 %:n vuosivauhdilla (CAGR-%) ja kasvuvauhti oli selvästi Suomen lakiasiaainmarkkinan markkinakasvua (jaksolla noin 4,4 % vuodessa) nopeampaa. Yhtiö pystyi jatkuvasti kasvattamaan markkinaosuuttaan Suomessa, ja kasvu oli kannattavaa. Oikaistu liikevoitto-marginaali nousi vuoden 2013 noin 0,8 prosentista noin 14,6 prosenttiin vuonna 2017. Taustalla oli erityisesti yhtiön tehokkuuden parantuminen, kun liikevaihto per työntekijä nousi jaksolla ~104 TEUR:sta ~148 TEUR:oon (+42 %). Toinen merkittävä tekijä kannattavuuden parantumisessa oli kiinteiden kulujen skaalautuminen 2012-2017. Liiketoiminnan muut kulut olivat 2012 ~2,7 MEUR eli noin 28 % liikevaihdosta, mutta 2017 ne olivat ~3,4 MEUR eli noin 20 % liikevaihdosta. Vuodet 2013-2017 todistivat liiketoimintamallin ja konseptin toimivuuden, mutta tämän jälkeen yhtiöllä on ollut paljon erilaisia haasteita.

Hyvä kehitys kääntyi vuonna 2018

Vuodesta 2018 tuli käännekohta erityisesti Fondian kannattavuuden suhteen. Suurin tekijä oli arviomme mukaan tammikuussa 2018 toteutettu yhtiön ensimmäinen yrityskauppa, sen integraatiokulut sekä kasvupanostukset Ruotsissa. Fondia osti tammikuussa 2018 Ruotsista 21 henkilöä työllistävän ja 1,4 MEUR:n liikevaihdon omaavan lakitoimiston Jansson & Norin AB:n (J&N) noin 1,6 MEUR:lla (myöhemmin lisäkauppahinta noin 0,4 MEUR). Yrityskaupalla Fondia saavutti Ruotsissa kohtuullisen volyymitason ja Ruotsin 2018 liikevaihto nousi 3 MEUR:oon. J&N oli vuonna 2017 tappiollinen ja lisäksi Fondia panosti Ruotsin toimintoihin rekrytoimalla lisää työntekijöitä kaupan

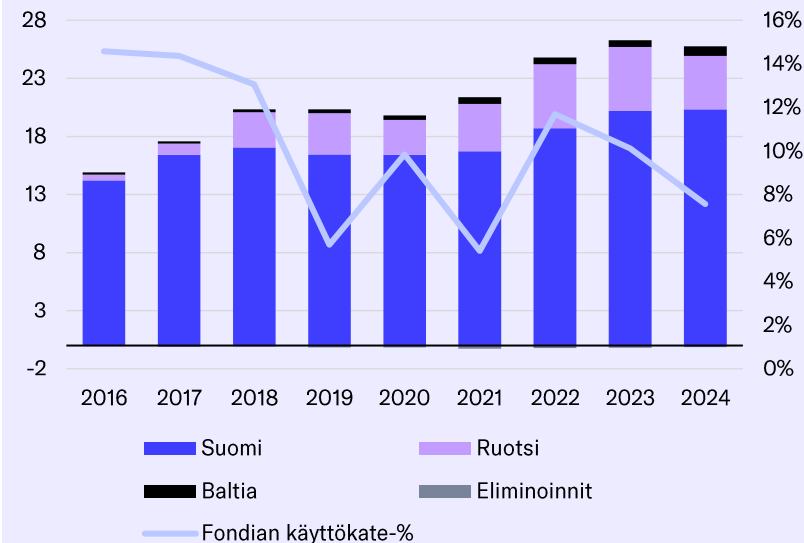
jälkeen. Arviomme mukaan Ruotsi heikensi Fondian kannattavuutta 2018-2020 merkittävästi, missä jakson loppua painoi merkittävästi myös koronapandemia. Fondia saavutti Ruotsissa break-even tavoitteen vuonna 2021 ja vuosi 2022 oli käsityksemme mukaan hyvä, mutta tämän jälkeen Ruotsin kehitys on ollut jälleen ailahtelevaa.

Vuonna 2021 Fondian ydinliiketoiminta Suomessa kohtasi huomattavia haasteita. Ongelmien ytimessä oli voimakkaasti kasvanut henkilöstön vaihtuvuus, johon vaikutti uusi haastaja Vestra (taustalla Fondian perustajat) sekä koronapandemian yleisesti nostama vaihtuvuus (työyhteisöön heikentävä vaikutus). Paikatakseen vaihtuvuutta yhtiö joutui rekrytoimaan voimakkaasti vuonna 2021, mutta uusien juristien laskutusasteet olivat kaukana optimaalisesta tasosta ja kannattavuus oli paineessa.

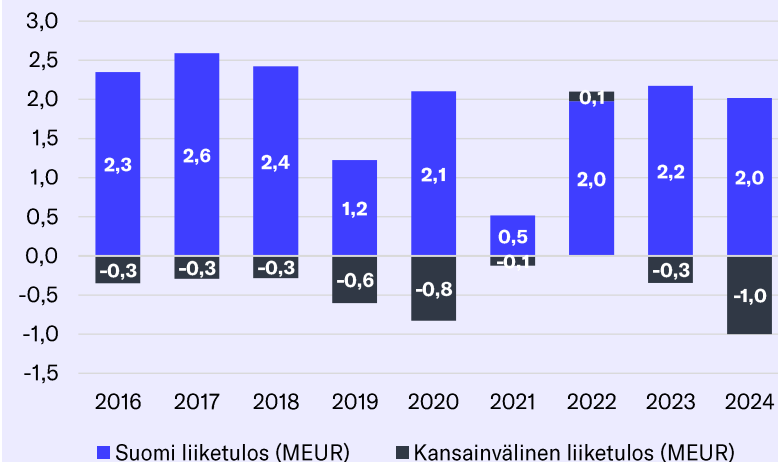
Samalla Fondialla oli vuosien 2018-2021 aikana muitakin kasvukipuja, kun organisaatio oli kasvanut kokoluokkaan, jossa aiempi tapa toimia ei ollut enää perusteltu. Fondian johtoon ja organisaatioon vaikuttaisi syntyneen ristiriitoja. Vaihtuvuus myös johdossa kasvoi vaikeiden vuosien aikana merkittävästi, ja Fondia on vaihtanut toimitusjohtajaa vuosina 2021 ja 2025.

Vuonna 2022 yhtiön avainluvut kääntyivät väliaikaisesti parempaan suuntaan, kun laskutusasteet paranivat rauhoittuneen vaihtuvuuden myötä. Liikevaihdon kasvun piristyttyä myös yhtiön kiinteät kulut skaalautuivat. Myös kansainvälinen liiketoiminta teki positiivisen liiketuloksen. Tämän jälkeen kehitys on ollut kuitenkin heikkoa. Vuonna 2023 yhtiö jatkoi etupainotteisia kasvupanostuksiaan (rekrytoinnit) samalla, kun kasvu alkoi hidastua haastavassa markkinaympäristössä. Samalla myös kiinteiden kulujen kustannusinflaatio oli voimakasta.

Liikevaihdon kehitys eri maissa (MEUR) ja kannattavuus



Liikevoiton erittely (MEUR)



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

Historiallinen kehitys 2/2

Vuosi 2024 oli Fondialle erittäin vaikea, kun markkinatilanne heikkeni edelleen ja asiakkaat pistivät säästöruuvien myös lakipalveluiden päälle. Fondia epäonnistui tämän ennakkoinnissa, organisaatioon muodostui merkittävästi tyhjäkäyntiä (poikkeuksellisen heikot käyttöasteet) ja tulos heikkeni merkittävästi. Samalla ongelmia oli myös Ruotsissa, missä yhtiö menetti merkittäviä asiakkaita ja vaihtoi maajohtajaa. Lopulta tilanne meni niin heikoksi, että Fondia vaihtoi toimitusjohtajaa ja piti merkittävät, Q1'25:llä päättyneet muutospöytäkutsut.

Toimenpiteillä Fondia sai laskettua merkittävästi kulurakennettaan, mikä mahdollisti kannattavuuden parantamisen ja rakensi pohjaa tuloskasvulle. Samalla henkilöstötyytyväisyys kuitenkin heikkeni ja organisaatiossa on edelleen tietty muutospainetta, minkä takia näemme yhtiön olevan edelleen murrosvaiheessa. Haasteena on erityisesti liikevaihdon kääntäminen takaisin nousuun, mikä mahdollistaisi positiivisen kierteen käynnistymisen.

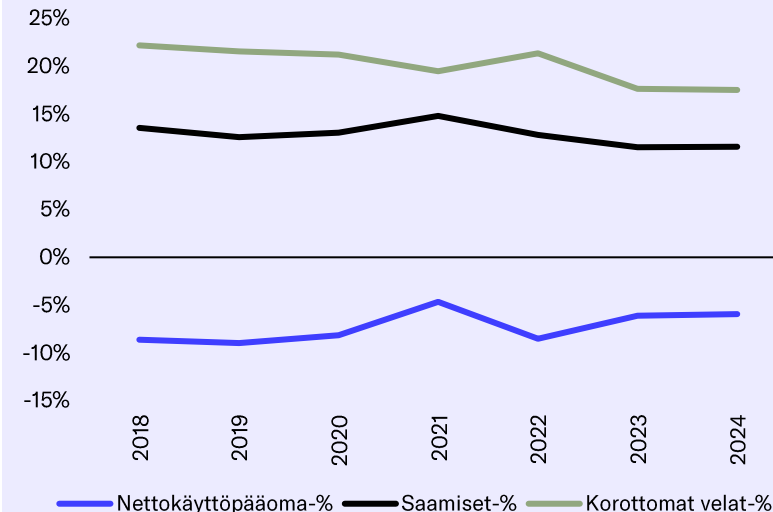
Tase ja pääomatehokkuus ovat erinomaisia

Fondian liiketoimintamalli ei sido oleellisia pääomia ja yhtiöllä on ollut negatiivinen käyttöpääoma vuosina 2014-2024. Vuonna 2024 nettokäyttöpääoma oli noin -6 % liikevaihdosta, mikä on suhteellisen normaali taso. Tämä tarkoittaa, että liikevaihdon kasvu ei sido pääomaa, vaan päinvastoin vapauttaa sitä. Kasvu on siis kassavirtaa vahvistavaa, mikä on erinomainen ominaisuus erityisesti kasvuyhtiölle. Toisaalta vuonna 2025 tapahtunut merkittävä liikevaihdon lasku vaikutti negatiivisesti myös rahavirtaan. Yleisesti yhtiön käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostovelvoista.

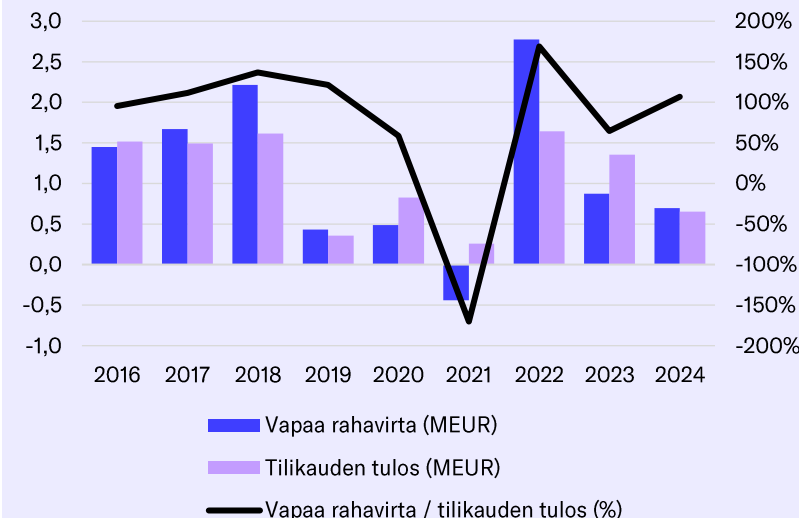
Fondian liiketoimintamallissa kassavirta on ollut poikkeuksellisen vahva. Kassavirtasuhde eli kassavirran osuus yhtiön vuosittaisesta tuloksesta oli vuosina 2014-2017 keskimäärin selvästi yli 100 % käyttöpääoman vapautumisen takia. Suhdeluku on heikentynyt selvästi viime vuosina kasvun hyydyttyä ja toisaalta investointien kasvettua. Isossa kuvassa liiketoimintamalli on silti erittäin pääomatehokas ja investointitarpeet ovat maltillisia. Viime vuosina investoinnit ovat olleet noin 0,8 MEUR eli suunnilleen 3 % liikevaihdosta, emmekä näe tasossa ainakaan nousupainetta.

