

# Fondia

## Seurannan aloitus

### 4/2017

inde  
res.

# Juridiikkaa jatkuvana palveluna

Aloitamme yritysjuridiikkaan keskittyneen lakiasiantointimisto Fondian seurannan 9,0 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Ennustamme Fondian jatkavan kilpailuetujensa avulla kannattavaa kasvua lähivuodet ja suhtaudumme yhtiön pitkän aikavälin potentiaaliin myönteisesti. Osakkeen ensimmäisen kaupankäyntipäivän noin 29 %:n kurssinousun (merkintähinnasta) myötä arvostustaso on kuitenkin mielestämme korkeahko ja haluamme yhtiöltä näyttöjä ennusteitamme korkeammasta kannattavuudesta ennen kuin olemme valmiita hyväksymään osakkeelle nykyistä korkeampia arvostuskertoimia.

## Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasianyritys

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 11. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondialla oli vuoden 2016 lopussa toimipaikkoja seitsemässä kaupungissa Suomessa ja näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa ja Tallinnassa. Fondian liikevaihto vuonna 2016 oli noin 15 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa työskenteli maaliskuussa 2017 noin 120 henkilöä, joista 80 oli juristeja. Vuonna 2016 42 % yhtiön liikevaihdosta oli jatkuvaa liikevaihtoa, liikevoittomarginaali (EBIT-%) oli noin 13,5 %, tase oli nettovelaton ja käyttöpääoma negatiivinen. Yhtiön kassavirtasuhde on viime vuosina ollut poikkeuksellisen vahva noin 100 prosentissa ja sen yläpuolella. Jatkuvan liikevaihdon, vahvan kassavirran ja vähäisen investointitarpeen takia Fondian edellytykset maksaa korkeaa ja kasvavaa osinkoa ovat hyvät ja uskomme yhtiön profiloituvan vahvan kassavirran kasvu- ja osinkoyhtiöksi pörssilistalla.

## Jatkuvia lakiosastopalveluita

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

## Fondian arvostusta tukevat houkutteleva toimiala sekä yhtiön asema markkinalla

Fondian arvostusta tukevat mielestämme se, että lakitoimialaan on yleisesti vaikea sijoittaa, minkä lisäksi Fondia on mielestämme asemoitunut erittäin hyvin toimialan muutostrendeihin nähden. Olimme ennen listautumisiantia arvioineet Fondian hyväksyttäväksi P/E-kertoimiksi 15-17x ja EV/EBITDA-kertoimiksi 9-11x. Kertoimet perustuivat ennustamaamme Fondian tuloskasvuun sekä kerroin- ja DCF-analyysiin. Verrokkiryhmän nykyisillä arvostuskertoimilla (18,8x P/E 2017 vs. aikaisempi 17,6x) olemme valmiit hyväksymään aavistuksen aikaisempaa korkeammat kertoimet osakkeelle ja asetamme siksi tavoitehintamme 9,0 euroon, mikä heijastaa vuosien 2017 ja 2018 17-19x P/E-kertoimia, 10-12x vastaavia EV/EBITDA-kertoimia ja 3-4 %:n osinkotuottoa.

## Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehintaa

### Myy

Edellinen: Ei suositusta

### 9,0 EUR

Edellinen: Ei tavoitehintaa



**Edellinen päätös: 9,83 EUR**

**Potentiaali: -8,4 %**

## Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto (MEUR)	14,9	17,1	19,1
-kasvu-%	15 %	15 %	12 %
EBIT (MEUR), oik.	2,0	2,3	2,6
-EBIT-% (oik.)	13,5 %	13,5 %	13,8 %
Tulos ennen veroja	2,0	1,8	2,6
Nettotulos (oik.)	1,5	1,8	2,1
EPS (oik.)	0,43	0,47	0,53
Osinko	0,19	0,30	0,36
P/E (oik)	22,9	21,1	18,4
EV/EBIT	17,5	13,8	11,7
EV/EBITDA	16,2	12,9	10,5
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,1 %	3,6 %

Lähde: Fondia, ennusteet Inderes

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili</b>	<b>s. 4-9</b>
<b>Palvelut ja liiketoimintamalli</b>	<b>s. 10-13</b>
<b>Markkinat ja kilpailukenttä</b>	<b>s. 14-19</b>
<b>Strategia ja kilpailuedut</b>	<b>s. 20-21</b>
<b>Historiallinen kehitys</b>	<b>s. 22-24</b>
<b>Ennusteet ja arvonmääritys</b>	<b>s. 25-27</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 28-32</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 33</b>

# Fondia lyhyesti

Fondia on Suomen 11. suurin lakiasiantoimialan yritys ja ainoa listattu lakitoimialan yritys Pohjoismaissa

**2004**

PERUSTAMISVUOSI

**2017**

LISTAUTUMINEN

**#11. markkina-osuus**

SUOMEN LAKIASIAINMARKKINA

\* Inderes, Talouselämä

**15 MEUR** (+15 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

**2,0 MEUR** (13,5 % lv:sta)

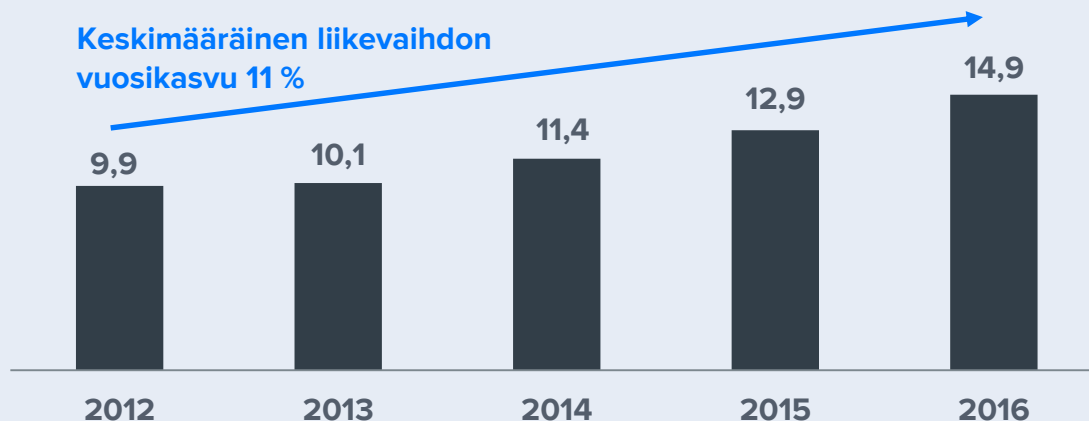
LIKEVOITTO 2016

**120**

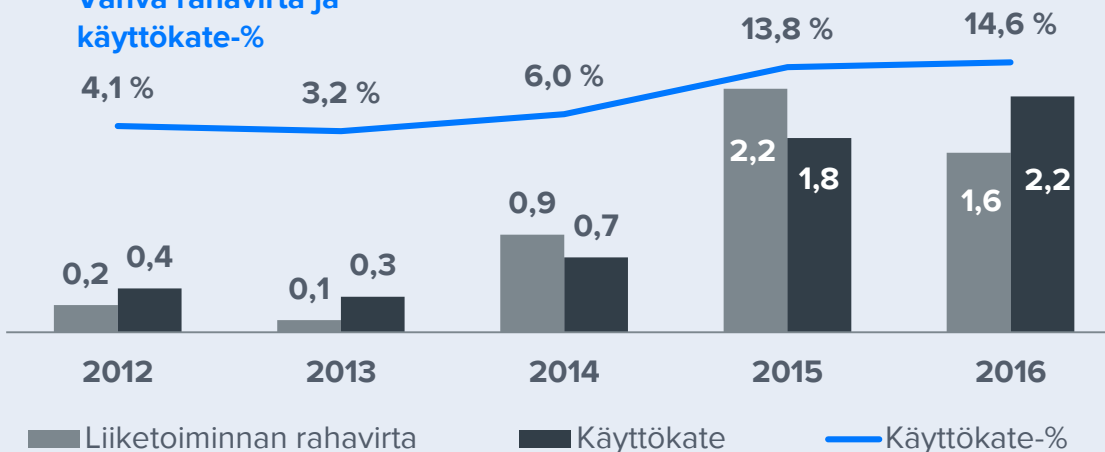
HENKILÖSTÖ 2017  
MAALISKUUSSA

9 TOIMIPAIKKAA  
SUOMESSA,  
RUOTSISSA JA  
VIROSSA

Keskimääräinen liikevaihdon vuosikasvu 11 %



Vahva rahavirta ja käyttökate-%



# Yhtiökuvaus

## Liikejuridiikan täyden palvelun lakiasiainyritys

Fondia on vuonna 2004 perustettu Suomen 11. suurin liikejuridiikkaan keskittynyt lakipalveluyritys. Fondialla oli vuoden 2016 lopussa toimipaikkoja Helsingissä, Tampereella, Turussa, Lahdessa, Vaasassa, Oulussa ja Rovaniemellä. Näiden lisäksi Fondialla on toimistot Tukholmassa ja Tallinnassa. Fondian liikevaihto vuonna 2016 oli noin 15 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa työskenteli maaliskuussa 2017 noin 120 henkilöä, joista 80 oli juristeja. Yhtiön liikevoittomarginaali (EBIT-%) oli vuonna 2016 noin 13,5 % ja kassavirtasuhde 96 %.

## Jatkuvia sopimuksia 42 % liikevaihdosta

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

Yhtiöllä oli vuoden 2016 lopussa noin 185 jatkuvaa sopimusta, jotka muodostivat noin 42 % yhtiön vuoden 2016 liikevaihdosta. Jatkuvien sopimusten ansiosta Fondian liiketoiminta on arviomme mukaan merkittävästi tasaisempaa ja ennustettavampaa kuin projektiliiketoimintaan

keskittyneillä suorilla verrokeilla. Yhtiön teettämien asiakaskyselyiden perusteella myös asiakastyytyväisyys on erittäin korkea.

## Ennakkoluuloton toimija perinteisellä alalla

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

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

Fondian palvelumalli edellyttää, että yhtiön palveluksessa on kokeneita juristeja. Yhtiö ei tästä syystä tyypillisesti palkkaa vastavalmistuneita työntekijöitä, vaan sen juristeilla oli vuonna 2016 keskimäärin noin 16 vuoden työkokemus ja heillä on aikaisempaa kokemusta juridiikan eri toimialoilta. Fondia panostaa vahvasti henkilöstötyytyväisyyteen ja se pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Yhtiö houkuttelee osajia erityisesti sillä, että toisin kuin useilla asianajotoimistoilla, Fondiassa

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

## Johto

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

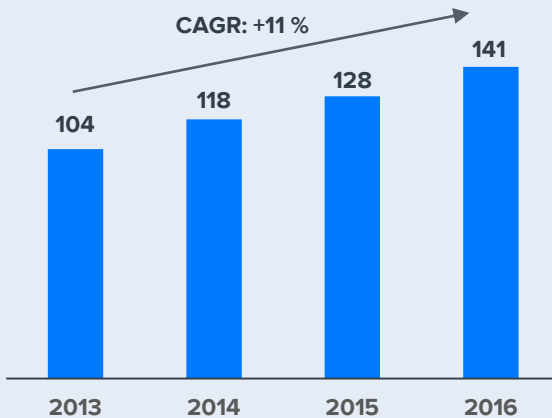
## Pörssilistautuminen 2017

Fondian maaliskuussa 2017 päättynyt First North-listautumisanti ylimerkittiin 10,8-kertaisesti ja yhtiö keräsi noin 2,4 MEUR uutta omaa pääomaa annin kulujen ja palkkioiden jälkeen. Osakkeen kaupankäynti pörssissä alkoi 4.4.2017.

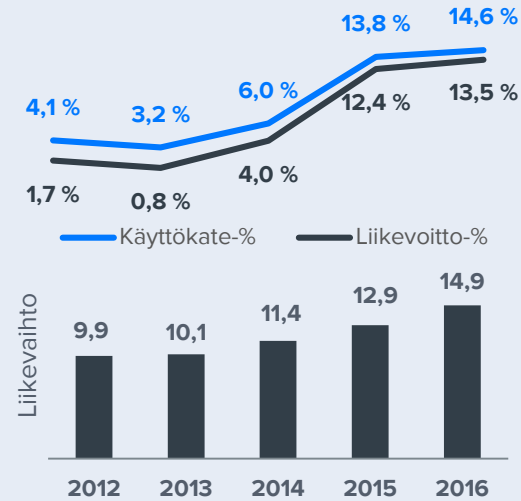
Listautumisen ensisijaisena tavoitteena oli yhtiön mukaan tukea kasvustrategian toteuttamista, mahdollistaa pääsy pääomamarkkinoille investointien rahoittamiseksi sekä lisätä Fondian tunnettuutta asiakkaiden keskuudessa ja houkuttelevuutta työnantajana. Listautumisen avulla haluttiin myös monipuolistaa yhtiön omistajarakennetta ja mahdollistaa erilaisten osakepohjaisten kannustinjärjestelmien käyttöä. Listautuminen mahdollistaa myös Fondian mukaan yhtiön osakkeiden tehokkaamman käytön maksuvälineenä mahdollisissa yritysjärjestelyissä.

Listautumisessa kerättävät varat käytetään Fondian mukaan liiketoimintamallin kehittämiseen, digitaalisten työkalujen jatkokehitykseen ja kansainvälistymiseen.

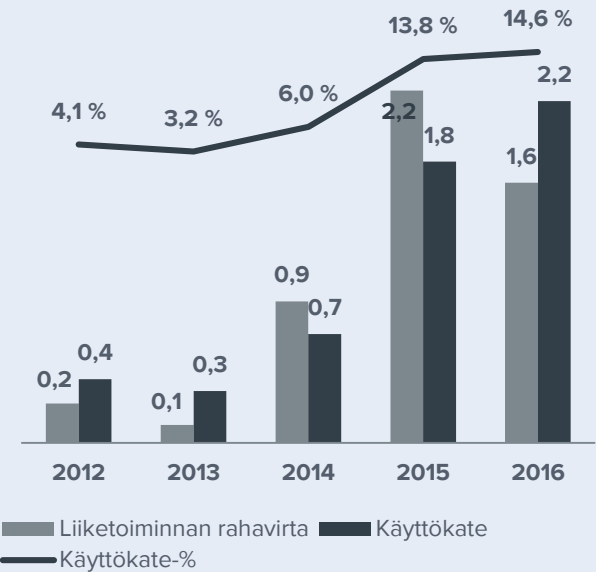
## Liikevaihto per työntekijä (tuhatta euroa)



## Liikevaihto, EBIT-% ja EBITDA-%



## Käyttökate ja rahavirta



## Ennusteet 2017e



### Arvoajurit

- Matala riskiprofiili ja vahva kassavirta
- Kannattavan kasvun jatkuminen
- Potentiaalinen osinkoyhtiö



### Riskitekijät

- Maineriski
- Henkilöriski
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen



### Arvostus

- Toimialaan on yleisesti vaikea sijoittaa, mikä tukee arvostusta
- Pidämme tällä hetkellä lähivuosien noin 17-19x P/E-kertoimia hyväksyttävänä arvostustasona yhtiölle

# Sijoitusprofiili

## Defensiivinen vahvan kassavirran kasvuyhtiö

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

## Riski/tuotto -profiili eroaa muista toimialoista

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

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Fondian osakkeen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

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

- **Kannattava kasvu:** Fondia on vuosina 2014-2016 kasvanut selvästi lakiasiaimarkkinan yleistä kasvuvauhtia nopeammin ja yhtiö on Inderesin arvion mukaan voittanut markkinaosuuksia kilpailijoiltaan. Arviomme mukaan Fondian palvelut ovat suhteellisen kilpailukykyisiä ja yhtiöllä on siten edellytykset jatkaa vahvaa ja kannattavaa kasvua myös lähivuosina.
- **Kasvava osinko:** Tasainen markkina, yhtiön vahva kasvu, sekä vahva kassavirta mahdollistavat arviomme mukaan vakaan ja nousevan osingon. Arviomme osingon näyttelevän tärkeää roolia yhtiön sijoittajaprofiilissa pörssilistalla.
- **Toimialaan on vaikea sijoittaa:** Inderesin tietojen mukaan Pohjoismaissa ei ole ainuttakaan pörssilistautunutta lakialan yritystä ja maailmalla on vain muutama alan listattu yhtiö (Iso-Britanniassa ja Australiassa). Arviomme mukaan Fondia tulee myös jatkossa herättämään sijoittajien mielenkiinnon, sillä toimialaan on vaikea sijoittaa, se on riski/tuotto -profiililtaan poikkeava toimiala ja siksi jo hajautusmielessä sijoittajille mielenkiintoinen.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Maineriski:** Fondian merkittävien liiketoimintaan liittyvä riski on arviomme mukaan maineriski. Liikejuridiikan palvelut ovat asiakasyhtiöille usein kriittisiä ja toimialalla maine ja uskottavuus ovat erittäin tärkeitä. Esimerkiksi Fondian epäonnistuminen merkittävän yrityskaupan

neuvonnassa voisi pahimmillaan heikentää yhtiön mainetta luotettavana toimijana ja vaikeuttaa uusien asiakkaiden hankkimista jatkossa.

- **Henkilöriski:** On arviomme mukaan kokonaisuutena suhteellisen pieni, sillä Fondian palveluksessa oli vuonna 2017 noin 120 henkilöä ja yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisistä henkilöistä. Kuitenkin yhtiön keskimääräiset henkilöstökulut (2016: 87 TEUR vuodessa) ovat keskimäärin asianajotoimistoja pienempiä ja osaavan henkilöstön houkuttelemisen yhtiön palvelukseen vaatii siksi jatkuvia panostuksia henkilöstötyytyväisyyteen. Mikäli yhtiö epäonnistuisi tässä ja sen haluttavuus työnantajana vähenisi, voisi se johtaa työntekijöiden siirtymiseen kilpailijoille, mikä voisi hankaloittaa yhtiön liiketoimintaa.
- **Epäonnistuminen kansainvälistymisessä:** Mielestämme Fondia ei ole täysin onnistunut kansainvälistymisessä, sillä yhtiö ei esimerkiksi ole onnistunut laajentamaan liiketoimintaansa merkittävästi Ruotsissa viime vuosina, vaan kehitys on ollut suunnitelmia hitaampaa. Arviomme mukaan on olemassa riski siitä, että yhtiö lähtee laajentamaan toimintaansa ulkomaille liian aggressiivisesti, jolloin ulkomaantoimintojen kannattavuus voi jäädä heikoksi. Emme pidä tällaisessa skenaariossa varsinaisia tappioita todennäköisenä liiketoiminnan luonteen takia, mutta kansainvälistymisessä epäonnistuminen voisi arviomme mukaan painaa koko konsernin kannattavuutta alaspäin, jolloin yhtiön tuloskehitys jäisi todennäköisesti ennustamaamme heikommaksi.

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Defensiivinen toimiala
- Kannattavan kasvun jatkuminen
- Poikkeuksellisen vahva kassavirta ja matala pääomantarve
- Vahva osingonmaksupotentiaali

## Riskit

- Maineriski
- Epäonnistuminen henkilöstötyytyväisyyden ylläpidossa
- Kansainvälistymisen onnistuminen



# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Fondian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Palvelut ja liiketoimintamalli 1/2

## LDaaS - jatkuvia lakiosastopalveluita

Fondian liiketoiminnan keskiössä on vuodesta 2004 alkaen kehitetty jatkuva lakiosastopalvelu eli n.s. LDaaS (Legal Department as a Service). Nämä palvelut vastasivat vuonna 2016 noin 42 % yhtiön liikevaihdosta. Tässä mallissa Fondia laskuttaa asiakkaalta ennalta sovitun kuukausipalkkion jatkuvaa lakitukipalvelua vastaan. Palvelu sopii erikokoisten yritysten tarpeisiin ja Fondian LDaaS asiakkaana on sekä startup-yrityksiä, että kansainvälisiä pörssiyrityksiä. Fondialla oli vuoden 2016 lopussa noin 185 jatkuvan lakiosastopalvelun piirissä olevaa asiakasta.

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

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

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

Jatkuvan palvelun avulla Fondia pyrkii olemaan integroitu osa asiakkaan liiketoimintatiimiä. Juristit eivät tällöin ole erillisiä ulkopuolisia neuvonantajia, vaan voivat esimerkiksi osallistua asiakasyrityksen johtoryhmän työskentelyyn. Tällöin asiakkaat ovat tyypillisesti hyvin sitoutuneita Fondiaan ja lakipalveluiden toimittajan vaihtamisen kynnyks on usein korkea. Fondian asiakasvaihtuvuus on ollut viime vuosina vähäistä ja yhtiön vuoden 2016 liikevaihdosta 79 % tuli asiakkailta, jotka olivat Fondian asiakkaita myös vuonna 2015.