Fondian tase on erittäin kevyt ja yksinkertainen, jota FAS-kirjanpito tehostaa. Vuoden 2024 taseen vastaavaa puoli koostui käytännössä myyntisaamisista, kassavarastoista sekä maltillisista aineettomista hyödykkeistä, joista alle puolet on konserniliikearvoa. Korollista velkaa taseessa ei ole ja vuoden 2024 lopun kassa oli noin 2,2 MEUR. Tase on ollut historiassa voimakkaasti ylikapitalisoitunut, mutta yhtiö on maksanut merkittäviä osinkoja sekä ostanut omia osakkeita. Tätä kautta taserakenne on nyt suhteellisen neutraali, mutta tase on edelleen vahva ja mahdollistaa korkean osingonmaksun myös tulevaisuudessa. Olemme esittäneet taserakenteen tarkemmin seuraavalla sivulla.

Käyttöpääoman kehitys

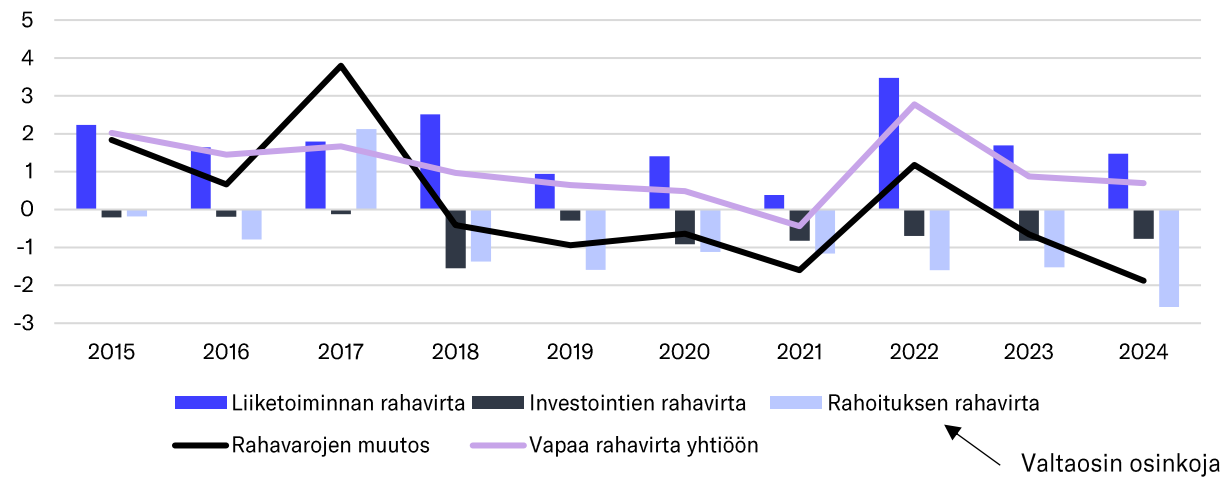


Rahavirta on yleensä ollut vuolas

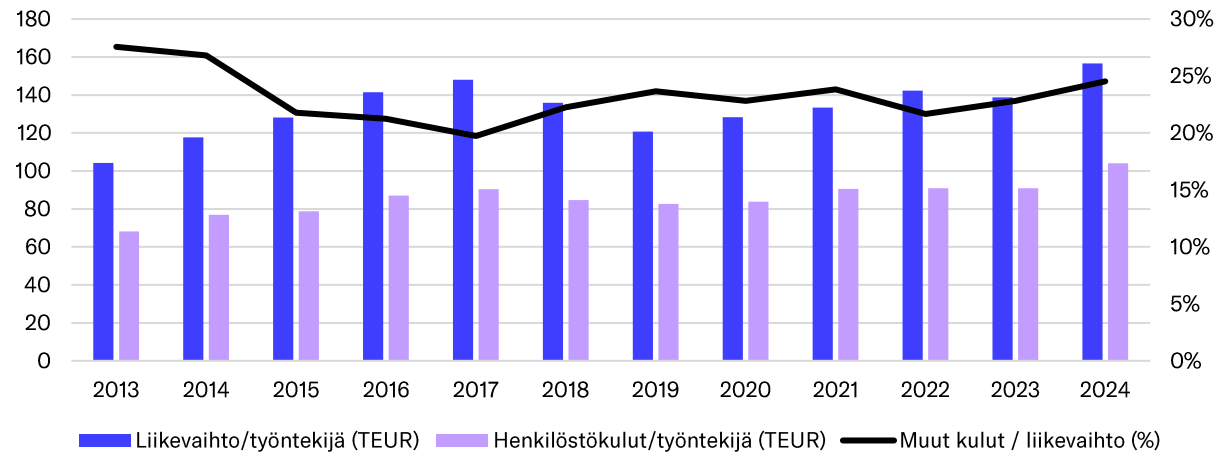


Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

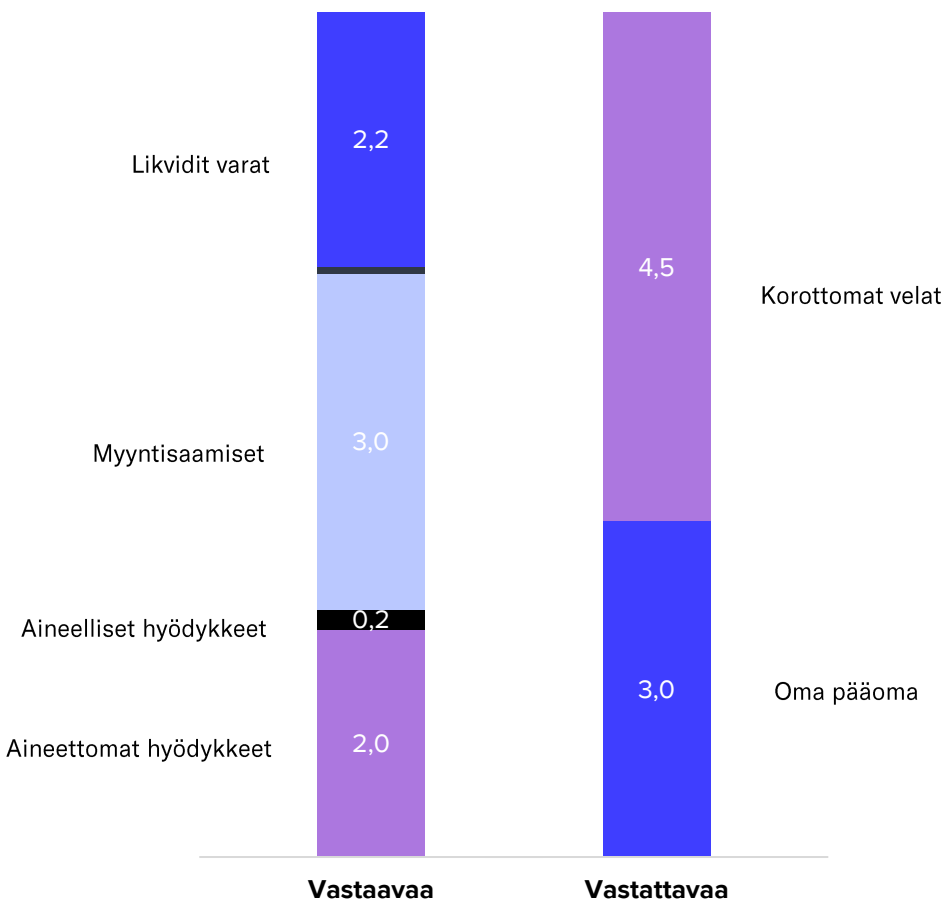
Fondian rahavirrat (MEUR)



Muiden avainlukujen pitkän aikavälin kehitys



Fondian taserakenne 2024 (MEUR)



Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0
Liikearvo	0,8	0,6	0,4	0,2	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6
Käyttöomaisuus	0,2	0,2	0,2	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	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	7,1	5,2	4,7	4,9	5,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2
Likvidit varat	4,1	2,2	1,7	1,8	2,3
Taseen loppusumma	9,5	7,4	6,8	7,0	7,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	4,9	3,0	2,4	2,5	2,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,1	-0,8	-1,4	-1,3	-1,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	4,6	4,5	4,3	4,4	4,7
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,6	4,5	4,3	4,4	4,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	9,5	7,4	6,8	7,0	7,5

Ennusteet 1/5

Asiantuntijayhtiön kulurakenne

Fondian kulurakenne on tyypillinen asiantuntijayhtiöille. Ylivoimaisesti suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat vuonna 2024 noin 72 % kuluista. Henkilöstökulut/liikevaihto oli viime vuonna 66 %, joten asiantuntijat tuovat liikevaihtoa noin 34 %:n katteella. Tämä on kohtuullisen terve taso, kun vertaamme sitä esimerkiksi IT-palveluyhtiöihin (Gofore 2024: 38 %) tai suunnitteluyhtiö Etteplaniin (2024: 35 %). Vertailtaessa lakialan lähimpiin verrokkeihin Dottiriin ja Lexiaan Fondian Suomen toiminnot pärjäävät suhteellisen hyvin. Fondia Suomen liikevaihto per juristi vuonna 2024 oli 257 TEUR, kun Dottirin vastaava oli 252 TEUR ja Lexian 269 TEUR. Kun Fondiaa vertaillaan konsernina (liikevaihto 212 TEUR per juristi), lukua painavat Baltian ja Ruotsin liiketoimintojen alhaisempi maturiteetti ja hintataso erityisesti Baltian maissa. Suuremmalla otannalla lakialan verrokkeihin nämä yhtiöt tuottivat karkeasti liikevaihtoa per juristi 59% (Dottir), 60% (Fondia Suomi) ja 63% (Lexia) suhteessa alan keskiarvoon vuonna 2024.

Fondian kannattavuuden vertaaminen asianajotoimistoihin on houkuttelevaa, mutta yhtiön liiketoimintamalli poikkeaa perinteisesti asianajotoimistoista. LDaaS-palvelun vahvuuksiin kuuluu näkyvyys ja ennakoitavuus, mutta selvästi korkeammat katteet ovat projekteissa. Perinteisten projekti- ja osakasvetoisten lakitoimistojen kannattavuuksiin Fondialla ei ole asiaa, mutta luvut eivät ole suoraan vertailukelpoisia. Perinteisessä partnerimallissa osingot ovat osa kompensatiomallia, mikä nostaa partnerivetoisten yhtiöiden tulosta ja kannattavuutta teennäisesti.

Muut kulut ovat korkeat suhteessa liikevaihtotasoon

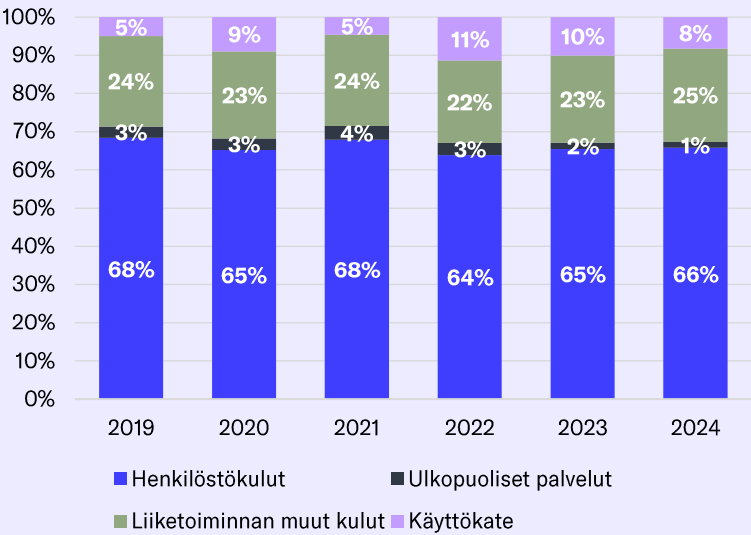
Toinen merkittävä kuluerä on liiketoiminnan muut kulut,

jotka kuvaavat yleisesti liiketoiminnan pyörittämiseen liittyvää ”infraa”. Fondialla tämä oli 25 % liikevaihdosta vuonna 2024, mikä on korkea asiantuntijaorganisaatiolle. IT-palvelusektorilla on perinteisesti pyritty pitämään muut kulut alle 10 %:n tasolla liikevaihdosta, ja yleisesti siinä on myös onnistuttu kohtuullisesti. Luvut eivät taaskaan ole vertailukelpoisia, mutta ne kertovat kulutehokkuudesta. Silti kiinteiden kulujen painaminen alas suhteessa liikevaihtoon olisi merkittävä tekijä kannattavuuden parantamisessa. Fondian muut kulut olivat 19,7 % liikevaihdosta vuonna 2017 ja silloin liikevoittomarginaali oli kiitettävä 14,6 %.