## Projektit täydentävät jatkuvaa palvelua

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

Projekteissa laskutus toimii pääasiassa alalle perinteiseen tapaan tuntilaskutuksena. Vuonna 2016 Fondian liikevaihdosta noin 30 % muodostui lisätöistä ja projekteista LDaaS-asiakkaille ja 28 % muodostui projekteista muille kun LDaaS-asiakkaille. Projektiasiakkaita yhtiöllä oli vuonna 2016 jatkuvien LDaaS asiakkaiden lisäksi noin 650. Perinteiset projektit ovat Fondialle tärkeitä, sillä ne täydentävät yhtiön LDaaS-palveluita ja ne toimivat myös sisäänheittotuotteina, sillä onnistuneen projektin myötä yhtiö pystyy usein houkuttelemaan

asiakkaan jatkuvan laskutuksen piiriin.

## Kilpailuetuina tehokkuus, läpinäkyvä hinnoittelu ja vähäinen henkilöstöriippuvuus

Fondian LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata omaa lakimiestä tai lakiosastoa. Palvelu on usein asiakkaille kustannustehokas, sillä lakiasioiden osto tuntityönä juoksevien asioiden hoitamiseen ei välttämättä ole kaikille yrityksille myöskään mielekästä. Palvelumallin mahdollisia kilpailuetuja asiakkaalle ovat arviomme mukaan läpinäkyvä hinnoittelu, palvelun vähäinen henkilöriippuvuus, sekä kasvanut tehokkuus, sillä asiakasyrityksen ei tarvitse aina perehdyttää uutta juristia yrityksen toimintatapoihin, minkä lisäksi asiakalla on sen omiin tarpeisiin räätälöity eri oikeudenaloihin keskittynyt juristiimi käytössä.

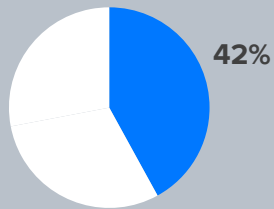
Fondian toimintamalli on arviomme mukaan ainakin yhtiön historiallisten tilinpäätöslukujen valossa ollut menestynyt. Yhtiö on pystynyt vuosina 2012-2016 kasvamaan kannattavasti ja selvästi yleistä markkinakasvua nopeammin. Fondian omien selvitysten perusteella 97 % yhtiön jatkuvista lakiosasto-asiakkaista oli valmis suosittelemaan Fondian palveluita.

Fondian liikevaihto on arviomme mukaan huomattavasti ennakoitavampaa ja tasaisempaa kuin perinteisillä projekteihin keskittyneillä asianajotoimistoilla. Yhtiö ei myöskään ole riippuvainen yksittäisestä asiakkaasta, sillä viime vuonna sen kymmenen suurinta asiakasta vastasivat noin 18 % liikevaihdosta, mikä on arviomme mukaan toimialalla suhteellisen pieni lukema.

# Fondian palvelut liikevaihdon mukaan

## Jatkuvat LDaaS-palvelut

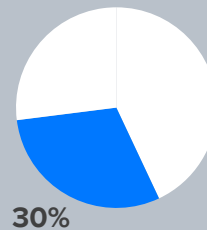
### Liikevaihto



- Legal Department as a Service
- Eri toimialoihin erikoistuneista juristeista kootut tiimit
- Jatkuva kuukausittainen laskutus
- Vuonna 2016 noin 185 jatkuvan laskutuksen asiakasta

## Projektit LDaaS-asiakkaille

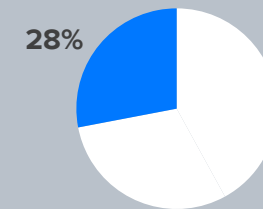
### Liikevaihto



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

## Projektit muille asiakkaille

### Liikevaihto



- Fondia tarjoaa projekteja myös muille kuin LDaaS-asiakkaille
- Toimivat usein sisäänheittotuotteena uusasiakashankinnassa
- Noin 650 projektiasiakasta vuonna 2016

## MyFondia

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

# Palvelut ja liiketoimintamalli 2/2

## Yhtiö rakenne eroaa huomattavasti asianajotoimistoista

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

## Perinteinen asianajotoimisto on usein hierarkkinen organisaatio

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

## Fondian mallissa juristit ovat asiakasrajapinnassa

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

tehtäväkuva on tyypillisesti laajempi kuin asianajotoimistoissa, joissa yksittäinen työntekijä on tyypillisesti keskittynyt hyvin kapeaan osaamisalueeseen. Lisäksi Fondia tarjoaa työntekijöille mahdollisuuden olla joko ”Huntereita”, jolloin työ sisältää myös uusasiakashankintaa tai ”Farmereita”, jolloin he kehittävät pääasiassa olemassaolevia asiakkuuksia.

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

## Henkilöstötyytyväisyys on Fondian vahvuus

Fondian palvelumalli edellyttää, että yhtiön palveluksessa on kokeneita juristeja. Yhtiö ei tästä syystä tyypillisesti palkkaa vastavalmistuneita työntekijöitä ja sen juristeilla oli vuonna 2016 keskimäärin noin 16 vuoden työkokemus ja heillä on aikaisempaa kokemusta juridiikan eri toimialoilta. Fondia panostaa vahvasti henkilöstötyytyväisyyteen ja se pyrkii olemaan haluttu työnantaja alalla. Fondia ei näkemyksemme mukaan kuitenkaan pyri olemaan toimialan parhaiten maksava työnantaja, vaan se houkuttelee osaajia palvelukseensa muilla tekijöillä. Tämän takia Fondian henkilöstökulut ovat arviomme mukaan toimialan keskiarvon alapuolella.

Fondian keskimääräiset henkilöstökulut per työntekijä olivat vuonna 2015 noin 79 TEUR, kun toimialan keskiarvo oli vuonna 2015 huomattavasti tätä korkeampi, noin 116 TEUR. Ero selittyy kuitenkin osittain työajoilla ja Fondiassa tuntipalkka voi yhtiön mukaan olla

samalla tasolla kuin asianajotoimistoissa. Inderesin arvion mukaan suurissa asianajotoimistoissa ei ole tavatonta että työpäivät venyvät 12 tunnin mittaisiksi ja että myös joskus viikonloppuisin tehdään töitä. Fondian politiikan mukaisesti yhtiössä tehdään pääsääntöisesti normaaleja kahdeksan tunnin työpäiviä ja viikonloppuisin ei lähtökohtaisesti työskennellä. Fondiassa käytetäänkin osittain Finnairilta lainattua iskulausetta: ”juristi - illaksi kotiin”. Fondia tarjoaa myös työntekijöille mahdollisuuden tehdä osa-aika- ja etätöitä.

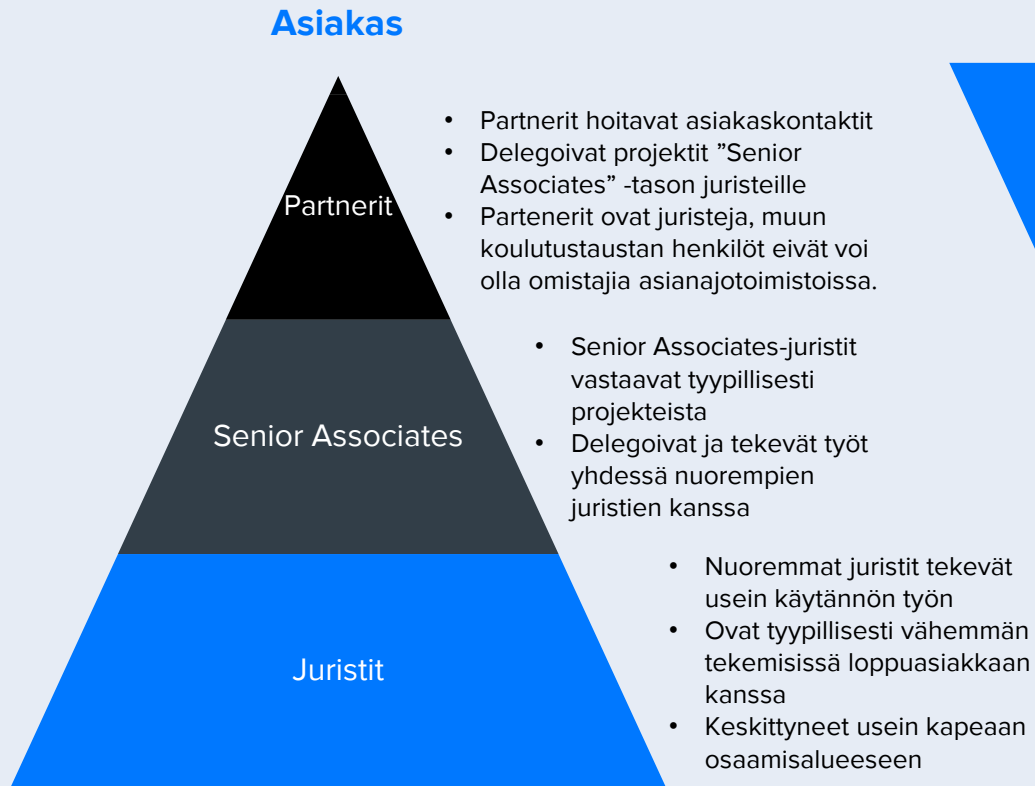
Fondian tavoitteena on olla ”hyvä työpaikka” ja ”fantastinen työyhteisö”. Yhtiö on panostanut vahvasti työntekijöiden työhyvinvointiin ja toimitiloihin. Fondia onkin valittu Euroopan parhaaksi lakialan työpaikaksi vuonna 2013 ja 2014 ja Suomen kolmanneksi parhaaksi työpaikaksi vuosina 2012, 2013 ja 2014.