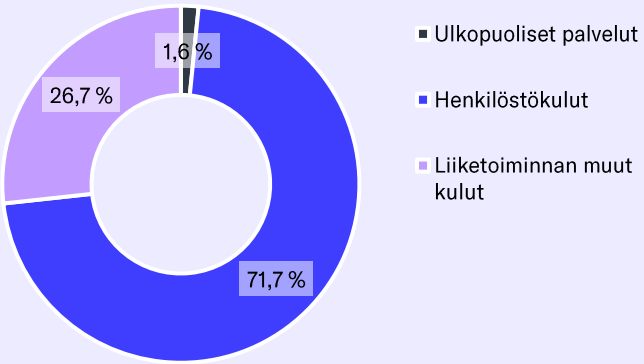
Vertailussa toimialan verrokkeihin Fondia pärjää tällä mittarilla merkittävästi paremmin. Konsernin täydet operatiiviset kustannukset per juristi vuonna 2024 olivat 204 TEUR, kun Dottirin vastaava oli 181 TEUR ja Lexian 221 TEUR. Tässä Fondia hyötyy hieman Baltian alemmasta kustannustasosta, mutta liiketoiminnan ollessa siellä pientä, hyöty on marginaalinen. Suuremmalla otannalla lakialan verrokkeihin näiden yhtiöiden kustannukset olivat per juristi 66% (Dottir), 75% (Fondia konserni) ja 81% (Lexia) suhteessa alan keskiarvoon vuonna 2024.

Lisäksi kulurakenteessa on eroteltu pienet ulkoiset palvelut (1-2 % kuluista), joiden merkitys on Fondialle pieni. Näiden kulujen kautta pääsemme käyttökate- ja poistoihin. Fondian 2024 poistot ja arvonalennukset olivat yhteensä 0,92 MEUR. Näistä 0,20 MEUR konserniliikearvopoistoja, joita yhtiö voi tehdä FAS-kirjanpidossa (ei IFRS). Olemme oikaisseet vertailukelpoisuuden takia liikearvopoistot oikaistusta liikevoitosta ja osakekohtaisesta tuloksesta. Kannattavuutta kannattaakin seurata EBITA-tasolla (kuten muissa FAS-yhtiöissä), minkä lisäksi käyttökate (EBITDA) on myös nykytilanteessa käyttökelpoinen.

Kulujen jakautuminen suhteessa liikevaihtoon



Kulujen jakautuminen (2024)



Ennusteet 2/5

Selkeät tulokasvuajurit strategian edistytessä

Mielestämme Fondialla on kolme merkittävää tulokasvuajuria lähivuosina. Selvästi merkittävin näistä on laskutusasteiden parantaminen ja juristikohtaisen liikevaihdon kasvattaminen, mikä heijastuu myös toiseen tärkeään ajuriin eli liikevaihdon kasvuun. Tämä on edelleen suoraan liitännäinen kolmanneksi merkittävimpään tulokasvuajuriin eli kiinteiden kulujen skaalautumiseen. Näemme Fondialla erinomaiset mahdollisuudet parantaa kannattavuuttaan voimakkaasti nykyiseltä alhaiselta tasolta, jos yhtiö onnistuu strategisissa hankkeissaan. Tulokasvu onkin vahvasti sidoksissa strategiassa onnistumiseen.

Tuottavuuden nosto on avain tulokasvuun

Fondialta ei ole realistista odottaa suurimpiin asianajotoimistoihin verrattavissa olevia juristikohtaisia laskutuksia, mutta mielestämme nykytasolta parantamisen varaa on paljon, ja kyseessä on yhtiön tärkein strateginen hanke. Fondia ei raportoi laskutusastetta, mutta sitä pystyy hahmottamaan täysiaikaisten juristien (FTE) käytettävissä olevien työtuntien kautta. Vuodessa on noin 220 työpäivää (pl. viikonloput, pyhät ja lomat) ja työaika on periaatteessa 7,5 tuntia työpäivässä. Tätä kautta työtunteja on teoriassa 1650 vuodessa. Kun lisäksi oletamme, että keskimääräinen tuntilaskutus on 250 euroa pystymme laskemaan teoreettisen vuosilaskutuksen ja suhteuttamaan sitä yhtiön liikevaihtoon. Tätä kautta pääsemme vuoden 2025 ennusteella noin 60 %:n laskutusasteeseen, ja edelleen vierellä graafissa esitettyyn aikasarjaan. Mielestämme absoluuttiset tasot eivät ole niin merkityksellisiä, mutta Fondian laskutusaste on heikko suhteessa liikejuridiikan yleisiin tavoitteisiin. Oleellisempaa on silti laskutusasteen

kehitys, jolla on vahva korrelaatio liiketoiminnan kannattavuuden kanssa.

Ennustamme laskutusasteen nousevan noin 5 %-yksikköä vuoteen 2027 mennessä, mikä tarkoittaisi 1,2 MEUR:n vuosittaista lisäliikevaihtoa. Vaikka Fondia maksaisi kolmanneksen tästä bonuksina juristeille, tämä parantaisi liike tulosta noin 0,8 MEUR. Tämä olisi iso parannus Fondialle, jonka oikaistu liike tulos on ~1,5 MEUR (2025e).

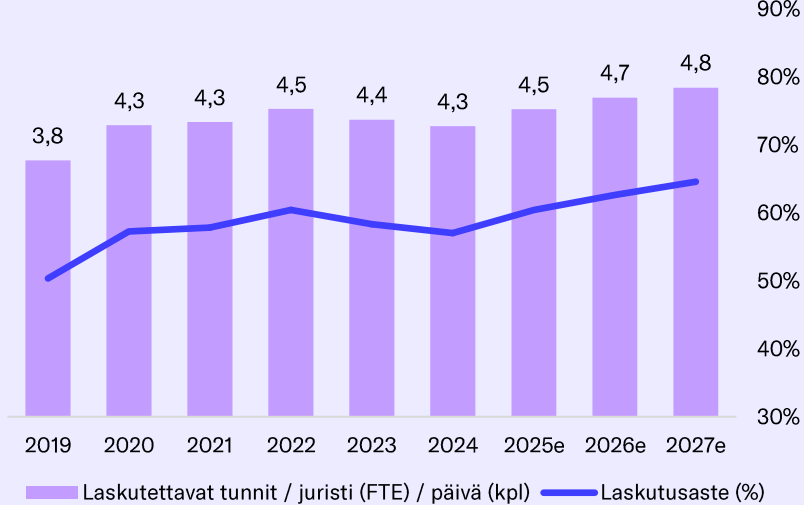
Oletettu parannus ei ole kohtuuton huomioiden uudistunut fokus asiakastyöhön, ja pohjaa sille luo myös tyytyväiset asiakkaat. Käytännössä laskutettavaa työaika pitäisi pystyä lisäämään 23 minuuttia päivittäin, ja Fondia on itse puhunut mahdollisuudesta 15-30 minuutin parannukseen.

Potentiaalia on näkemyksemme mukaan enemmänkin, mutta silloin suurempi osa menisi juristeille palkkakustannuksiin. Arvioimme myös laskutettavaa työtä tekevien juristien määrän kasvavan suhteessa muuhun henkilöstöön, sillä mielestämme muuta henkilöstöä on edelleen suhteellisen paljon. Hankaluuksia aiheuttaa arviomme mukaan rajattu hinnoitteluvoima sekä oman henkilöstön (kilpailu osaaajista) että asiakkaiden suuntaan. Muutoksen täytyykin tapahtua toimintamallien kautta, mikä vaatii aina aikaa. Lisäksi tuottavuuden parantumiseen vaikuttaa rekrytointitahti sekä tämän aiheuttama ”tyhjäkäynti”, mikä pitäisi pystyä minimoimaan.

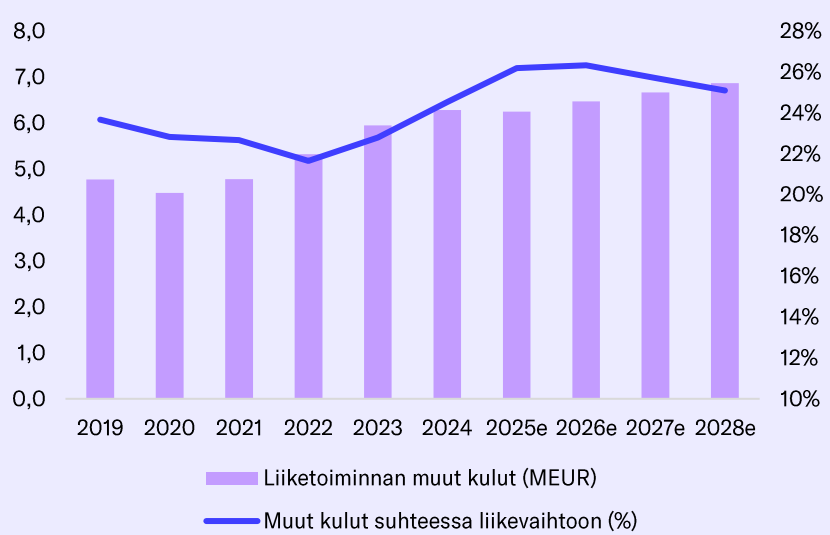
Liikevaihdon kasvu skaalaisi kiinteitä kuluja

Fondian kulurakenne on korkea suhteessa liikevaihtoon. Käsittelemme mukaan yhtiön infrastruktuuri (toimistot, organisaation tukifunktiot jne.) on rakennettu kantamaan huomattavasti nykyistä suurempaa liikevaihtoa, mikä heijastuu negatiivisesti kannattavuuteen.

Fondian arvioitu laskutusaste (%)



Kiinteiden kulujen kehitys ja osuus liikevaihdosta (%)



Ennusteet 3/5

Viimeisen vuoden aikana Fondia heräsi tehostamistarpeeseen ja teki historiaan nähden poikkeuksellisia toimenpiteitä, mutta arviomme mukaan kulurakennetta on vaikea laskea nykytasolta merkittävästi. Näin ollen tulospäätös vaatii liikevaihdon kasvua, mitä kautta korkea kiinteä kulurakenne jakautuisi laajemmin ja kannattavuus nousisi. Odotettavissa on myös lähivuosina kustannusinflaatiota, ja ennustamme kiinteiden kulujen nousevan noin 3 %:n vuositahtia. Liikevaihdon kasvun täytyy ylittää tämä, jotta kannattavuus skaalautuisi, ja lähivuosille kasvuennusteemme ovat edelleen maltillisia.

Q4'25:n täytyy olla hyvä, jotta ohjeistus täyttyy

Ensimmäinen tarkistuspiste Fondian tulospäätöksessä on Q4'25, joka määrittää pitkälti vuoden 2025 tuloksen. Yhtiö on ohjeistanut ”keskittävää 2025 kannattavuuden parantamiseen”, mikä indikoi arviomme mukaan nousevaa kertaeristä oikaistua liikevoittomarginaalia. Tähän kausiluontoisesti vahva Q4 ja alkuvuonna merkittävästi laskenut kulurakenne antavat edellytykset, mutta liikevaihtotasoa ei saisi oleellisesti lipsua vertailukaudelta. Tulosvaroitusten riski on selkeä, mutta ennustamme kuitenkin yhtiön pääsevän ohjeistuksensa ”alalaitaan”. Ennusteellamme vuoden 2025 oikaistu liikevoittomarginaali olisi 5,4 %, kun se oli 5,3 % vuonna 2024. Huomautamme, että omissa ennusteissamme olemme oikaisseet liiketuloksesta normaalisti myös liikearvopoistot, mutta tässä marginaalissa ne ovat mukana.

Q4'25:n osalta ennustamme Fondian liikevaihdon laskevan Q4:llä 3,8 % 6,3 MEUR:oon, mutta liiketuloksen olevan silti noin 0,7 MEUR eli 11,9 % liikevaihdosta. Korkean kannattavuuden mahdollistaa edellisinä neljänneksinä todistettu merkittävä lasku kulurakenteesta. Ero aikaisempiin neljänneksiin on suuri, mikä on merkittävä

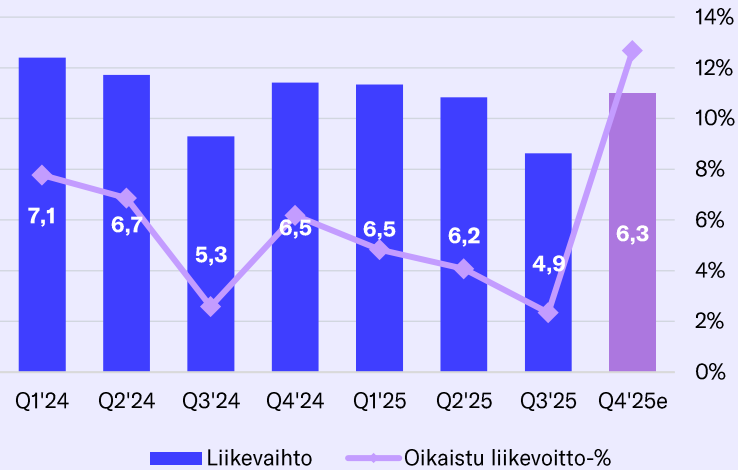
huolenaihe Q4:n kausiluontoisesta vahvuudesta huolimatta.

Kasvupohjan pitäisi olla kunnossa vuoteen 2026

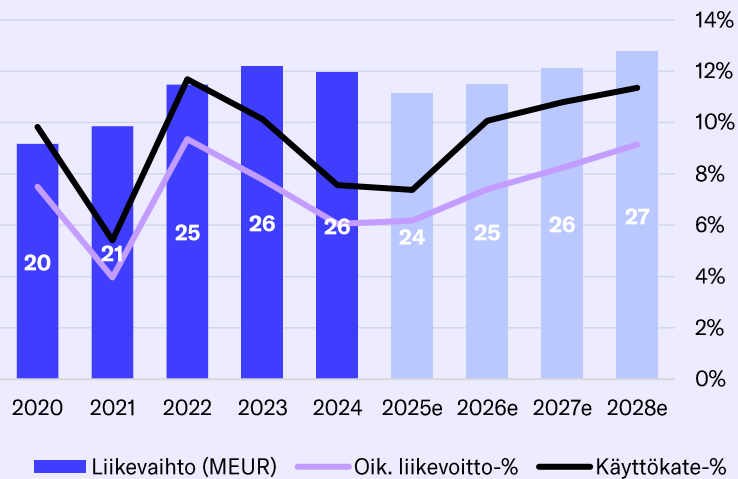
Odotamme Fondian liikevaihdon kasvavan vuonna 2026 maltillisesti (ennuste +3 %) markkinatilanteen pysyessä oletetusti haastavana Suomessa. Näkemyksemme mukaan vuonna 2025 yhtiö keskittyi kannattavuuteen ja kulupohjaan, mutta ensi vuoden edetessä fokus siirtyy liikevaihdon kasvattamiseen. Markkinassa ja erityisesti suuremmissa transaktioissa on näkynyt piristymisen merkkejä ja esimerkiksi listautumiset ovat käynnistyneet jälleen, mutta toisaalta pk-sektorin yhtiöiden tilanne on yleisesti edelleen tiukka. Todennäköisesti tilanne paranee laaja-alaisesti vasta Suomen talouskasvun mukana, mihin näkyvyys on edelleen vaikea. Olemme kuitenkin varsin luottavaisia siitä, että pahin kurimus on takana. Tiettyä poistumaa tulee kuitenkin olemaan, minkä kautta liikevaihdon kasvu vaatii myös kohtuullisia onnistumisia uusasiakashankinnassa sekä palveluiden hinnoittelussa.

Vaisusta kasvuennusteesta huolimatta odotamme Fondian tuloksen parantuvan merkittävästi vuonna 2026. Yhtiö lähtee ensi vuoteen kevyemmällä kulurakenteella johtuen henkilöstömäärän noin 12 %:n laskusta. Vuoden 2024 lopussa Fondian FTE-henkilöstö oli 162, mistä juristeja oli arviolta 109. Nykytilanne on arviolta suunnilleen 143 ja 96. Ilman liikevaihdon selvää kasvua henkilöstömäärä on riittävä myös eteenpäin katsottaessa, mikä näkyy tuottavuuden kasvuna. Oletamme yhtiön tekevän vuoden edetessä joitakin rekrytointia ja keskimääräisten palkkojen nousevan vaatimusten mukana vuonna 2026, minkä kautta arviomme operatiivisten henkilöstökulujen päätyvän suunnilleen 2025 tasolle alhaisemmasta lähtötasosta huolimatta (noin 15,3 MEUR).

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Avainlukujen ennustettu kehitys (MEUR)



Ennusteet 4/5

Liiketoiminnan muiden kulujen odotamme nousevan noin 3 % 6,5 MEUR:oon. Vuotta 2025 rasittaneet yhteensä 0,5 MEUR:n kertaluontoiset kulut (pääosin muutosneuvottelut) oletettavasti poistuvat ensi vuonna, mikä tukee merkittävästi raportoituja lukuja.

Odotamme Fondian käyttökatemarginaalin nousevan noin 10 %:n tasolle vuonna 2026 ja EBITA-marginaalin olevan 7,4 %, kun vastaavat ovat vuoden 2025 ennusteissa 7,4 % ja 6,2 %. Kannattavuusparannus on siis selkeä, ja johtuu ennusteissamme pääasiassa kulurakenteen lähtötason laskusta ja kertaerien poistumisesta. Tätä kautta odotamme vuoden 2026 raportoidun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,37 euroon (oikaistu liikearvopoistoista) sekä vapaan rahavirran yhtiöön kasvavan merkittävästi poikkeuksellisen heikolta lähtötasolta. Tämä on tärkeää myös yhtiön osingon kestävyys kannalta.

Odotamme merkittävää tulokasvua 2027-2028

Odotamme Fondialta vahvaa tulokasvua lähivuosina, kun liikevaihto kääntyy tukevasti kasvu-uralle ja vetää myös kannattavuutta mukanaan. Vuosien 2027-2028 kasvuennustemme (5,5 %) ovat kuitenkin kohtuullisia eivätkä vaadi Fondialta oleellista markkinaosuuksien voittamista. Viime vuosien perusteella on mielestämme perusteltua vaatia yhtiöltä näyttöjä kannattavasta kasvusta ennen korkeampia ennusteita.

Oletamme lievän tuottavuusparannuksen (juristikohtainen laskutus) jatkuvan myös pidemmälle tulevaisuuteen ja samalla kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon pienenevät asteittain. Nämä tekijät tukevat merkittävästi kannattavuutta, ja ennustamme käyttökatemarginaalin olevan 11 %:n molemmiin puoliin vuosina 2027-2028.

Yhdessä liikevaihdon kasvun kanssa maltillinenkin parannus marginaalissa riittäisi merkittävään tulokasvuun alimmalla rivillä osakekohtaisessa tuloksessa. Ennusteissamme vuoden 2028 oikaistu osakekohtainen tulos (0,53 €) olisi ~70 % korkeampi kuin 2025e lähtötaso. Liiketoiminta ei sido pääomaa, joten odotamme vapaan rahavirran parantuvan vielä voimakkaammin.

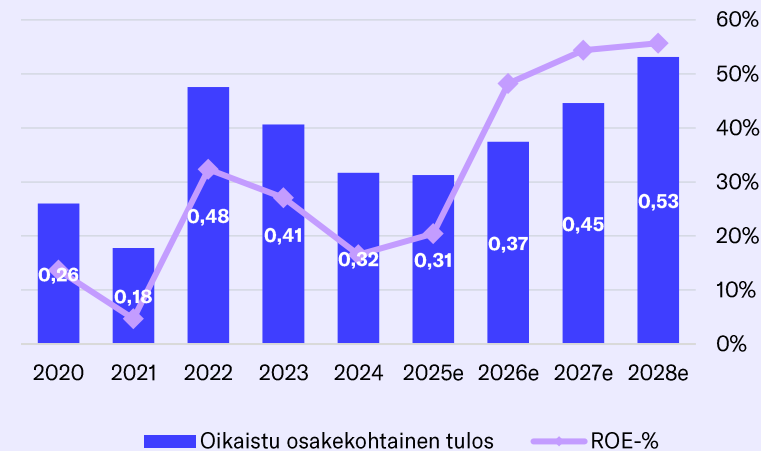
Ennusteidemme perusteella Fondia ei yltäisi keskipitkän aikavälin taloudelliseen tavoitteeseensa seuraavan kolmen vuoden aikana, mutta 20 %:n tavoitetaso (yhteenlaskettu liikevaihdon kasvu-% ja käyttökate-%) lähestyisi kuitenkin. Mielestämme tavoitteet ovat kuitenkin realistiset seuraavan kolmen vuoden aikana, jos strategiassa onnistutaan.

Tulokasvupotentiaalia Fondialla on paljon, mikä tekee yhtiöstä kiinnostavan sijoituskohteen. Kannattavuuskäännöksen on kuitenkin vielä todistamatta ja tätä kautta ennusteriskit ovat korkeita. Mielestämme strategisten hankkeiden onnistuessa ennustemme ovat silti isossa kuvassa maltillisia eivätkä vaadi potentiaalin täysimääräistä ulosmittausta edes keskipitkällä aikavälillä.

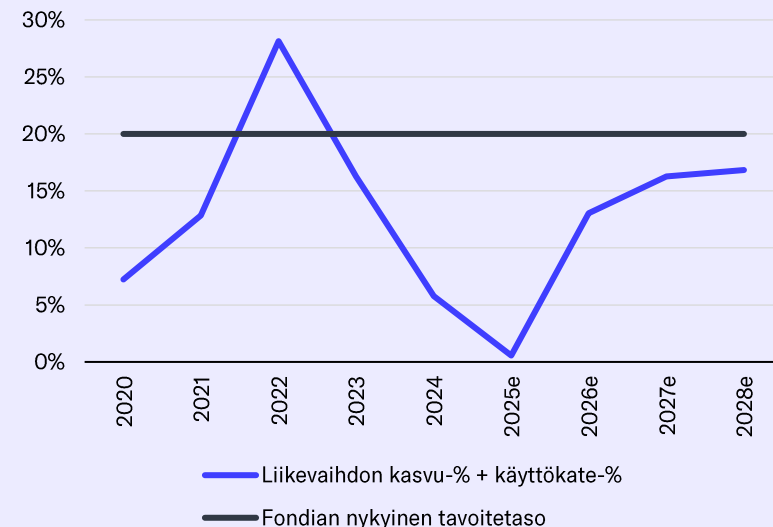
Maakohtaiset erot ovat merkittäviä

Fondian ennustemalli on rakennettu konsernitasolla, mitä kautta meillä ei ole erillisiä pitkän aikavälin ennusteita eri toimintamaille. Näkyvyys näihin on yleisesti rajallinen ja ennustettavuus on ollut heikkoa erityisesti Suomen ulkopuolella, joten emme näe näillä merkittävää lisäarvoa. On kuitenkin hyvä huomioida, että eri maiden profiilit poikkeavat merkittävästi toisistaan. Tätä voidaan pohtia myös Fondian oman tavoiteasetannan kautta, jossa liikevaihdon kasvun (%) ja käyttökatemarginaalin (%) yhteissumma on ratkaiseva, ei kumpikaan yksin.

Tulosvipu on voimakas



Ennusteet suhteessa tavoitteisiin



Ennusteet 5/5

Suomi Fondian liiketoiminnoista selvästi kypsimmässä vaiheessa, ja täällä fokus on enemmän kannattavuudessa kuin kasvussa. Vaikka Suomessakin kasvupotentiaalia on paljon, kyseessä on Fondian portfolion ”lypsylehmä” ja kassavirtageneraattori. Baltian pientä liiketoimintaa pyritään varmasti kasvattamaan uudelle tasolle, ja siten voisi sanoa, että kyseessä on Fondian kasvumoottori. Ruotsi on näiden välissä, mutta täälläkin vaaka kääntyy ehdottomasti kasvun puolelle (vrt. kannattavuus). Maiden suorituksia arvioitaessa nämä strategiset valinnat kannattaa muistaa.

Jatkuvan liikevaihdon osuus nousee hitaasti

Odotamme LDaaS-liikevaihdon osuuden pysyvän tulevina vuosina suunnilleen samalla tasolla kuin 2025, jolloin sen osuus on noin 46 %. Pidemmällä aikavälillä odotamme suhdeluvun kasvavan hitaasti, kun palvelumalli vakiintuu vahvemmin myös Ruotsiin ja Baltiaan. Mielestämme noin 50 %:n taso olisi pitkällä aikavälillä ideaali, koska siinä yhdistyisi ennustettavuus, asiakkaiden arjessa mukana olemisen sekä korkeakatteisemmat erillisprojektit. Myös Fondian projektit tulevat suurelta osin LDaaS-asiakkailta, jolloin jatkuvan osuuden kasvattaminen ruokkii myös projekteja (mahdollisuuksia myös toisinpäin). Potentiaalia on myös siinä, että tietyllä terävällä ja poikkeavalla palvelukärjellä saa ”jalan ovenväliin” ja positiivisten kokemusten kautta pystytään tarjoamaan yhä laajempaa kokonaisuutta. Näemme tämän tärkeänä erityisesti ulkomailla, jossa kasvu voi olla muuten haastavaa.