## Osaajien saaminen palkkalistoille on arviomme mukaan myös haaste tulevaisuudessa

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

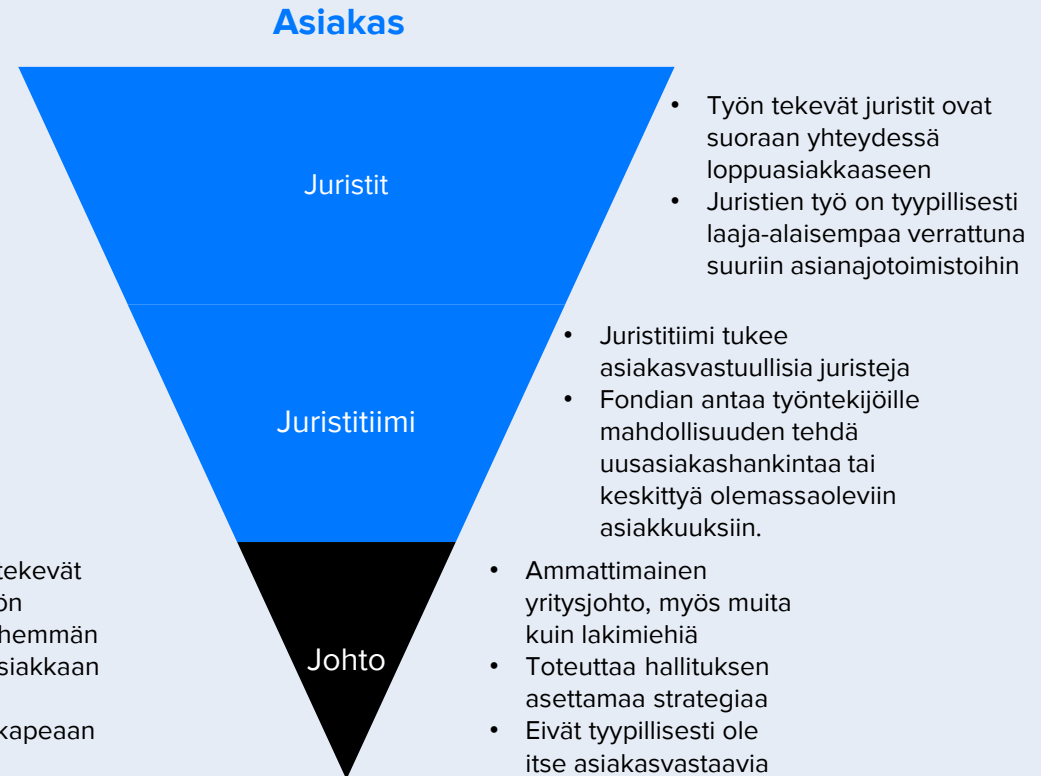
# Fondian yhtiörakenne vs. asianajotoimisto

## Perinteinen partnerivetoinen asianajotoimisto



Lähde: Inderes

## Fondian yhtiörakenne FONDIA

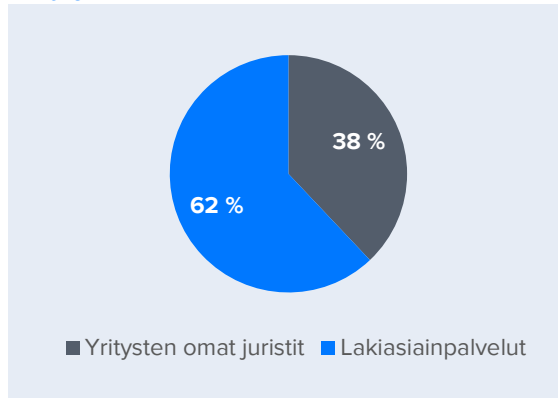


# Markkinat ja kilpailukenttä 1/2

## Yritysjuridiikan markkina jakautuu kahteen osaan

Yritysjuridiikan markkina voidaan Suomessa jakaa karkeasti kahteen osaan. Ensimmäisen osan muodostavat lakiasianpalveluita tarjoavat yritykset, joita ovat esimerkiksi asianajotoimistot ja muut yritysjuridiikan palveluita tuottavat yritykset. Tämän ns. lakiasianpalveluiden markkina oli vuonna 2015 tilastokeskuksen mukaan 828 MEUR:n kokoinen. Toisen osan markkinasta muodostavat yrityksissä ja yhteisöissä työsuhteessa toimivat lakimiehet, joita oli Suomessa Lakimiesliiton mukaan noin 6500 vuonna 2015 ja joiden yhteenlaskettu palkka-summa oli arviomme mukaan noin 506 MEUR.

## Yritysjuridiikan markkina Suomessa



Lähde: Inderes

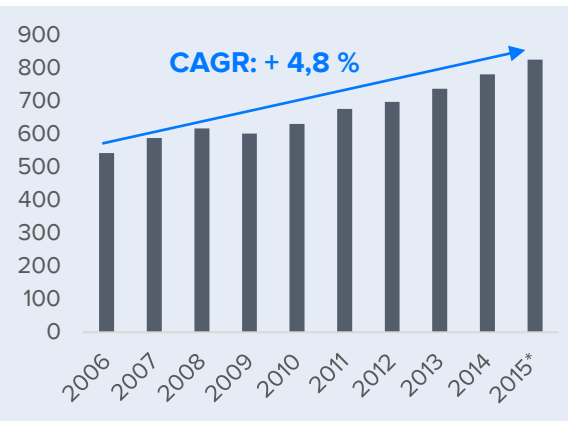
## Defensiivinen ja tasaisesti kasvava markkina

Suomen lakiasianpalvelumarkkina oli tilastokeskuksen tilastojen mukaan noin 828 MEUR:n kokoinen vuonna 2015. Markkina on

kasvanut viimeisen 10-vuoden aikana suhteellisen tasaisesti ja keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 4,8 %. Viimeisen parin vuoden aikana vuotuinen kasvu on ollut hieman tätä nopeampaa, noin 6 %:n luokkaa.

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

## Suomen lakiasianmarkkina (MEUR)\*\*



Lähde: Tilastokeskus

\*Ennakkotieto

\*\*Kaudet 2006-2011 ja 2012-2015 eivät ole täysin vertailukelpoisia keskenään

## Ruotsin markkina merkittävästi Suomea isompi

Ruotsin lakiasianmarkkina on arviomme perusteella selvästi yli kaksinkertainen Suomeen verrattuna. Fondian arvion mukaan lakiasianmarkkinan koko oli vuonna 2014 noin 2,4 miljardia euroa ja sen kasvuvauhti on ollut vuosina 2011-2014 keskimäärin noin 3,3 % vuodessa. Toimiala on arviomme mukaan keskittyneempi kuin Suomessa.

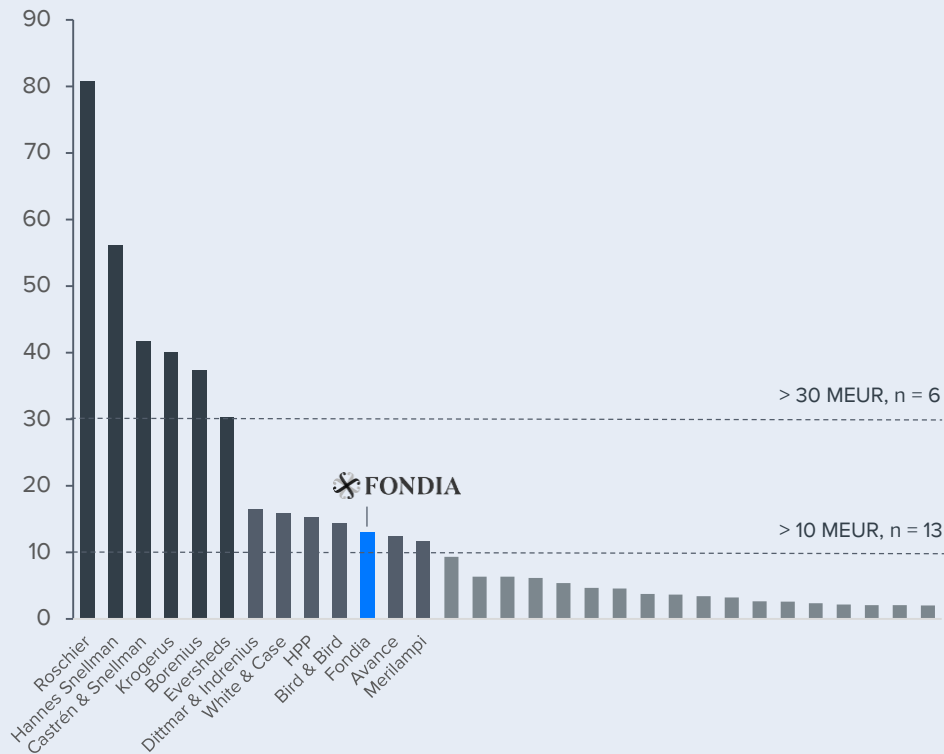
Suomen ohella Ruotsi on Fondian mukaan vähemmän säännelty markkina lakipalveluiden osalta ja siksi Fondialle mielenkiintoinen. Ruotsissa lakipalveluita voivat tarjota myös paikalliseen asianajajaliittoon kuulumattomat yhtiöt ja Fondialla on siksi mahdollista toimia Ruotsissa. Yhtiö on toiminut Ruotsissa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

## Baltian markkina on pieni

Baltian eli Viron, Liettuan ja Latvian yhteenlaskettu lakiasioiden markkina on Fondian selvitysten perusteella noin 450 MEUR:n kokoinen. Markkina on yhtiön mukaan kasvanut noin 2,4-5,4 %:n vuosivauhtia viime vuodet. Virossa ja Liettuaassa lakipalveluiden markkina on kasvanut Fondian mukaan viime vuosina Eurooppalaista keskiarvoa voimakkaammin, mutta Latviassa markkinan koko on heilahdellut voimakkaasti.

# Kilpailukenttä

## Suurimmat lakiasiaainpalveluyhtiöt, 2015



Lähde: Inderes, Talouselämä 37/2016

## Fondian kilpailutekijät

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

# Markkinat ja kilpailukenttä 2/2

## Markkinan erityispiirteet

Lakipalvelut edellyttävät tyypillisesti vahvaa paikallisen lainsäädännön ja oikeuskäytäntöjen tuntemista ja liikejuridiikan markkina on tästä syystä vahvasti paikallinen. Ulkomaiset toimijat eivät suoraan yleisesti kilpaile Suomen liikejuridiikan markkinalla, vaikka Suomessa toimiikin kansainvälisiin ketjuihin kuuluvia lakipalvelutuottajia. Yleisesti ottaen toimialan kilpailu ei arviomme mukaan ole Suomessa kovin kireää, sillä lakiasianpalveluiden yritykset ylsivät vuosina 2013-2015 keskimäärin noin 22 %:n liikevoittomarginaaliin, mikä on suhteellisen korkea taso Suomessa.