Jatkuissa palveluissa katetasot ovat alhaisempia kuin erillisprojekteissa, joten nopeimmin tuloskasvua olisi lähtökohtaisesti saatavilla erillisprojekteista. Pitkän aikavälin kannattavaa kasvua on kuitenkin mielestämme helpompaa rakentaa jatkuvien palveluiden päälle, minkä takia niiden kasvu on kriittistä. Yhtiö panostaa myös muiden jatkuvien

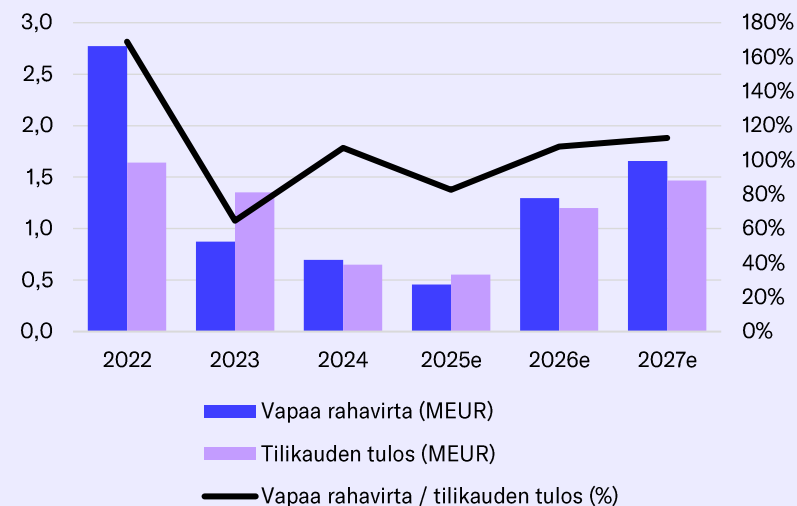
palvelukonseptien kehittämiseen ja kaupallistamiseen, mitä kautta yhtiö voi lisätä jatkuvaa ja ennakoitavaa liikevaihtoa.

Kassavirta seuraa tulosta, tase edelleen kunnossa

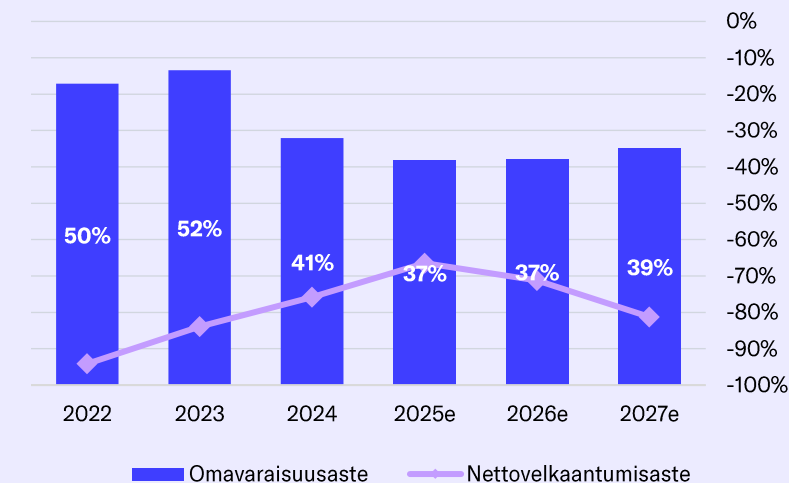
Fondian liiketoiminnan rahavirta seuraa ennusteissamme tuloskehitystä. Yhtiön liiketoimintamalli on pääoma- ja kassavirtatehokas, ja odotamme nettokäyttöpääoman olevan jatkossakin negatiivinen (ennusteissa noin -5 %). Kasvu ei siis sido pääomia. Investoinnit ovat olleet viime vuosina noin 0,8 MEUR, ja odotamme investointien pysyvän suunnilleen vastaavalla tasolla myös lähivuosina. Suurin osa investoinneista kohdistuu käsityksemme mukaan yhtiön digitaalisten työkalujen ja palveluiden kehittämiseen. Merkittävä osa panostuksista näkyy myös suoraan kuluina.

Fondian tase on edelleen vahva, mutta viime vuosien omistajaystävällisen kehityksen (suuret osingot ja omien osakkeiden ostot) jälkeen se ei ole enää merkittävästi ylikapitalisoitunut. Kassassa oli H1’25 lopussa vain 0,9 MEUR, mutta H2’25:n rahavirran pitäisi olla hyvällä tasolla erityisesti Q4:n ansiosta. Fondialla ei ole korollista velkaa, joten liikkumavaraa yhtiöllä on edelleen reilusti. Kassan supistumisen myötä myös yhtiön oma pääoma on kutistunut viime vuosina merkittävästi, ja taseesta on tullut merkittävästi tehokkaampi. Tätä kautta yhtiön oman pääoman tuotot ovat pysyneet suhteellisen korkeina myös tuloksen laskiessa. Näemme pääomatehokkuuden positiivisena ominaisuutena Fondian liiketoimintamallissa. Mielestämme yhtiön rahavirtojen pitäisi kuitenkin vahvistua merkittävästi tulevina vuosina, mitä kautta ennustamme yhtiön pitävän kiinni 0,30 euron osakekohtaisesta osingostaan myös vuodelta 2025. Tulevina vuosina liikkumavaraa pitäisi olla osingon suhteen enemmän, mutta odotamme osingon pysyvän vakaana myös 2026-2027.

Rahavirta elpyy tuloksen ja kasvun mukana



Taseen avainlukujen kehitys



Ennustemuutokset ja ennustettu kulurakenteen kehitys

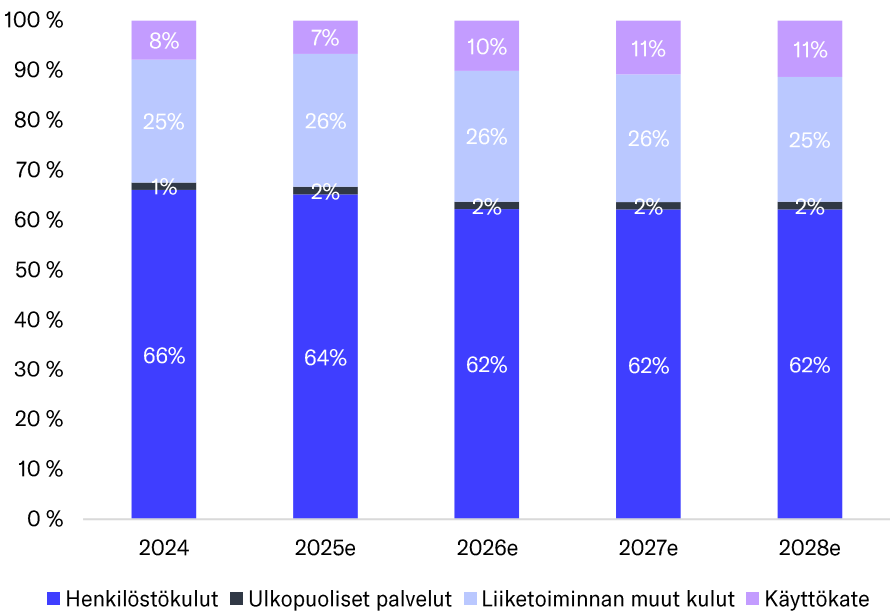
Ennustemuutokset 2025e

- Laskimme Q4’25-ennusteitamme hieman liikevaihdon osalta, mikä löi käytännössä suoraan kulurakenteen läpi.
- Fondia on edelleen murrosvaiheessa, minkä takia liikevaihdon kehitykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta.
- Prosentuaalisesti tulosrivien muutokset olivat suurempia, koska Fondialla on merkittävä tulosvipu lyhyellä aikavälillä kiinteän kulurakenteen takia.

Ennustemuutokset 2027-2028e

- Tarkistimme kasvuennusteitamme aavistuksen ylöspäin yhtiön fokuksen siirtyessä todennäköisesti seuraavaksi kasvuun.
- Edelliseen liittyen nostimme arvioitamme henkilöstömäärän ja palkkojen noususta, mitä kautta kannattavuusennusteemme laskivat.
- Tuloskasvun kulmakerroin laski muutosprosessin vaatiessa oikeassa maailmassa aina enemmän aikaa kuin mallinnuksessa.
- Näkemyksemme pitkän aikavälin kannattavuuspotentialista ei ole muuttunut.

Kulujen jakautuminen suhteessa liikevaihtoon



Ennustemuutokset MEUR / EUR	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	24,0	23,9	-1 %	24,4	24,6	1 %	25,6	25,9	1 %
Käyttökate	1,9	1,8	-6 %	2,6	2,5	-6 %	2,9	2,8	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,6	1,5	-7 %	2,0	1,8	-8 %	2,3	2,1	-5 %
Liikevoitto	1,0	0,9	-12 %	1,8	1,6	-9 %	2,1	1,9	-6 %
Tulos ennen veroja	1,0	0,8	-12 %	1,8	1,6	-9 %	2,1	1,9	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,34	0,31	-7 %	0,41	0,37	-8 %	0,47	0,45	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,30	0,30	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	24,6	26,1	7,1	6,7	5,3	6,5	25,6	6,5	6,2	4,9	6,3	23,9	24,6	25,9	27,4
Käyttökate	2,9	2,6	0,7	0,6	0,2	0,5	1,9	0,1	0,3	0,3	1,0	1,8	2,5	2,8	3,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,3	2,0	0,6	0,5	0,1	0,4	1,6	0,3	0,3	0,1	0,8	1,5	1,8	2,1	2,5
Liikevoitto	2,1	1,8	0,5	0,3	0,0	0,2	1,0	-0,1	0,1	0,1	0,7	0,9	1,6	1,9	2,3
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	2,0	1,8	0,5	0,3	0,0	0,2	1,1	-0,1	0,1	0,1	0,7	0,8	1,6	1,9	2,3
Verot	-0,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,6	1,4	0,4	0,2	0,0	0,1	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,6	0,6	1,2	1,5	1,8
EPS (oikaistu)	0,48	0,41	0,12	0,09	0,04	0,07	0,32	0,09	0,04	0,02	0,17	0,31	0,37	0,45	0,53
EPS (raportoitu)	0,42	0,35	0,11	0,05	0,00	0,02	0,17	-0,02	0,01	0,01	0,15	0,15	0,32	0,39	0,48

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	16,5 %	6,2 %	6,8 %	-3,0 %	0,1 %	-9,9 %	-1,8 %	-8,6 %	-7,5 %	-7,2 %	-3,8 %	-6,8 %	3,0 %	5,5 %	5,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-11,8 %					-23,5 %	-43,2 %	-45,1 %	-15,8 %	97,4 %	-4,8 %	23,2 %	17,5 %	17,0 %
Käyttökate-%	11,7 %	10,1 %	9,9 %	8,2 %	4,2 %	7,1 %	7,6 %	1,9 %	5,6 %	6,6 %	15,5 %	7,4 %	10,1 %	10,8 %	11,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,4 %	7,8 %	7,8 %	6,9 %	2,6 %	6,2 %	6,1 %	4,8 %	4,1 %	2,3 %	12,7 %	6,2 %	7,4 %	8,2 %	9,1 %
Nettotulos-%	6,7 %	5,2 %	5,7 %	2,8 %	0,0 %	0,9 %	2,5 %	-1,3 %	0,4 %	0,9 %	9,1 %	2,3 %	4,9 %	5,7 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Arvostus 1/3

Käänneyhtiö, jolla on edellytykset parempaan

Fondian sijoittajaprofiili on tällä hetkellä käänneyhtiö, johon ei ole hinnoiteltu merkittäviä tulevaisuuden odotuksia. Viime vuosien heikoista näytöistä huolimatta uskomme yhtiön onnistuvan käänteessään ja näemme yhtiöllä edellytykset erittäin hyväksi pitkän aikavälin sijoitustarinaksi. Fondia toimii houkuttelevalla, suhteellisen defensiivisellä ja konservatiivisella lakipalvelutoimialalla, jossa on näkemysmme mukaan tilausta erilaiselle toimijalle. Fondia on panostanut LDaaS-liiketoimintamalliin, joka tarjoaa jatkuvuutta, sekä digitaalisuuteen, joka tulee olemaan tulevaisuuden trendi myös lakipalveluissa. Riskinä on tekoälymurroksen vaikutukset toimialaan, koska nämä voivat olla lopulta ennakoimaamme suurempia ja toisaalta vaikuttaa Fondiaan arvioitua negatiivisemmin.

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

- 1) Fondian yritysarvo on vain 16 MEUR, mitä kautta yhtiö on todella pieni pörssiyhtiö ja osakkeen vaihto on vähäistä. Tätä kautta yhtään suuremmat institutionaaliset sijoittajat eivät käytännössä pysty sijoittamaan yhtiöön, vaikka mahdollisesti haluaisivat.
- 2) Fondian tulosta painavat lähivuosina FAS-kirjanpidon konserniliikearvopoistot, joita ei tehtäisi IFRS-kirjanpidossa. Näistä oikaistu tulos tarjoaa vertailukelpoisemman ja operatiivista kassavirtaa lähempänä olevan tuloksen. Suosittelemme seuraamaan oikaistua liiketulosta sekä oikaistuja arvostuskertoimia, joita käytämme arvostuksessa.
- 3) Fondialla tärkeimpiä arvostuskertoimia ovat mielestämme oikaistu EV/EBIT tai EV/EBITA, koska yritysarvoon perustuvat kertoimet huomioivat myös yhtiön vahvan taseen. Relevantteja arvostuksen kannalta ovat

myös EV/EBITDA ja EV/S. Osinkotuotto tarjoaa tuotto-odotukseen merkittävän lisän, mutta ei ole varsinaisen arvonmäärityksen kannalta erityisen relevantti.