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

## Kilpailukenttä Suomessa

Suomessa lakiasianmarkkina on suhteellisen fragmentoitunut, sillä lakiasiantoimialalla oli vuonna 2015 yhteensä 1673 yritystä, joista 91 % oli pieniä, alle 5 hengen yrityksiä. Näistä kaikkein merkittävämpiä ovat asianajotoimistot, jotka vastasivat vuonna 2015 noin 70 % koko lakiasianmarkkinan liikevaihdosta. Noin

puolesta Suomen markkinaa vastasi 15 asianajotoimistoa, joiden liikevaihto oli vuonna 2015 9-81 MEUR. Nämä yhtiöt yhdessä suurten tilintarkastusketjujen omien lakipalveluosastojen kanssa kilpailevat arviomme mukaan osittain Fondian kanssa, mutta eivät ole Fondian pääasiallisia kilpailijoita. Fondian pääasiallisia kilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yritysten omat lakiosastot ja lakimiehet, sillä Fondian LDaaS-palvelut on suunniteltu täydentämään ja osittain korvaamaan yritysten omia lakiosastoja.

## Suuret asianajotoimistot

Suomessa Fondian kilpailijoita ovat arviomme mukaan lakiasiantoimialalla osittain suurehko, yli 10 MEUR:n liikevaihdon asianajotoimistot, joita oli Suomessa vuonna 2015 yhteensä 12. Erityisesti kaikkein suurimmat asianajotoimistot kuten Roschier, Hannes Snellman, Castren Snellman, Krogerus, Borenus ja Eversheds kilpailevat Fondian kanssa. Nämä yritykset ovat selvästi Fondiaa suurempia (2015 liikevaihdot 30-81 MEUR) ja ne ovat pääasiassa maineikkaita, pitkään toimineita täyden palvelun liikejuridiikkaan keskittyneitä asianajotoimistoja. Näiden lisäksi suurten ns. Big 4-tilintarkastustoimistojen lakipalveluosastot kilpailevat osittain Fondian tarjoamien projektipalveluiden kanssa.

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

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

## Yritysten omat lakimiehet

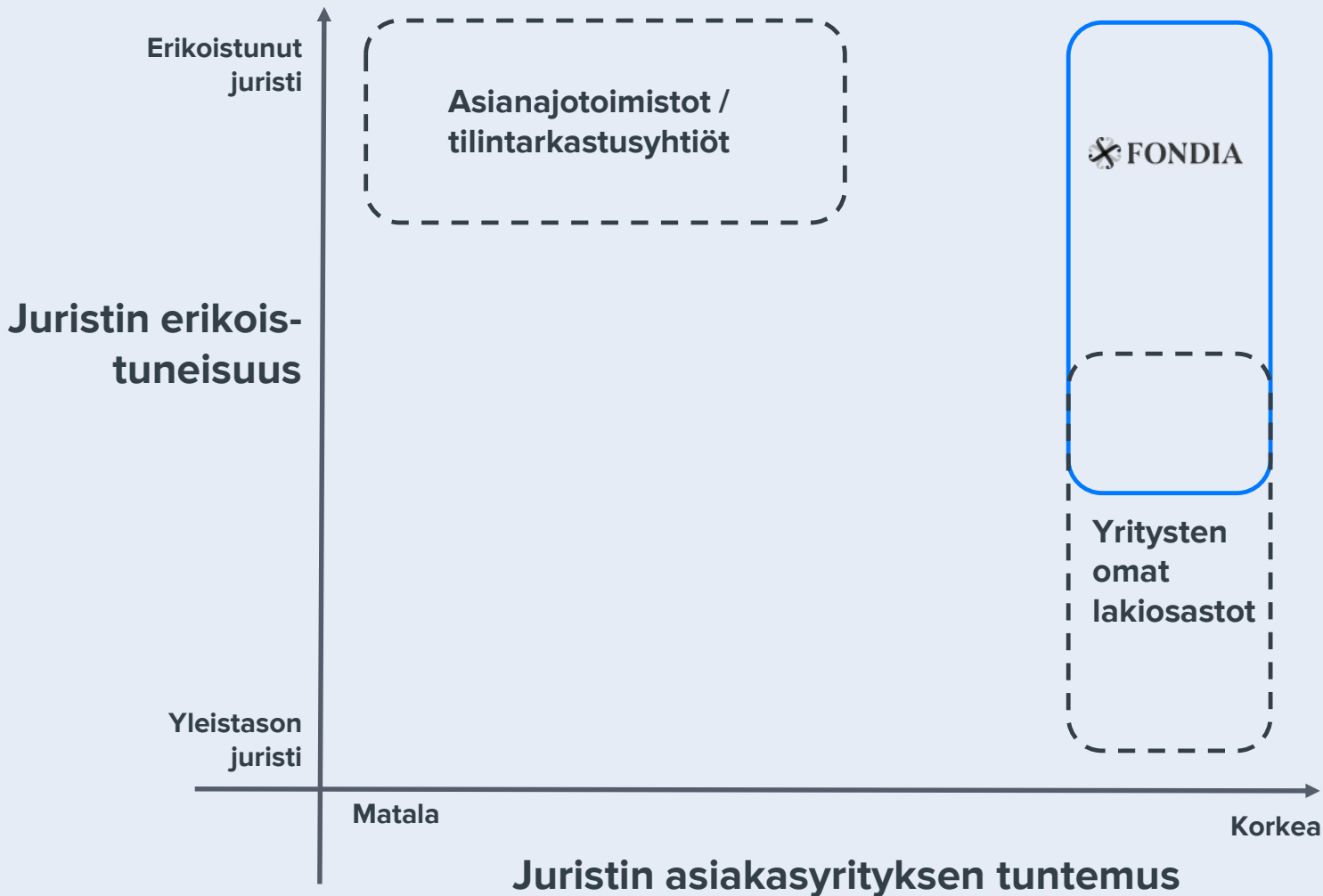
Fondian pääasiallisia kilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan erityisesti yritysten omat lakiosastot ja lakimiehet. Fondian keihäänkärkituote eli LDaaS-palvelu tarjoaa ratkaisun yrityksille, joilla ei ole resursseja tai tarvetta palkata omaa lakimiestä tai lakiosastoa, ja jolle lakipalveluiden ostaminen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

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

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



# Fondian positioituminen markkinassa



# Markkinan muutostrendit

## Markkinoiden trendit

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

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

# Markkinan muutostrendit yhteenveto

## Ulkoistaminen

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

## Digitalisaatio

- Lisää osaltaan tarvetta lakipalveluille (esim. IPR)
- Luo Fondialle mahdollisuuden kehittää uusia toimintamalleja ja uudenlaisia lakipalveluita

## Lisääntyvä sääntely

- Erityisesti EU:n lisääntyvä sääntely kasvattaa tarvetta lakipalveluille, mm. Compliance-käytännöille

## Globalisaatio ja kansainvälistyminen

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

# Strategia ja kilpailuedut

## Kasvustrategian kulmakivenä LDaas

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

Fondian strategiaa tukee osaltaan yhtiön kehittämä digitaalinen MyFondia-alusta ja yhtiön tavoitteena on kehittää myös muita digitaalisia työvälineitä tukemaan yhtiön kansainvälistä kasvua. Yhtiö haluaa panostaa erityisesti palvelujen tuotteistamiseen ja automaatioon teknologian avulla. Fondia ei aio toistaiseksi itse kehittää ohjelmistoja, vaan tarvittava teknologia ostetaan ulkoa. Vuonna 2016 tähän investointiin 0,2 MEUR, mutta jatkossa investointitarve yhtiön johdon mukaan kasvaa. Fondian listautumisessa keräämät varat käytetään yhtiön mukaan osittain tähän tarkoitukseen.

## Yhtiöllä on vahva kansainvälistymishalu

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

## Suhtaudumme strategiaan lähtökohtaisesti positiivisesti

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

## Emme pidä Fondian kansainvälistymistä tässä vaiheessa järkevänä

Emme ole Fondian johdon kanssa täysin samaa mieltä yhtiön välittömän kansainvälistymisen järkevyydestä ja näemme osaltaan riskin siinä, että yhtiö lähtee kansainvälistymään liian aggressiivisesti. Korkean lisäarvon asiantuntija-aloilla kuten lakitoimialalla maine ja uskottavuus ovat avainasemassa minkä takia uusille markkina-alueille laajentuminen vaatii usein merkittäviä panostuksia markkinointiin ja yrityskuvaan. Uudelle maantieteelliselle markkina-alueelle laajentuminen on lähtökohtaisesti helpompaa, kun maine ja uskottavuus on jo saavutettu olemassaolevalla markkinalla. Tästä syystä johtuen Fondian kannattaisi mielestämme tässä vaiheessa keskittyä kasvamaan Suomessa ja vasta sen jälkeen laajentua muille markkinoille.

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

## Kilpailuedut

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

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

# Fondian strategia yhteenveto



# Historiallinen kehitys

## Fondian kasvu on ollut viime vuosina vahvaa ja kannattavaa

Fondian liikevaihdon kasvu on viimeisen 3 vuoden aikana ollut vahvaa. Yhtiön liikevaihto kasvoi 13-15 %:n vuosivauhdilla vuosina 2014-2016 ja kasvuvauhti oli selvästi Suomen lakiasiaimarkkinan markkinakasvua (noin 6 % vuodessa) nopeampaa. Yhtiö on arviomme mukaan pystynyt jatkuvasti kasvattamaan suhteellista markkinaosuuttaan Suomessa kilpailijoiden kustannuksella. Fondian kasvu on myös tapahtunut kannattavasti, sillä vahvasta kasvuvauhdista huolimatta yhtiön kannattavuus on jatkuvasti parantunut vuosina 2014-2016.

Fondia on Suomen markkinoiden lisäksi laajentunut myös ulkomailla ja avasi toimistot Tukholmaan ja Tallinaan vuonna 2012. Yhtiön liikevaihdon kasvu on ollut näillä markkinoilla kuitenkin hidasta ja toimistot ovat edelleen pieniä. Tukholman tytäryhtiön liikevaihto oli vuonna 2016 noin 0,6 MEUR ja Viron noin 0,2 MEUR.

## Tehokkuus ja kannattavuus ovat jatkuvasti parantuneet

Fondian tehokkuus (liikevaihto per työntekijä) sekä kannattavuus (EBIT-%) ovat liikevaihdon merkittävästä kasvusta huolimatta parantuneet vuosina 2013-2016. Liikevoittomarginaali nousi vuoden 2013 noin 0,8 prosentista noin 13,5 prosenttiin vuonna 2016. Tämän taustalla oli arviomme mukaan kiinteiden kulujen skaalautuminen, sekä erityisesti yhtiön tehokkuuden parantuminen. Liikevaihto per työntekijä nousi vuoden 2013 noin 104 TEUR:sta

noin 141 TEUR:oon vuonna 2016 eli noin 36 %. Tämä oli arviomme mukaan erinomainen saavutus ja heijastelee mielestämme Fondian liiketoiminnan vakiintumista ja kasvua tasolle, jossa mittakaavaedut alkavat heijastua kannattavuuteen.

Fondian liikevaihto per työntekijä 141 TEUR on arviomme mukaan suhteellisesti edelleen matala ja siinä on arviomme mukaan edelleen ainakin pientä nousupotentiaalia. Tilastokeskuksen tilastojen perusteella lakiasiaimarkkinan yritysten keskimääräinen liikevaihto per työntekijä oli vuonna 2015 noin 175 TEUR eli noin 24 % korkeampi kuin Fondialla. Fondian poikkeavan liiketoimintamallin ja usein kilpailijoita matalamman hinnoittelun takia verrokkeja pienempi liikevaihto per työntekijä on kuitenkin arviomme mukaan myös jatkossa todennäköistä. Fondian toimialan keskiarvoa matalampaa liikevaihto/työntekijä-lukua kompensoi myös maltillinen henkilöstökulut per työntekijä (2016: 87 TEUR per työntekijä), mikä on arviomme mukaan lakiasiaimarkkinan keskiarvon alapuolella.

## Kiinteät kulut ovat skaalautuneet selvästi

Fondian kiinteät kulut ovat historiallisesti skaalautuneet, eli ne eivät ole kasvaneet samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa. Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2012 noin 2,7 MEUR eli noin 28 % liikevaihdosta. Vuonna 2016 ne olivat noin 3,2 MEUR eli noin 21 % liikevaihdosta. Arviomme mukaan kiinteissä kuluissa on edelleen skaalautumispotentiaalia yhtiön kasvaessa.

## Käyttöpääoma negatiivinen

Fondian liiketoiminta ei sido juurikaan pääomia ja sillä onkin ollut negatiivinen käyttöpääoma vuosina 2014-2016. Käyttöpääoma koostuu lähinnä myyntisaamisista ja ostoveloista. Vuonna 2016 käyttöpääoma oli selvästi negatiivinen -6,8 %. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön liikevaihdon kasvu ei sido pääomaa, vaan päin vastoin vapauttaa sitä. Kasvu on yhtiölle siis periaatteessa kassavirtaa vahvistavaa.

## Nettovelaton tase ja investoinnit pieniä

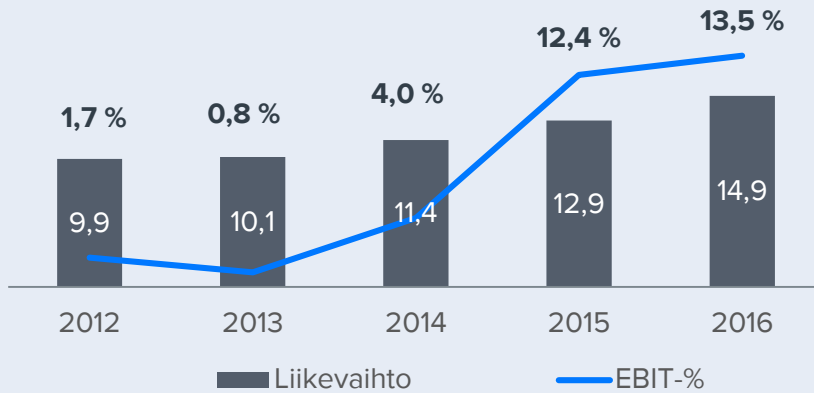
Fondian tase on hyvin kevyt ja se koostui vuonna 2016 lähinnä käyttöpääomasta ja kassavaroista. Yhtiön vuoden 2016 tase oli nettovelaton ja nettokassa oli noin 3,4 MEUR. Vuosina 2013-2016 Fondian investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen ovat olleet hyvin pieniä, yhteensä noin 0,1-0,2 MEUR vuosittain. Arviomme mukaan merkittävä osa näistä on koostunut investoinneista yhtiön digitaalisiin palveluihin.

## Erittäin vahva kassavirta

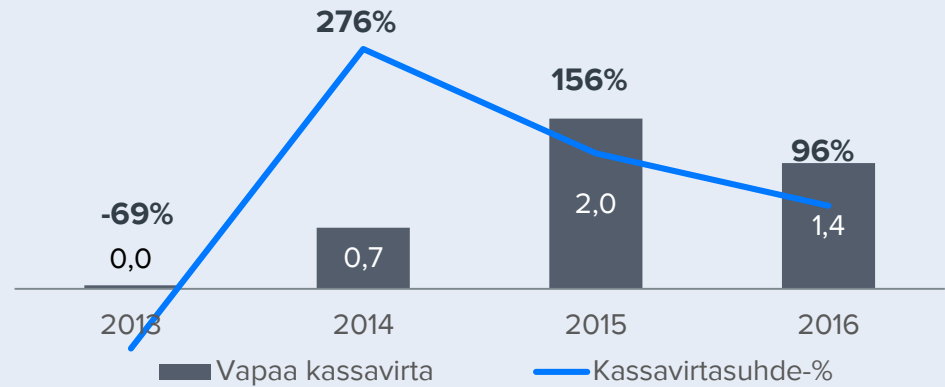
Fondian liiketoimintamallin ansiosta yhtiön kassavirta on ollut poikkeuksellisen vahva. Kassavirtasuhde eli kassavirran osuus yhtiön vuosittaisesta tuloksesta oli vuosina 2014-2015 selvästi yli 100 % käyttöpääoman vapautumisen takia ja vuonna 2016 se oli 96 %. Korkea kassavirtasuhde ja vähäiset investointitarpeet tarkoittavat sitä, että yhtiön kyky maksaa osinkoa omistajille tuloksestaan on vahva. Vuosina 2014-2016 osingonjakosuhde tuloksesta on ollut vuosittain noin 50-60 %.