Arvostuskertoimet ovat matalia

Vuoden 2025 ennusteilla laskettu oikaistu EV/EBITA on 11x ja EV/EBITDA 9x. Tasot ovat maltillisia vuoden 2025 heikosta tulostasosta huolimatta, mikä indikoi alhaisia tulokasvuodotuksia ja alhaista luottamusta yhtiön tulostulokasvuodotukseen. Myöskään oikaistu P/E 15x ei ole korkea, vaikka tähän yhtiön vahva tase ei juurikaan heijastu.

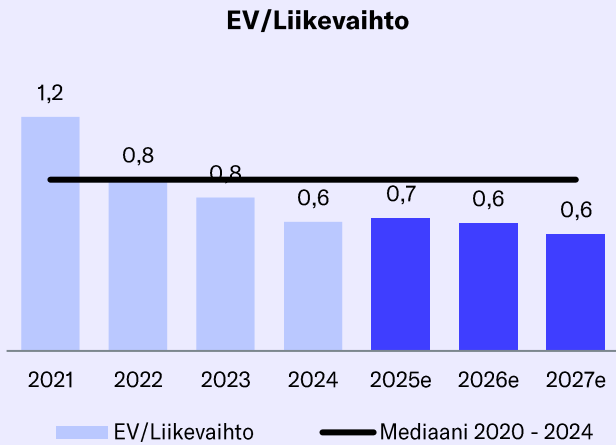
Vaikka tulostulokasvuodotuksen kannalta jokainen edessä oleva kvartaali on tärkeä ja Q4'25 on tässä erityisen merkittävä, tavoitehinnan täytyy perustua jo pääosin vuoden 2026 arvostuskertoimiin. Ensi vuoden ennusteilla EV/EBITA on alle 9x ja oikaistu P/E on 12x. Molemmat ovat houkuttelevia, vaikka ne sisältävät jo merkittävät tulokasvuodotukset. Huomionarvoista on, että vuoden 2026 tulos ja kannattavuus ovat arvioimme mukaan lähempänä normaalia kuin murrosvaiheen ytimessä kulunut vuosi 2025.

Ennusteiden toteutuessa arvioimme EV/EBITA-kertoimen nousevan vähintään 10x tasolle ja pidemmällä aikavälillä arvioimme EV/EBITA 12x tason olevan suhteellisen neutraali. Tämä kuitenkin vaatii yhtiöltä kestäväää kannattavaa kasvua, eikä arvostus korjaannu hetkessä.

Viime vuosien heikon kehityksen ja edelleen käynnissä olevan murrosvaiheen takia on mielestämme ymmärrettävää, että markkinat hyväksyvät tällä hetkellä alhaisen arvostuksen Fondialle. Tulostulokasvuodotuksen jälkeen kertoimia tullaan kuitenkin arvioimaan uudelleen, ja sijoittajien kiinnostuessa yhtiöstä he voivat huomata myös pääomatehokkaan liiketoimintamallin tuottamat rahavirrat.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,63	4,63	4,63
Osakemäärä, milj. kpl	3,74	3,74	3,74
Markkina-arvo	17	17	17
Yritysarvo (EV)	16	16	15
P/E (oik.)	14,8	12,4	10,4
P/E	31,3	14,4	11,8
P/Kassavirta	37,9	13,4	10,4
P/B	7,1	6,8	6,0
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,9	6,3	5,3
EV/EBIT (oik.)	10,6	8,5	7,0
Osinko/tulos (%)	203 %	93,4 %	76,4 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	6,5 %	6,5 %

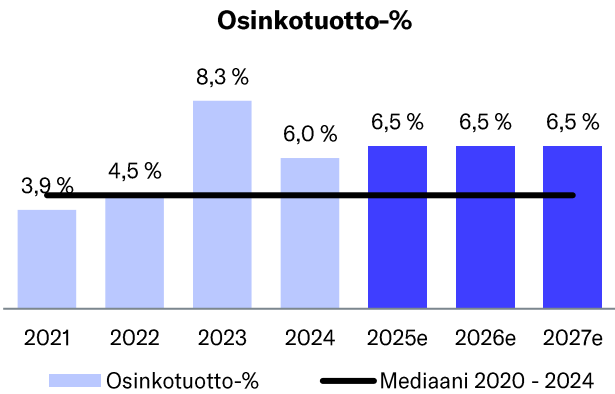
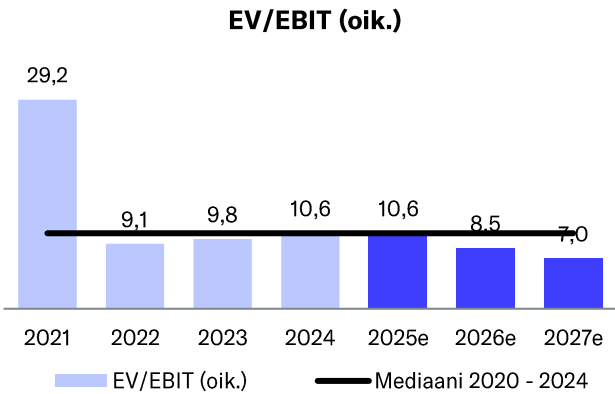
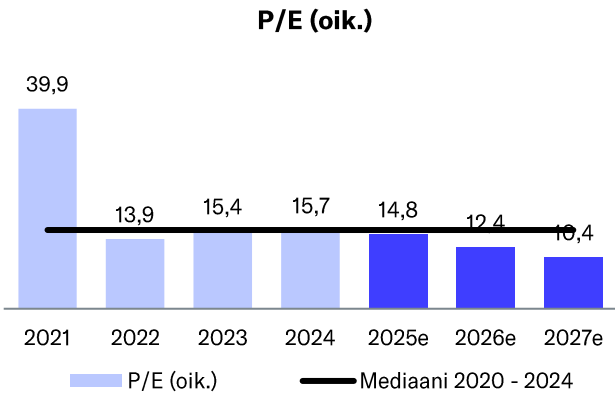
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,00	7,10	6,62	6,26	4,98	4,63	4,63	4,63	4,63
Osakemäärä, milj. kpl	3,95	3,95	3,87	3,82	3,74	3,74	3,74	3,74	3,74
Markkina-arvo	32	28	26	24	19	17	17	17	17
Yritysarvo (EV)	26	24	21	20	16	16	16	15	14
P/E (oik.)	30,7	39,9	13,9	15,4	15,7	14,8	12,4	10,4	8,7
P/E	38,2	>100	15,6	17,7	28,6	31,3	14,4	11,8	9,7
P/Kassavirta	>100	neg.	8,9	28,3	27,1	37,9	13,4	10,4	9,4
P/B	5,3	5,5	5,0	4,9	6,3	7,1	6,8	6,0	4,9
P/S	1,6	1,3	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	0,8	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	13,6	21,4	7,3	7,5	8,4	8,9	6,3	5,3	4,6
EV/EBIT (oik.)	17,9	29,2	9,1	9,8	10,6	10,6	8,5	7,0	5,7
Osinko/tulos (%)	133,6 %	427,4 %	70,7 %	146,9 %	172,2 %	202,9 %	93,4 %	76,4 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,9 %	4,5 %	8,3 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Arvostus 2/3

Verrokkiryhmän ydin muodostuu suomalaisista asiantuntijayhtiöistä

Fondia on ainoa listattu lakiasiaintoimisto Pohjoismaissa, joten yhtiöllä ei ole hyviä verrokkeja. Fondia on kuitenkin pohjimmiltaan asiantuntijayhtiö, joita Helsingin pörssistä löytyy paljon eri toimialoilta. Asiantuntijayhtiöiden ympärille voidaan rakentaa verrokkiryhmä, joka antaa viitekehysten Fondian hyväksyttävälle arvostukselle.

Olemme valinneet Fondian verrokkijoukkoon IT-palvelusektorilta Goforen, Vincitin sekä Siilin. Yhtiöiden laaduissa ja hyväksytyissä arvostuksissa on selkeitä eroja, mutta kokonaisuutena ryhmä on mielestämme toimiva. Lisäksi otimme mukaan suunnitteluyhtiö Etteplanin sekä tilitoimisto Aallon Groupin. Kokonaisuudessaan ryhmä on mielestämme kohtuullinen kattaus yrityspalveluista Helsingin pörssistä. Yhtiöt ovat mielestämme keskimääräisellä menestyksellään suhteellisen hyvin verrannollisia Fondiaan, mikä tukee arvostuskehystä.

Kansainvälisistä yhtiöistä perspektiiviä

Fondialla on rajallisesti listattuja verrokkeja, koska useissa maissa rajoitetaan mm. asianajotoimistojen omistajia (asianajotoimiston omistajien täytyy olla juristeja). Rajoitukset omistajille tekevät lakitoimiston listautumisen mahdottomaksi mm. suuressa osaa Yhdysvaltoja osavaltioiden säännellessä toimistojen omistusta omassa lainsäädännössään eri tavoin. Sen sijaan ainakin Iso-Britanniassa sekä Australiassa myös ulkopuoliset omistajat sallitaan, ja erityisesti Lontoon pörssistä löytyy Fondialle jonkinasteisia verrokkeja. Osasta aiemmin verrokkiryhmään kuuluneista yhtiöistä ei kuitenkaan ole saatavilla ennusteita, ja toisaalta osan liiketoimintaprofiili on muuttunut yhä kauemmas Fondiasta. Tätä kautta kansainvälinen

verrokkiryhmämme on kutistunut vain kahteen yhtiöön.

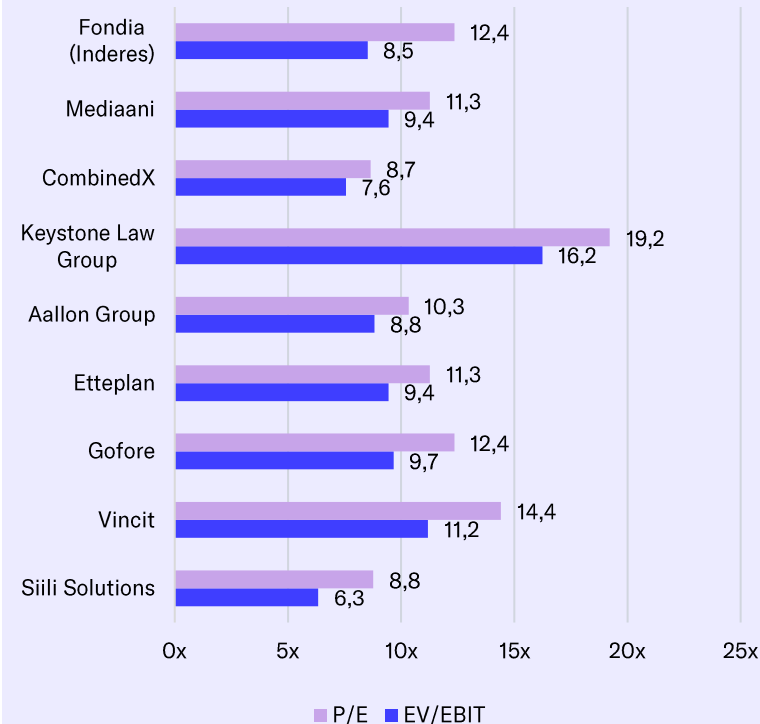
Mielestämme sektorin mielenkiintoisin verrokki on Keystone Law, joka on menestynyt kasvutarina Iso-Britanniassa. Yhtiön tarinassa ja liiketoimintamallissa on samoja elementtejä kuin Fondiassa, joskin Keystone on kokoluokkaa suurempi (markkina-arvo ~230 MEUR) ja toimii paljon suuremmalla markkinalla UK:ssa. Keystoneen taloudellinen menestys on ollut hyvää: 2019-2024 yhtiön liikevaihto kasvoi keskimäärin 15,5 % ja tuloskasvu oli noin 17 % (CAGR-%). Arvostuskertoimet ovat olleet pitkään laskutrendissä, mutta ovat edelleen verrokkiryhmän selvästi korkeimmat: 2026e P/E on noin 19x ja EV/EBIT noin 16x. Keystoneen kohdalla preemiohinnoittelu voi kuitenkin olla hyvin perusteltu suhteessa verrokkiryhmään.