# Taloudellinen tilanne

## Liikevaihto ja EBIT-%, 2012-2016

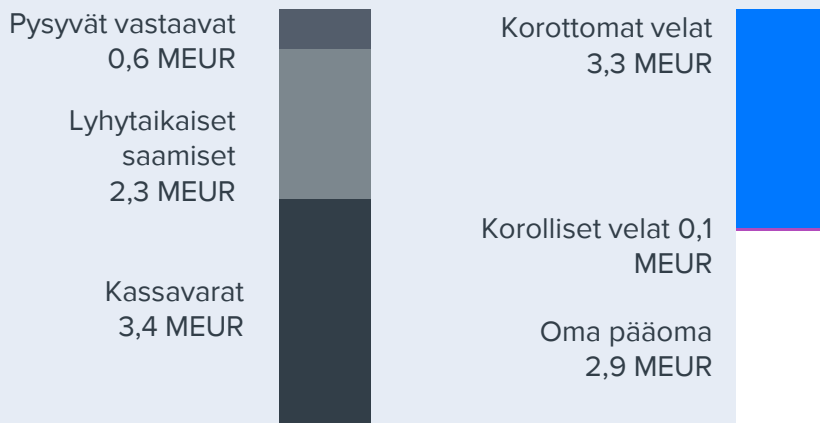


## Kassavirtasuhte-%\*, 2013-2016

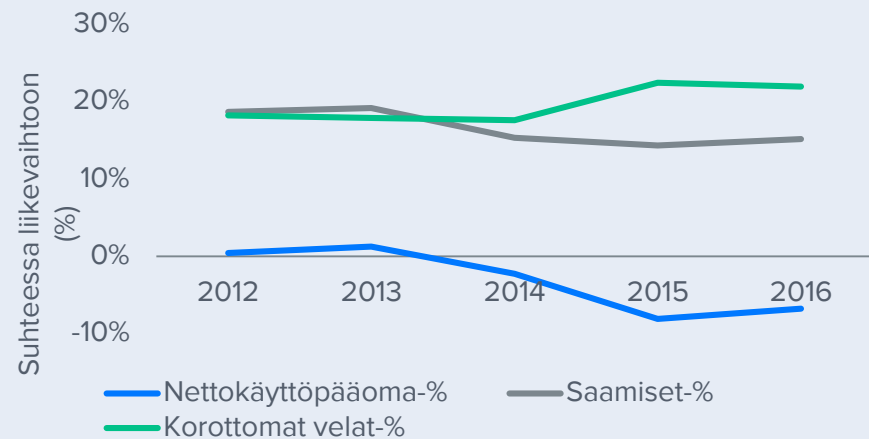


\*Kassavirtasuhte on vuosittainen vapaa kassavirta jaettuna nettotuloksella

## Taserakenne, 2016

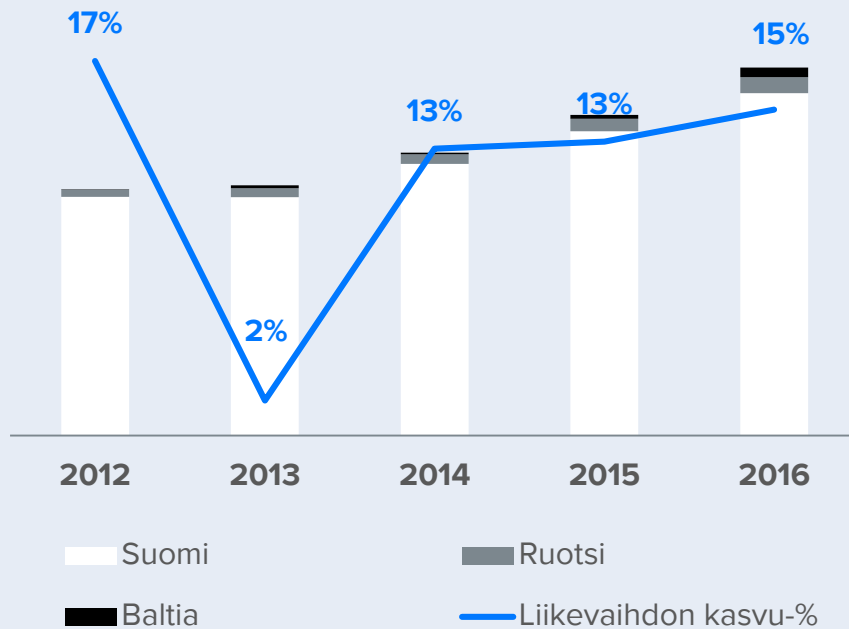


## Käyttöpääoma-%, 2012-2016

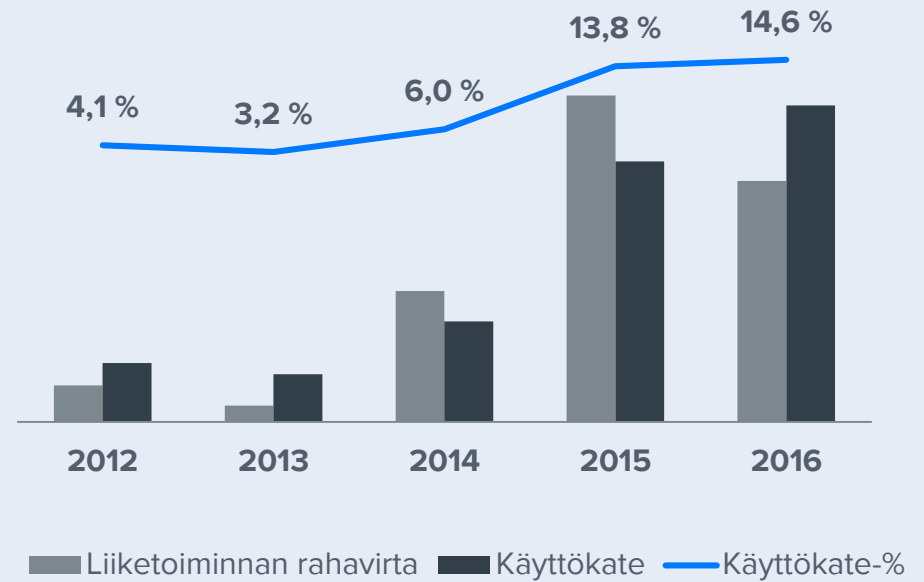


# Historiallinen kehitys

## Liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



## Rahavirta ja käyttökate-%



Lähde: Inderes, Fondia



# Ennusteet

## Odotamme yhtiön kasvun jatkuvan

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

Ennustamme Fondian liikevaihdon kasvavan vuonna 2017 noin 15 % (2016: 15 %) ja kasvun tasaantuvan keskipitkällä aikavälillä keskimäärin noin 12 %:iin per vuosi. Ennustamme kasvu muodostuu kolmesta pääajurista. Ensinnäkin, lakitoimialan markkinakasvu on tällä hetkellä noin 5-6 % vuodessa. Toiseksi, Fondian palvelut, joilla se korvaa asiakasyritysten omat lakiosastot on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen ja yhä useammat yritykset tulevat ulkoistamaan lakiosastonsa. Kolmanneksi, Fondia pystyy arviomme mukaan kilpailukykyisellä hinnoittelulla ja pitkällä henkilöstön kokemuksella valtaamaan markkinaosuutta projekteissa erityisesti pienemmiltä ja ei niin tunnetuilta asianajotoimistoilta.

Ennusteillamme Fondian liikevaihto kasvaa 21 MEUR:oon vuonna 2019 (2016: 15 MEUR), noin 30 MEUR:oon vuonna 2022 ja 40 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä. Arviomme mukaan yhtiö pystyy saavuttamaan tämän volyymitason Suomen lakiasianmarkkinoilla nykyinen

kilpailukenttä huomioiden. Ennusteillamme Fondia kasvaisi Suomen neljänneksi suurimmaksi lakitoimialan yritykseksi vuonna 2026 ja sen markkinaosuus olisi noin 5 %, mikäli kilpailijoiden liikevaihdot pysyisivät nykyisellä tasolla (Tällä hetkellä Fondia on Suomen 11. suurin lakitoimialan yritys ja markkinaosuus 2 %).

Emme tässä vaiheessa anna juurikaan painoarvoa yhtiön kansainvälistymiselle ja ulkomaantoimintojen kasvulle. Fondia on toiminut Ruotsissa ja Virossa jo pitkään, mutta kehitys on ollut hidasta eikä yhtiö ole saavuttanut vieläkään merkittävää asemaa näillä markkinoilla. Mielestämme Fondian kansainvälinen potentiaali on sijoittajien näkökulmasta lähinnä optio, emmekä anna sille ennusteissamme tässä vaiheessa kovin suurta arvoa.

## Henkilöstökuluissa pieniä nousupaineita

Ennustamme Fondian tehokkuuden eli liikevaihdon per työntekijä nousevan hieman noin 151 TEUR:oon vuonna 2017 (2016: 141 TEUR, toimialan k.a. 175 TEUR) ja kasvavan tämän jälkeen maltillisesti, noin 1 %:n per vuosi. Arviomme mukaan yhtiön toimintamallissa liikevaihto per työntekijä jää myös jatkossa alle lakiasiaintoyrityksen keskiarvon.

Arviomme mukaan Fondian henkilöstökuluihin kohdistuu lähivuosina pieniä nousupaineita yhtiön kasvaessa ja näkyvyyden sekä tunnettavuuden parantuessa ja odotamme keskimääräisten henkilöstökulujen nousevan vuonna 2017 noin 97 TEUR:oon per työntekijä (2016: 87 TEUR) ja kasvavan tämän jälkeen noin 2 %:n vuosivauhtia keskipitkällä aikavälillä.

## Kannattavuus nousee hieman skaalautuvuuden ansiosta

Arviomme mukaan Fondian kiinteät kulut skaalautuvat lievästi eli ne eivät kasva samassa suhteessa liikevaihdon kasvun kanssa. Odotamme liiketoiminnan muiden kulujen kasvavan noin 7 % vuodessa keskipitkällä aikavälillä ja niiden osuuden laskevan 15 prosenttiin liikevaihdosta vuoteen 2022 mennessä (2016: 21 %).

Edellisillä oletuksilla Fondian liikevaihto on vuonna 2017 noin 17,1 MEUR (2016: 14,9 MEUR) ja liikevoittomarginaali noin 13,5 % (2016: 13,5 %). Nettotulos kasvaa vuonna 2017 noin 1,8 MEUR:oon (2016: 1,5 MEUR). Ennusteillamme yhtiön kannattavuus vahvistuu asteittain keskimäärin noin 14 %:n tasolle vuosina 2018-2023 ja nettotulos kasvaa keskimäärin 12 % vuodessa tällä ajanjaksolla.

## Käyttöpääoma ja investoinnit säilyvät historiallisella tasolla

Odotamme Fondian käyttöpääoman säilyvän keskipitkällä aikavälillä vuoden 2016 tasolla noin -6,8 %:ssa. Ennusteissamme yhtiön vuotuiset investoinnit kiinteään ja aineettomaan omaisuuteen säilyvät myös historiallisella tasolla, noin 3 %:ssa suhteessa liikevaihtoon eli noin 0,3-0,5 MEUR:ssa keskipitkällä aikavälillä.

## Vahva ja tasaisesti kasvava kassavirta mahdollistaa nousevan osingon

Edellisten oletustemme perusteella Fondian kassavirtasuhde (vapaa kassavirta/nettotulos) säilyy negatiivisen käyttöpääoman ansiosta hieman yli 100 prosentissa lähivuodet.

# Ennusteet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	9,94	10,10	11,42	12,94	14,85	17,1	19,1	21,4	24,0	26,6	29,3	31,9	34,5	36,9	39,5
Liiketoiminnan muut tuotot	0,01	0,04	0,22	0,12	0,07	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Ulkopuoliset palvelut	-0,36	-0,43	-0,44	-0,51	-0,46	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Henkilöstökulut	-6,46	-6,61	-7,45	-7,96	-9,14	-11,0	-12,5	-14,1	-15,9	-17,9	-19,8	-21,8	-23,8	-25,7	-27,8
Liiketoiminnan muut kulut	-2,73	-2,78	-3,06	-2,82	-3,16	-3,2	-3,4	-3,6	-3,9	-4,1	-4,4	-4,7	-5,1	-5,4	-5,8
<b>EBITDA</b>	<b>0,40</b>	<b>0,33</b>	<b>0,69</b>	<b>1,78</b>	<b>2,17</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>
Poistot	-0,23	-0,24	-0,23	-0,18	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16
<b>EBIT</b>	<b>0,17</b>	<b>0,09</b>	<b>0,46</b>	<b>1,60</b>	<b>2,00</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>
Työntekijämäärä	n.a	97	97	101	105	113	125	139	154	170	185	199	213	226	239
Liikevaihto/työntekijä	n.a	0,104	0,118	0,128	0,141	0,151	0,152	0,154	0,156	0,157	0,159	0,160	0,162	0,163	0,165
Liikevaihto/työntekijä kasvu-%	n.a	n.a	13 %	9 %	10 %	7 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Kulut per työntekijä	n.a	-0,068	-0,077	-0,079	-0,087	-0,097	-0,099	-0,101	-0,103	-0,105	-0,107	-0,110	-0,112	-0,114	-0,116
Kulut/työntekijä kasvu-%	n.a	n.a	13 %	3 %	10 %	12 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>n.a</b>	<b>1,6 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>13,3 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>12,0 %</b>	<b>12,0 %</b>	<b>12,0 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>7,0 %</b>
Liiketoiminnan muut tuotot-%	0,1 %	0,4 %	1,9 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Ulkopuoliset palvelut-%	-3,6 %	-4,2 %	-3,8 %	-3,9 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %
Henkilöstökulut-%	-65,0 %	-65,4 %	-65,3 %	-61,5 %	-61,5 %	-64,5 %	-65,1 %	-65,8 %	-66,4 %	-67,1 %	-67,7 %	-68,4 %	-69,1 %	-69,8 %	-70,5 %
Liiketoiminnan muut kulut-%	-27,5 %	-27,6 %	-26,8 %	-21,8 %	-21,2 %	-18,5 %	-17,6 %	-16,9 %	-16,1 %	-15,5 %	-15,1 %	-14,8 %	-14,7 %	-14,7 %	-14,7 %
Muiden kulujen kasvu-%	n.a	1,9 %	9,9 %	-7,9 %	12,0 %	0,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>EBITDA-%</b>	<b>4,1 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>13,6 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>12,3 %</b>
<b>EBIT-%</b>	<b>1,7 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>12,4 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>13,7 %</b>	<b>13,2 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>11,9 %</b>

# Arvonmääritys

## Arvonmäärityksen lähtökohdat

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

Fondian arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat arviomme mukaan erityisesti lakitoimialan houkuttelevuus sijoituskohteena. Suomen lakiasianmarkkina on arviomme mukaan suhteellisen defensiivinen, sen markkinakasvu on ollut vahvaa ja selvästi BKT:n kasvua nopeampaa, minkä lisäksi toimialan kilpailutilanne ei arviomme mukaan ole erityisen kireä. Fondian arvostusta tukevat taas mielestämme viime vuosien suhteellisen hyvä track-record kannattavuuden ja kasvun osalta, erittäin korkea kassavirtasuhte (2016: 96 %) sekä yhtiön jatkuvan liikevaihdon suhteellisen korkea osuus (2016: 42 %). Fondia on myös arviomme mukaan edelläkävijä toimialallaan; sen palvelut ovat suhteellisen kilpailukykyisiä ja se on hyvin asemoitunut toimialan muutostrendeihin nähden.