Fondian toimiessa myös Ruotsissa verrokkiryhmään on mielestämme perusteltua sisällyttää myös yksi ruotsalainen yhtiö. Maassa ei ole listattuja lakiasiaainmarkkinalla toimivia yhtiöitä, joten tältä osin hyvien verrokkien löytäminen on vaikeaa. Olemme lisänneet verrokkiryhmään IT-palveluyhtiön CombinedX:n, joka sopii kokoluokan sekä kannattavuusprofiilin puolesta joukkoon. Yhtiön hinnoittelu on suunnilleen samankaltainen kuin Fondialla sekä muilla pienillä asiantuntijayhtiöillä. CombinedX:n vuoden 2026e P/E on noin 9x ja EV/EBIT noin 8x, mutta ennusteissa on toisaalta voimakas tulosparannus tästä vuodesta.

Kassavirta

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Fondian osakkeelle mielestämme maltillisilla oletuksilla noin 5,6 euron arvon. Seuraavalle viidelle vuodelle odotamme noin 3-6 %:n vuosikasvua. Silloin Fondia ei juurikaan voittaisi markkinaosuuksia, mihin näemme kaikki edellytykset. Terminaalissa käytämme 2,5 %:n kasvuoletusta.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2026e)



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Siili Solutions	36	39	9,7	6,3	8,3	4,0	11,2	8,8	1,8	3,4	0,9
Vincit	22	25		11,2	9,9	3,8		14,4	3,9	5,4	0,7
Gofore	214	233	15,3	9,7	11,3	7,9	17,3	12,4	3,7	3,8	1,9
Etteplan	227	296	10,9	9,4	8,0	6,7	12,7	11,3	2,3	3,3	1,7
Aallon Group	41	47	11,0	8,8	7,5	6,4	11,8	10,3	2,2	2,3	2,2
Keystone Law Group	227	222	17,7	16,2	16,2	15,0	21,3	19,2	3,1	3,6	
CombinedX	64	71	12,1	7,6	6,4	4,8	15,4	8,7			
Fondia (Inderes)	17	16	10,6	8,5	8,9	6,3	14,8	12,4	6,5	6,5	7,1
Keskiarvo			12,8	9,9	9,7	6,9	14,9	12,1	2,8	3,6	1,5
Mediaani			11,5	9,4	8,3	6,4	14,0	11,3	2,7	3,5	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			-8 %	-10 %	8 %	-1 %	5 %	10 %	140 %	86 %	313 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostus 3/3

Liikevoittomarginaalin arvioimme nousevan tulevina vuosina asteittain ja saavuttavan 8,4 %:n tason vuonna 2028. Tämä on edelleen maltillinen taso ja yhtiölle täysin realistinen, mutta huomattava parannus vuosien 2024-2025 oletetulta pohjalta (alle 4 %). Vuoden 2028 jälkeen odotamme liikevoittomarginaalin laskevan asteittain ja olevan terminaalissa vain 6,5 % (2018-2024 keskiarvo noin 6 %). Pidämme skenaariota maltillisena yhtiön potentiaaliin nähden, mutta se vaatii tulostukäännettä ja sisältää riskejä.

Käytämme laskelmassa nykyolosuhteisiin mielestämme sopivaa 10,2 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Koska Fondialla ei ole velkaa, tämä on myös diskonttaustekijänä toimiva pääoman keskimääräinen kustannus (WACC). Maltillisista oletuksista huolimatta Fondian terminaalijakson paino (49 %) jää matalaksi, mikä kertoo, ettei nykykurssiin ole hinnoiteltu kovia pitkän aikavälin näkymiä. Mielestämme oletukset ovat konservatiivisia ja näemme niissä mahdollisuuksia positiiviselle kehitykselle, jos yhtiö onnistuu vakauttamaan asemansa defensiivisenä kannattavan kasvun yhtiönä. Kassavirtaprofiili on vahva ja DCF:llä voisi tukea myös korkeampaa tavoitehintaa.

Arvostusta voidaan hahmottaa lisäksi yhtiön generoiman vapaan rahavirran kautta. Odotamme rahavirran piristyvän lähivuosina merkittävästi liikevaihdon kasvun mukana, minkä kautta arvostus vaikuttaa erittäin houkuttelevalta. Niin sanottu rahavirtatuotto (vapaa rahavirta / yritysarvo) on tulevina vuosina erittäin houkutteleva (kts. Graafi), mutta ennusteisiin liittyy luonnollisesti merkittävää epävarmuutta.

Käypä arvo on merkittävästi nykykurssia korkeampi

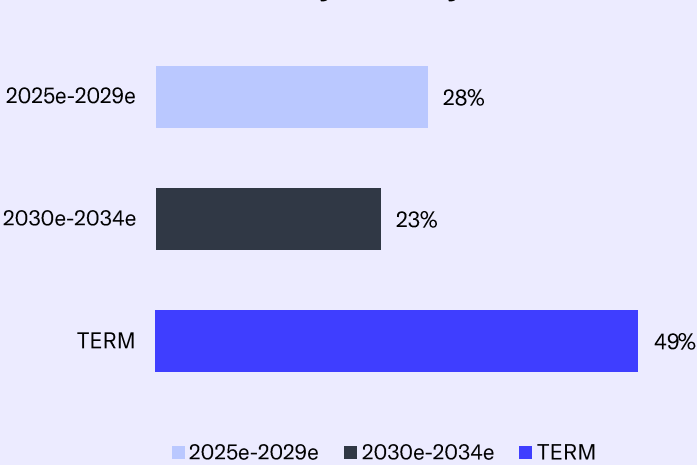
Yleisesti Fondian arvostus on mielestämme maltillinen, jos tuloskehitys yltää lähellekään odotuksiamme lähivuosina. Osakkeenomistaja voi suhteellisen turvallisesti mielin olettaa

saavansa merkittävän osan lähivuosien tulostuskasvusta arvonnousuna, mikä tarkoittaa ennusteillamme noin 20 %:n vuosittaista tuotto-odotusta (CAGR) keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi tuotto-odotusta nostaa osakkeen hyvä osinkotuotto, joka on arviomme mukaan lähivuosina 6-7 %:n välillä. Ennustettu osinkotasoa ei myöskään pidemmällä aikavälillä heikentäisi yhtiön kassaa, vaan tase vahvistuisi edelleen.

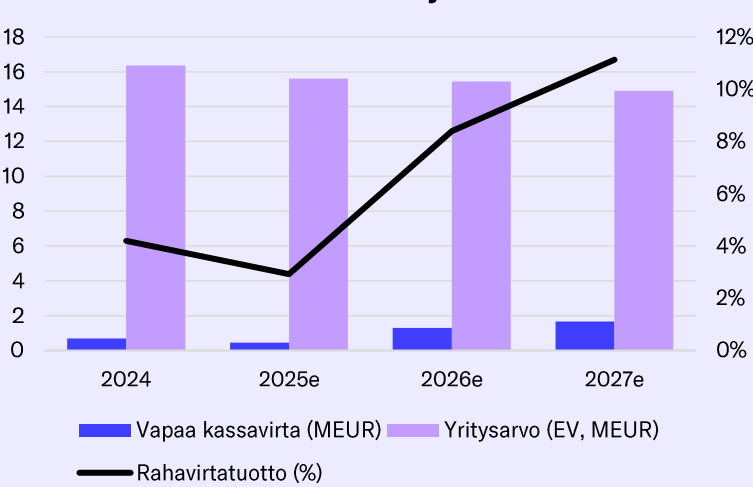
Arviomme mukaan Fondian osakkeen käypä arvo on 6-8 euroa olettaen, että yhtiö pääsee takaisin kannattavan kasvun tielle. Tärkeimmät oletukset käyvän arvon takana ovat 1) vuoden 2027 ennustettu tulostaso on kestävä, 2) näkymä on tässä vaiheessa vähintään vakaa ja 3) markkina hyväksyy yhtiölle neutraalina arvostuksena EV/EBITA 10-12x huomioiden aiemmat oletukset. Silloin osakekurssi olisi käyvän arvon haarukassa. Jos yhtiö ei onnistu paluussa kannattavaan kasvuun, käypä arvo on lähtökohtaisesti lähellä nykykurssia (4-5 euroa). Sinänsä mielenkiintoista on, että nykyiselläkin mielestämme todella heikolla tulostasolla yhtiön pääoman tuotto indikoi omistaja-arvon luontia pääomakevyyden liiketoiminnan ansiosta. Todellisuudessa nykytasolta on kuitenkin päästävä eteenpäin, jotta liiketoiminnan voitaisiin nähdä olevan vakaalla pohjalla.

Mielestämme osakkeen riski/tuotto-suhde on edelleen houkutteleva huomioiden alhainen arvostus yhdistettynä toistaiseksi heikkoon tulokseen. Potentiaalia yhtiöllä on myös pitkän aikavälin arvonnoujaksi, mikä vaatii paljon lisänäyttöjä kestävästä kannattavasta kasvusta. Jos käänteessä kuitenkin epäonnistuttaisiin, näemme Fondian myös potentiaalisena yritysostokohteena. Ruotsissa pääomasijoittaja Axcel osti kuusi pientä asianajotoimistoa, yhdisti ne ja loi Fondian tyylisen rakenteen. Jos malli menestyy ja laajenee Suomeen, Fondia olisi looginen kohde erityisesti nykyisellä arvostuksella.

Rahavirran jakauma jaksoittain



Rahavirtatuotto-% ja elementit



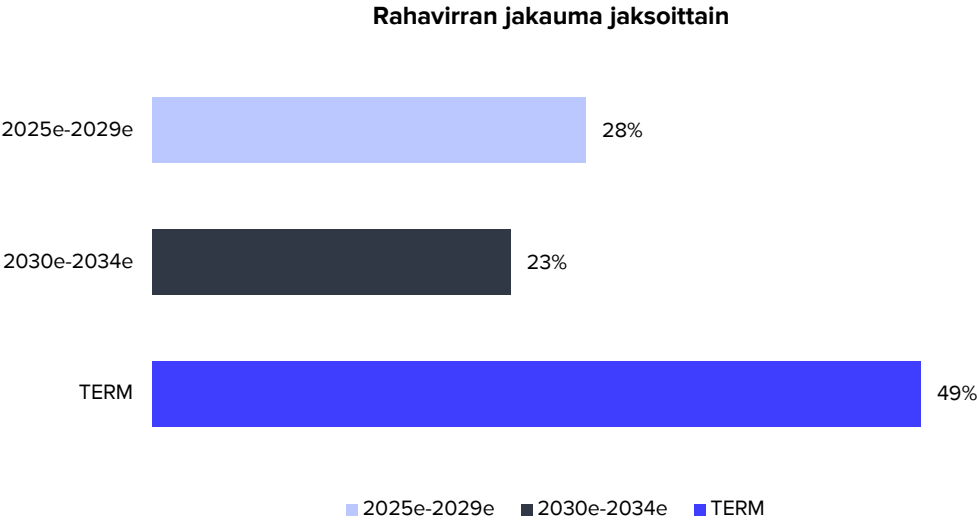
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-1,8 %	-6,8 %	3,0 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	4,0 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	8,4 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Liikevoitto	1,0	0,9	1,6	1,9	2,3	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	
+ Kokonaispoistot	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,5	1,3	2,1	2,4	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,7	0,5	1,3	1,7	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,7	0,5	1,3	1,7	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	23,5
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	1,2	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	9,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		19,9	19,4	18,3	16,9	15,5	14,4	13,2	12,2	11,3	10,5	9,8
Velaton arvo DCF		19,9										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		2,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,1										
Oman pääoman arvo DCF		21,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,6										

Pääoman kustannus (WACC)

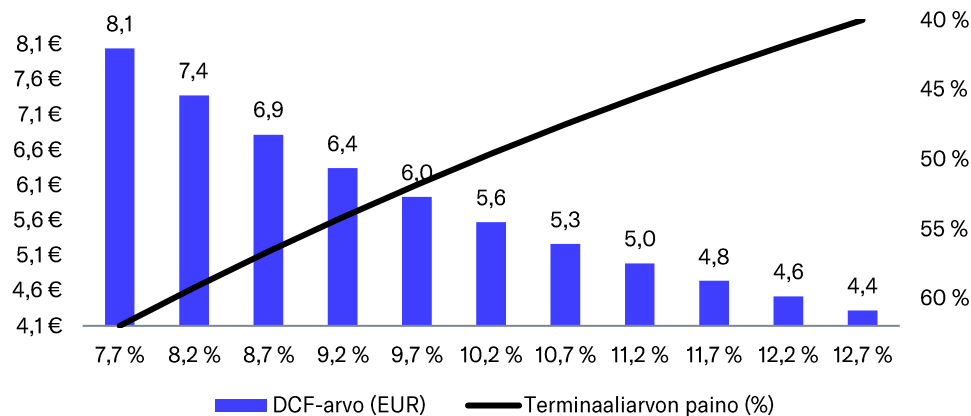
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,9 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %

Lähde: Inderes

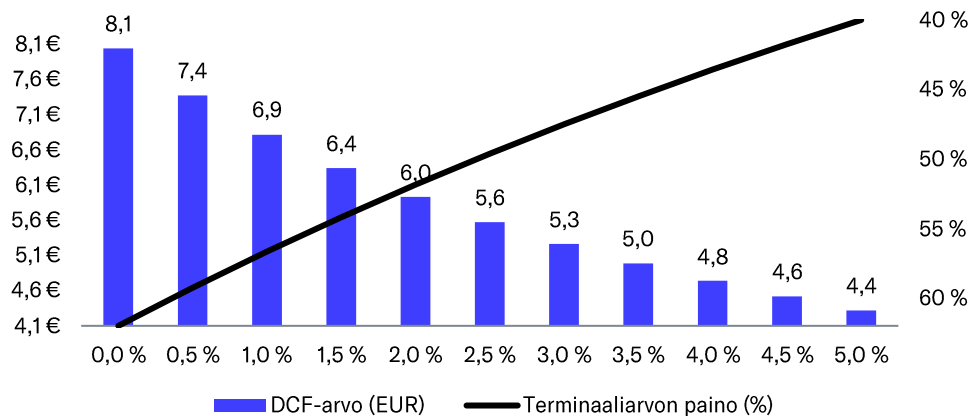


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

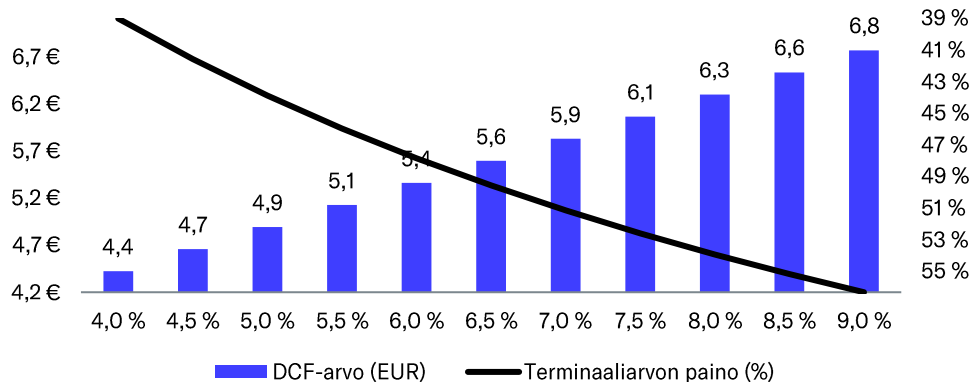
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



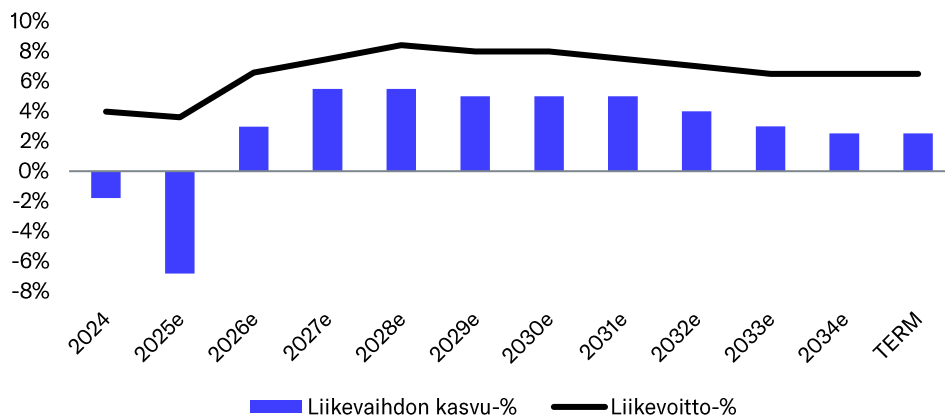
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



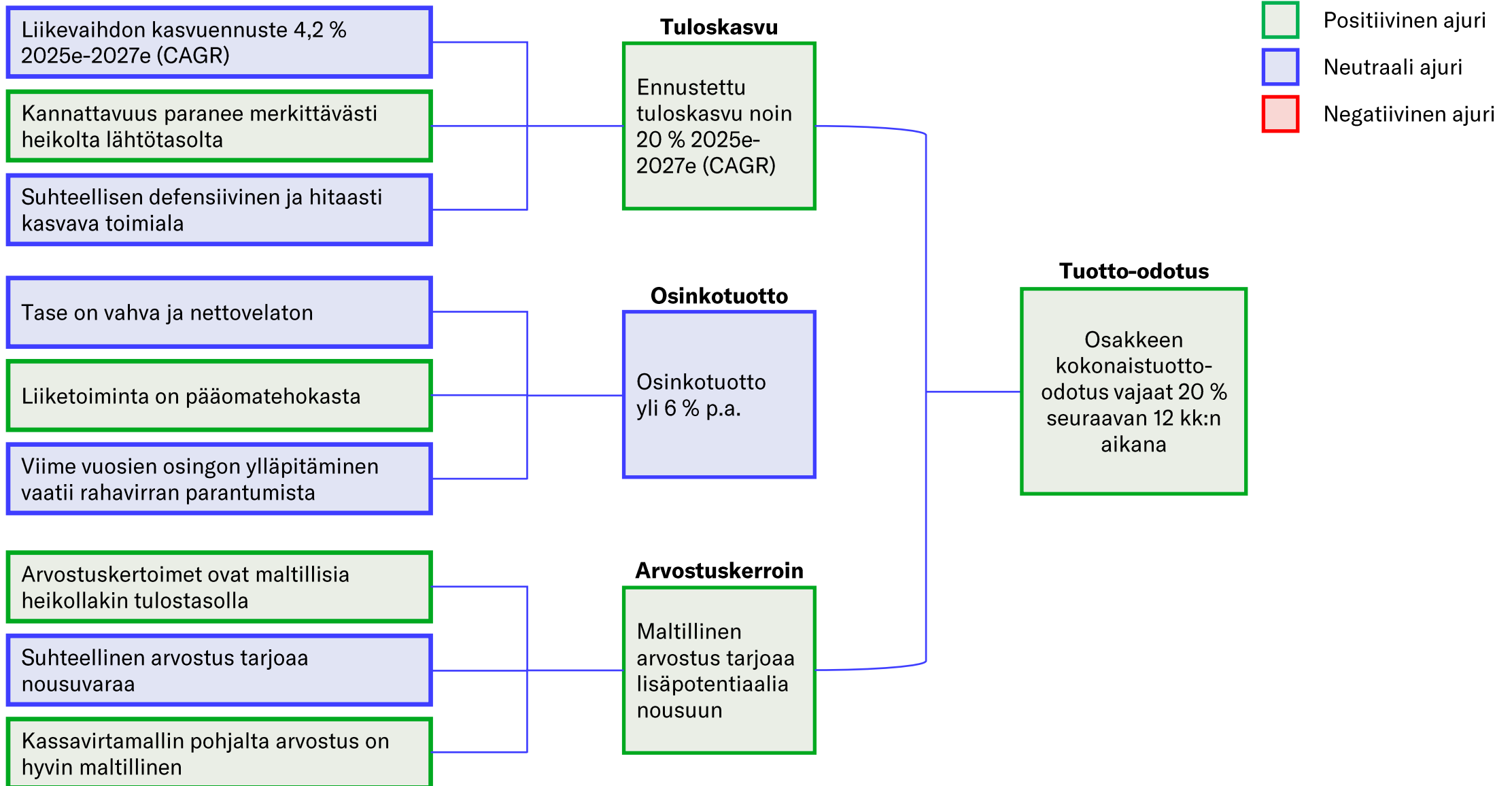
DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Osaketuoton ajurit



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	24,6	26,1	25,6	23,9	24,6	EPS (raportoitu)	0,42	0,35	0,17	0,15	0,32
Käyttökate	2,9	2,6	1,9	1,8	2,5	EPS (oikaistu)	0,48	0,41	0,32	0,31	0,37
Liikevoitto	2,1	1,8	1,0	0,9	1,6	Operat. Kassavirta / osake	0,92	0,43	0,39	0,34	0,56
Voitto ennen veroja	2,0	1,8	1,1	0,8	1,6	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,74	0,22	0,18	0,12	0,35
Nettovoitto	1,6	1,4	0,7	0,6	1,2	Omapääoma / osake	1,31	1,29	0,79	0,66	0,68
Kertaluontoiset erät	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,2	Osinko / osake	0,30	0,52	0,30	0,30	0,30
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	10,3	9,5	7,4	6,8	7,0	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	6 %	-2 %	-7 %	3 %
Oma pääoma	5,1	4,9	3,0	2,4	2,5	Käyttökatteen kasvu-%	151 %	-8 %	-27 %	-9 %	40 %
Liikearvo	1,0	0,8	0,6	0,4	0,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	175 %	-12 %	-23 %	-5 %	23 %
Nettovelat	-4,8	-4,1	-2,2	-1,6	-1,8	EPS oik. kasvu-%	168 %	-15 %	-22 %	-1 %	20 %
						Käyttökate-%	11,7 %	10,1 %	7,6 %	7,4 %	10,1 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	9,4 %	7,8 %	6,1 %	6,2 %	7,4 %
Käyttökate	2,9	2,6	1,9	1,8	2,5	Liikevoitto-%	8,5 %	7,0 %	4,0 %	3,6 %	6,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	-0,5	-0,1	-0,2	0,0	ROE-%	32,3 %	27,1 %	16,5 %	20,4 %	48,2 %
Operatiivinen kassavirta	3,6	1,7	1,5	1,3	2,1	ROI-%	41,3 %	36,6 %	25,8 %	31,5 %	64,5 %
Investoinnit	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	Omavaraisuusaste	49,7 %	52,0 %	40,7 %	37,0 %	37,3 %
Vapaa kassavirta	2,9	0,8	0,7	0,5	1,3	Nettovelkaantumisaste	-94,1 %	-83,9 %	-75,8 %	-66,5 %	-71,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,6	0,7	0,6						
EV/EBITDA	7,3	7,5	8,4	8,9	6,3						
EV/EBIT (oik.)	9,1	9,8	10,6	10,6	8,5						
P/E (oik.)	13,9	15,4	15,7	14,8	12,4						
P/B	5,0	4,9	6,3	7,1	6,8						
Osinkotuotto-%	4,5 %	8,3 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.2.2019	Vähennä	14,60 €	14,95 €
15.2.2019	Vähennä	12,70 €	13,30 €
28.5.2019	Vähennä	11,00 €	10,80 €
30.8.2019	Vähennä	8,50 €	8,38 €
9.12.2019	Lisää	9,20 €	8,46 €
21.1.2019	Vähennä	9,20 €	9,82 €
26.2.2020	Vähennä	8,00 €	8,00 €
29.4.2020	Vähennä	7,50 €	7,60 €
Analyytikko vaihtuu			
28.8.2020	Lisää	8,20 €	7,74 €
29.10.2020	Lisää	8,00 €	7,32 €
19.2.2021	Lisää	8,00 €	7,32 €
25.3.2021	Lisää	8,00 €	7,10 €
26.4.2021	Lisää	8,40 €	7,74 €
15.6.2021	Lisää	8,40 €	7,58 €
27.8.2021	Lisää	8,20 €	7,48 €
1.11.2021	Osta	8,00 €	6,70 €
7.1.2022	Lisää	8,00 €	7,20 €
18.2.2022	Lisää	7,00 €	6,46 €
29.4.2022	Lisää	7,00 €	6,64 €
22.8.2022	Vähennä	7,00 €	6,88 €
26.8.2022	Vähennä	6,70 €	6,52 €
3.10.2022	Vähennä	6,20 €	5,92 €
28.10.2022	Lisää	7,50 €	6,80 €
17.2.2023	Lisää	9,00 €	8,08 €
27.4.2023	Lisää	9,00 €	7,90 €
25.8.2023	Lisää	8,50 €	7,58 €
12.10.2023	Vähennä	7,50 €	7,20 €
27.10.2023	Lisää	6,80 €	6,10 €
16.2.2024	Osta	7,50 €	6,62 €
25.3.2024	Lisää	8,00 €	6,88 €
26.4.2024	Osta	8,00 €	6,60 €
17.7.2024	Vähennä	7,00 €	6,70 €
23.8.2024	Lisää	7,00 €	6,30 €
13.9.2024	Lisää	7,00 €	6,40 €
24.10.2024	Lisää	7,00 €	6,10 €
2.12.2024	Lisää	5,60 €	5,00 €
23.1.2025	Osta	5,60 €	4,76 €
14.2.2025	Lisää	5,20 €	4,98 €
25.4.2025	Osta	5,60 €	4,58 €
22.8.2025	Lisää	5,20 €	4,81 €
24.10.2025	Osta	5,20 €	4,30 €
12.12.2025	Lisää	5,20 €	4,63 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**