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat taas arviomme mukaan yhtiön (pörssi-yhtiöksi) suhteellisen pieni koko (2016 liikevaihto 15 MEUR) sekä jossain määrin myös mielestämme yhtiön haastajan asema konservatiivisella toimialalla.

Huomioiden Fondian historiallinen ja ennustamamme tuloskasvuvauhti, yhtiön vahva kassavirta sekä matala riskiprofiili voi osaketta mielestämme hinnoitella vähintään noin 15-17x P/E-kertoimilla ja noin 9-11 EV/EBITDA-kertoimilla, jolloin osakkeen arvoksi muodostuisi

7-8,4 euroa. Näillä kertoimilla myös osakkeen osinkotuotto säilyisi lähivuosina noin 4-5 %:n tasolla olettaen 66,7 %:n osingonjakosuhteen ja vuotuinen osingonkasvu olisi noin 16 %:n tasolla.

## Vertailuryhmäarvostus

Fondialla ei ole suoria verrokkeja, sillä Pohjoismaissa ei ole yhtään pörssilistattua lakitoimialan yritystä ja tietojemme perusteella maailmassa ei ole montaa alan listattua yritystä (mm. USA:ssa ei yhtään). Lisäksi Fondia poikkeaa monella tapaa perinteisestä lakitoimialan yrityksestä, mm. jatkuvan liikevaihtonsa osalta, minkä takia listatut lakiyhtiöt eivät välttämättä ole hyviä verrokkeja.

Olemme valinneet Fondian verrokkiryhmään muita listattuja korkean lisäarvon palveluyhtiöitä, jotka ovat mielestämme riski/tuotto -profiililtaan vertailukelpoisia Fondian kanssa. Näitä ovat mielestämme etenkin Helsingin pörssin IT-palveluyhtiöt, erityisesti Vincer, Siili ja Innofactor. Lisäksi olemme valinneet verrokkiryhmään suunnitteluyhtiö Etteplanin, konsultointi- ja suunnitteluyhtiö Pöyryn, sekä tilitoimistoyhtiö Talenomin. Näiden lisäksi olemme valinneet verrokkiryhmään myös Euroopan ainoan pörssilistatun asianajotoimiston, Lontoossa listatun Gateley Holdings Plc:n. Korostamme, että nämä yhtiöt eivät ole suoraan vertailukelpoisia Fondiaan nähden, mutta niiden arvostustasot antavat mielestämme objektiivisen näkökulman Fondian arvostukselle.

Verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) P/E-luku on vuoden 2017 konsensusennusteilla noin 18,8x ja keskimääräinen vastaava EV/EBITDA -kerroin noin 10,4x. Nykyisillä Fondian vuoden 2017 osakeannin kuluilla oikaistuilla ennusteillamme Fondian osakkeen

arvostustasoksi tulisi näillä kertoimilla 8,1-8,8 euroa.

## DCF-arvonmääritys

Annamme arvonnäärityksessä kassavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska kassavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen yhtiön osakkeen arvo on annin jälkeen 8,94 euroa, mikä tukee osaltaan muiden arvostusmenetelmien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 10 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 38 %.

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

## Suositus ja tavoitehinta

Verrokkiryhmän nykyisillä arvostuskertoimilla (18,8x P/E 2017 vs. aikaisempi 17,6x) olemme valmiit hyväksymään aavistuksen aikaisempaa korkeammat kertoimet osakkeelle. Annamme Fondialle 9,0 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksen. Tavoitehintamme heijastelee vuosien 2017 ja 2018 17-19x P/E-kertoimia, 10-12x vastaavia EV/EBITDA-kertoimia ja 3-4 %:n osinkotuottoa. Perustamme tavoitehintamme kerroin- ja DCF-analyysiin.

# Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysi

Arvostustaso	2016	2017e	2018e	2019e
Markkina-arvo	38	38	38	38
Yritysarvo (EV)	35	32	31	30
P/E (oik.)	22,9	21,1	18,4	16,2
P/E	22,9	29,3	18,4	16,2
P/Kassavirta	26,5	10,0	17,6	15,4
P/B	13,1	6,5	5,6	4,9
P/S	2,6	2,2	2,0	1,8
EV/Liikevaihto	2,4	1,9	1,6	1,4
EV/EBITDA	16,2	12,9	10,5	9,0
EV/EBIT	17,5	13,8	11,7	9,9
Osinko/oik. tulos (%)	49,5 %	65,9 %	66,7 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,1 %	3,6 %	4,1 %

Lähde: Inderes

## Vuoden 2017 oikastun EPS:n herkkyysanalyysi (euroa)

		liikevaihdon kasvu-% 2017				
EBIT-%		13 %	14 %	15 %	16 %	17 %
	10,5 %	0,36	0,36	0,36	0,37	0,37
	11,5 %	0,39	0,39	0,40	0,40	0,40
	12,5 %	0,42	0,43	0,43	0,44	0,44
	13,5 %	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49
	14,5 %	0,49	0,50	0,50	0,50	0,51
	15,5 %	0,53	0,53	0,54	0,54	0,54
	16,5 %	0,56	0,56	0,57	0,57	0,58

## Osakkeen arvo P/E-kertoimella 19x

		liikevaihdon kasvu-% 2017				
EBIT-%		13 %	14 %	15 %	16 %	17 %
	10,5 %	6,9	6,9	7,0	7,1	7,1
	11,5 %	7,5	7,6	7,7	7,7	7,8
	12,5 %	8,2	8,3	8,3	8,4	8,5
	13,5 %	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4
	14,5 %	9,5	9,6	9,7	9,7	9,8
	15,5 %	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5
	16,5 %	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	2017 P/E	2017 EV/EBITDA	2017 osinko-%
GATELEY HOLDINGS PLC	14,1	10,1	0,0
SIILI FH Equity	15,5	9,2	3,7
IFA1V FH Equity	10,4	9,3	0,0
Vincit FH Equity	17,7	9,9	2,4
ETT1V FH Equity	17,7	10,1	2,8
POY1V FH Equity	38,1	14,7	0,2
TNOM FH Equity	18,2	9,2	2,7
<b>Keskiarvo</b>	<b>18,8</b>	<b>10,4</b>	<b>1,7</b>

Lähde: Inderes ja Bloomberg. Tiedot kerätty 4.4.2017.

# Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>11,4</b>	<b>12,9</b>	<b>14,9</b>	<b>17,1</b>	<b>19,1</b>	<b>21,4</b>
Kulut	-2,8	-2,7	-3,1	-3,6	-3,1	-3,4
<b>EBITDA</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>
Poistot	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,5</i>	<i>1,6</i>	<i>2,0</i>	<i>2,3</i>	<i>2,6</i>	<i>3,0</i>
Rahoituserät	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>	<i>1,8</i>	<i>2,1</i>	<i>2,4</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-</i>	<i>0,32</i>	<i>0,43</i>	<i>0,34</i>	<i>0,53</i>	<i>0,61</i>
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>-</b>	<b>0,32</b>	<b>0,43</b>	<b>0,47</b>	<b>0,53</b>	<b>0,61</b>

# Tase

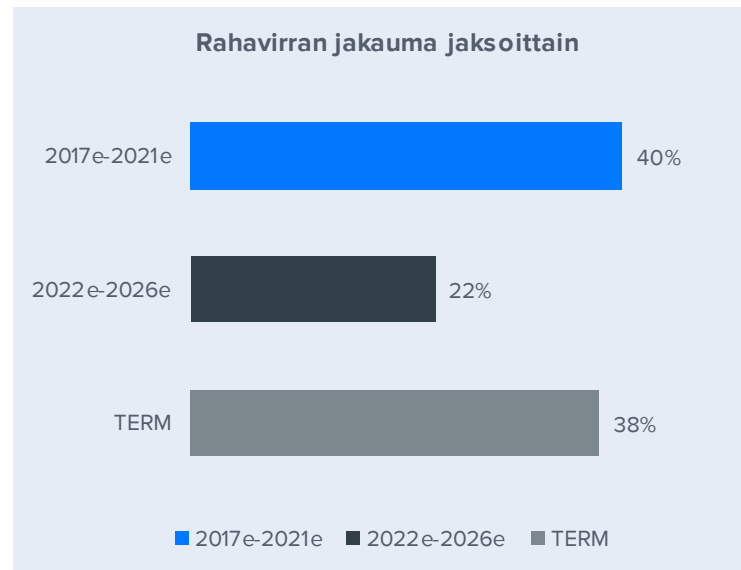
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>2,7</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>	<b>9,0</b>	<b>10,4</b>
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,8	1,9	2,3	2,6	2,9
Likvidit varat	0,9	2,7	3,4	6,4	7,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>	<b>11,0</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,6	1,7	2,5	3,0	3,9
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,3	0,3	0,3	2,8	2,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,0	2,9	3,3	3,8	4,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>	<b>11,0</b>

# DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	
- Maksetut verot	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-0,8	-0,8	
- 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	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	
+/- Muut	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,4	3,8	2,2	2,5	2,8	3,1	3,3	3,5	3,7	3,0	3,0	34,8
Diskontattu vapaa kassavirta		6,0	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	1,2	1,1	12,8
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>31,5</b>	<b>28,0</b>	<b>26,2</b>	<b>24,3</b>	<b>22,3</b>	<b>20,4</b>	<b>18,6</b>	<b>16,8</b>	<b>15,1</b>	<b>13,9</b>	<b>12,8</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>31,5</b>										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		3,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>34,9</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,94</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %





# Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroona. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

# Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

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

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/nderes](https://twitter.com/nderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Palkittua  
analyysia.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)